

Technische Universität Ilmenau  
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften  
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition  
Univ.-Prof. Dr. rer. Pol. Ralf Trost

## **Diplomarbeit**

Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition  
Sommersemester 2009

# **Bewertung von Fußballclubs**

*Eine Untersuchung zur Anwendung von Vergleichswertverfahren für die  
Bewertung deutscher Fußball-Bundesligaclubs*

Diplomarbeit zur Erlangung des akademischen Grades  
Diplom-Kaufmann  
an der Technischen Universität Ilmenau

### **Betreuer:**

Dipl.-Kfm. Alexander Fox

### **vorgelegt von:**

Weimar, Daniel

Internet: [www.daniel-w.de](http://www.daniel-w.de)

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	IV
Abbildungsverzeichnis .....	V
Tabellenverzeichnis.....	VI
<b>A Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>B Wirtschaftliche Betrachtung deutscher Fußball-Bundesligaclubs .....</b>	<b>4</b>
1. Der Fußballclub als Fußballunternehmen.....	4
2. Charakteristika von deutschen Fußballunternehmen.....	5
2.1. Gängige Rechtsformen.....	5
2.2. Finanzierungs- und Ausgabenstruktur .....	6
2.2.1. Innenfinanzierung.....	6
2.2.2. Außenfinanzierung .....	11
2.2.3. Ausgabenstruktur .....	13
2.2.4. Prognoseprobleme durch die Abhängigkeit von sportlichen Erfolgen .....	14
2.3. Kapital- und Vermögensstruktur.....	15
2.4. Risiken .....	16
3. Vergleich mit Clubs anderer europäischer Ligen .....	17
<b>C Vergleichswertorientierte Unternehmensbewertung.....</b>	<b>25</b>
1. Grundlagen zur Unternehmensbewertungslehre .....	25
2. Konzept der vergleichswertorientierten Bewertung .....	28
2.1. Das Bewertungsmodell .....	29
2.2. Bewertungskonzeptionen.....	31
2.3. Anwendung .....	34
3. Formen marktorientierter Multiplikatoren.....	34
3.1. Equity-Multiplikatoren .....	35
3.1.1. Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).....	35
3.1.2. Price-Earnings to Growth Ratio (PEG-Ratio).....	38
3.1.3. Kurs/Cashflow- Verhältnis (KCF) .....	39
3.1.4. Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) .....	41
3.1.5. Bewertung von Equity-Multiplikatoren .....	43
3.2. Entity-Multiplikatoren .....	44
2.2.1. Enterprise-Value (EV).....	44
3.2.2. Enterprise-Value / EBIT und auf dem EBIT beruhende Größen .....	45
3.2.3. Enterprise-Value / Umsatz .....	47
3.2.4. Enterprise-Value / Capital-Employed (CE) .....	48
3.2.5. Bewertung von Entity-Multiplikatoren .....	49
3.3. weitere Multiplikatoren.....	50

3.4. Zusammenfassende Übersicht über mögliche Multiplikatoren .....	52
4. Ablauf der Multiplikatorbewertung.....	53
<b>D Eignung der Vergleichsverfahren zur Bewertung deutscher Fußball-</b>	
<b>Bundesligaclubs .....</b>	<b>60</b>
1. Auswahl geeigneter Multiplikatoren .....	60
2. Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen .....	63
3. Wertermittlung.....	67
4. Bewertung der Ergebnisse .....	72
<b>E Zusammenfassung .....</b>	<b>75</b>
Anhang.....	78
Literaturverzeichnis .....	88

## Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
APV	Adjusted Present Value Methode
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CE	Capital-Employed
DCF	Discounted-Cash-Flow
DDM	Dividendendiskontierungsmodell
DFB	Deutscher Fußballbund
DFL	Deutsche Fußball Liga
EBDIT	Earnings before interest, taxes and depreciation
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before depreciation, interest and taxes and amortization
EK	Eigenkapital
EV	Enterprise Value
FIFA	Fédération Internationale de Football Association
FK	Fremdkapital
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IPOM	Initial Public Offering Method
KBV	Kurs-Buchwert-Verhältnis
KCVF	Kurs- Cashflow- Verhältnis
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
NFM	Non-Financial-Multiplikatoren
NOPAT	Net operating profit adjusted taxes
OCF	Operativer Cash-Flow
OFCF	Operativer Free Cash-Flow
PEG	Price-Earnings to Growth
RAM	Recent Acquisition Method
RoCE	Return on Capital Employed
SDM	Stock and Debt Method
SIC	Standard Industrial Classification
SPCM	Similar Public Company Method
UEFA	Union of European Football Associations
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WC	Working Capital

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Einnahmestruktur deutscher Fußball-Bundesligaclubs 2007/2008 .....	7
Abbildung 2: Möglichkeiten der Außenfinanzierung.....	11
Abbildung 3: Ausgabenstruktur deutscher Fußball- Bundesligaclubs 2007/2008 .....	13
Abbildung 4: Entwicklung der Kapitalstruktur deutscher Fußball-Bundesligaclubs von 2005 bis 2008 ...	15
Abbildung 5: Entwicklung der Vermögensstruktur deutscher Lizenzvereine von 2005 bis 2008 .....	15
Abbildung 6: Analyse der Finanzergebnisse europäischer börsennotierter Fußballclubs 07/08.....	18
Abbildung 7: Herleitung von Multiplikatoren allgemein .....	29
Abbildung 8: Berechnung des Unternehmenswertes mit Hilfe von Multiplikatoren .....	30
Abbildung 9: Ermittlung des Unternehmenswertes anhand von Equity-Multiplikatoren .....	35
Abbildung 10: Berechnung des Ergebnisses nach DVFA/SG.....	36
Abbildung 11: Berechnung Price/Earnings-to-Growth-Ratio .....	38
Abbildung 12: Ermittlung der bewertungsrelevanten Cash Earnings .....	40
Abbildung 13: Berechnung des KBV .....	42
Abbildung 14: Ermittlung des Unternehmenswertes anhand von Entity-Multiplikatoren .....	44
Abbildung 15: Berechnung des Enterprise Value .....	45
Abbildung 16: Berechnung der auf dem EBIT basierenden Bezugsgrößen.....	47
Abbildung 17: Ermittlung des Capital-Employed zu Buchwerten .....	49
Abbildung 18: Das Verhältnis von (EV/CE) / RoCE.....	49
Abbildung 19: Ablauf der Unternehmensbewertung anhand von Multiplikatoren .....	54
Abbildung 20: Kriterien für die Analyse des zu bewertenden Unternehmens .....	55
Abbildung 21: Verdichtung von Multiplikatoren.....	58
Abbildung 22: Berechnung des Unternehmenswertes nach SPCM .....	59
Abbildung 23: Ermittlung der repräsentativen Multiplikatoren .....	69
Abbildung 24: Ermittlung des Eigenkapitals für einen durchschnittlichen Bundesligaclub .....	69
Abbildung 25: Ermittlung des Eigenkapitals für die FC Bayern München AG.....	70
Abbildung 26: Unternehmenswerte vor Bewertungsadjustierungen.....	70
Abbildung 27: Auswirkung einer Nichtqualifikation für europäischen Wettbewerb.....	71
Abbildung 28: Ermittlung der abschließenden Unternehmenswerte.....	72
Abbildung 29: Entwicklung der Zuschauerzahlen im Lizenzfußball.....	79
Abbildung 30: Entwicklung des Sponsoreninteresses.....	80
Abbildung 31: Dimension der Medieneinnahmen im deutschen Lizenzfußball .....	80
Abbildung 32: Umsatzentwicklung der Top 5 Ligen .....	83
Abbildung 33: Gesamteinnahmen Trikotsponsoring 2008/2009 in Mio. Euro .....	83
Abbildung 34: Einflussparameter auf das KGV – aufbauend auf dem DDM nach Gordon .....	84
Abbildung 35: Ermittlung der Cash Earnings nach DVFA/SG Methode .....	84
Abbildung 36: Herleitung des KBV aus dem DDM nach Gordon.....	85

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Überblick über die von Unternehmen genutzten Bewertungsverfahren .....	2
Tabelle 2: Beteiligungen – Übersicht .....	23
Tabelle 3: Übersicht zu den Verfahren der Unternehmensbewertung .....	26
Tabelle 4: Allgemeiner Ablauf einer Unternehmensbewertung .....	28
Tabelle 5: Einflussfaktoren auf das KGV .....	36
Tabelle 6: Beispiele für Non-Financial-Multiplikatoren .....	52
Tabelle 7: Erfolge von ausgewählten Clubs .....	66
Tabelle 8: Ausgangswerte für Wertermittlung .....	68
Tabelle 9: Einzelmultiplikatoren der Peer-Group Elemente .....	68
Tabelle 10: Deutsche Profivereine und ihre Gesellschaftsform der Profiabteilungen .....	79
Tabelle 11: Verteilung Medieneinnahmen .....	81
Tabelle 12: die vier schlechtesten Transfers beim HSV von 2002-2007 .....	81
Tabelle 13: Kursentwicklung von europäischen Fußballunternehmen .....	82
Tabelle 14: Die teuersten Spielertransfers bis 2009 .....	82
Tabelle 15: Strukturbewertung europäischer börsennotierter Fußballunternehmen .....	86
Tabelle 16: Berechnung der Enterprise-Values der Peer-Group Unternehmen .....	87

## A Einleitung

*Michael Glos*<sup>1</sup>, Bundesminister für Wirtschaft und Technologie, äußerte sich 2008 zur wirtschaftlichen Bedeutung von Fußballunternehmen: „Der wirtschaftliche Erfolg der Bundesliga geht zurück auf das spannende „Produkt Fußball“, seine hochprofessionelle Vermarktung und die 36 Proficlubs, die sich als eigenständige und funktionierende Unternehmen dem soliden Wirtschaften verpflichtet haben.“ Zehn Jahr zuvor war die Bezeichnung von Fußballclubs als „Unternehmen“ noch kein Thema. Bis Mitte der 1990er waren zahlreiche Bundesligacclubs noch in Vereinsstrukturen organisiert, mit dem Ziel, vorrangig sportliche Erfolge zu erzielen. In den letzten Jahren wurde eine Vielzahl der Bundesligacclubs in Kapitalgesellschaften umgewandelt. Im Fokus stehen fortan nicht nur der sportliche Erfolg, sondern gleichzeitig strategische und wirtschaftliche Ziele, sowie Investitionen in fußballexterne Geschäftsfelder und Unternehmensexpansion. Zielpersonen sind nicht mehr alleine die Fans, sondern vor allem potenzielle Investoren und Shareholder. Diese Wandlung zu Investitionsobjekten erfordert adäquate Bewertungsmöglichkeiten der neuen Kapitalgesellschaften, um Potenziale der einzelnen Bundesligacclubs genauer zu identifizieren

### *Ausgangslage und Problemstellung*

Aufgrund der verstärkten wirtschaftliche Bedeutsamkeit von Fußballclubs, wurden in letzten Jahren verstärkt Untersuchungen durchgeführt, in wie fern die allgemeinen Bewertungsverfahren für eine Wertermittlung für Fußballunternehmen geeignet sind. Besonders ausführliche Analysen haben die Autoren *Escher*<sup>2</sup> und *Korthals*<sup>3</sup> in ihren Veröffentlichungen vorgestellt. Dabei konzentrieren sich beide Autoren zu großen Teilen auf die weitverbreiteten und auf Zahlungsüberschüssen basierenden DCF- und Ertragswertverfahren. Obwohl diese Verfahren in Situationen gut prognostizierbarer Einzahlungsüberschüsse für kommende Perioden sehr aussagekräftige Ergebnisse liefern, haben die marktorientierten Vergleichswertverfahren in Form der Multiplikatorverfahren immer weiter an Bedeutung gewonnen, wie aus den Ergebnissen einer 2007 erstellten Studie zu entnehmen ist (siehe folgende Tabelle).

---

<sup>1</sup> Michael Glos, Bundesminister für Wirtschaft und Technik, siehe DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.11.

<sup>2</sup> Escher (2007).

<sup>3</sup> Korthals (2005).

Verfahren	Antwortende Unternehmen
DCF - Verfahren	95 %
Multiplikatorverfahren (Vergleichswertverfahren)	68 %
Verfahren der kürzlichen Akquisition (Vergleichswertverfahren)	39 %
Verfahren der börsengestützten Bewertung (Vergleichswertverfahren)	36 %
Ertragswertverfahren	31 %
Substanzwertverfahren	26 %

Tabelle 1: Überblick über die von Unternehmen genutzten Bewertungsverfahren  
Quelle: Brösel/Hauttmann (2007), S. 235.

Danach ist ersichtlich, dass gerade Vergleichswertverfahren in der Bewertungspraxis häufig zur Unternehmensbewertung herangezogen werden. *Beckmann, Meister und Meitner*<sup>4</sup> sehen es verstärkend als sicher an, dass für eine qualitativ hochwertige Bewertung eine verbindende Analyse von Multiplikatoren und den DCF- und Ertragswertmethoden notwendig ist. Da keiner der genannten Autoren ausführliche Untersuchungen bezüglich der Bewertungseignung für Fußballunternehmen unternimmt, besteht in diesem Punkt Nachholbedarf, der in dieser Arbeit thematisiert wird.

Ein weiterer Problempunkt ist die Untersuchung von Fußballgesellschaften hinsichtlich ihrer Struktur als Wirtschaftsunternehmen. Obwohl die Literatur in diesem Fall eine Vielzahl von Untersuchungen anbietet, kann eine schnelle wirtschaftliche Entwicklung der Clubs vorausgesetzt werden, weshalb eingehende Studien hinsichtlich dieser Problemstellung auf den Bewertungszeitpunkt neu durchzuführen sind.

### *Zielsetzung*

Ableitend aus den Problemstellungen soll die vorliegende Arbeit wirtschaftliche Strukturen der aktuellen deutschen Bundesligaclubs aufzeigen und mit anderen europäischen Unternehmen vergleichen. Nachdem Besonderheiten hinsichtlich der Anwendung von DCF- und Ertragswertverfahren bereits umfassend untersucht wurden, sollen Vergleichswertverfahren allgemein und ausführlich vorgestellt werden. Danach soll aufgezeigt werden, inwiefern sich dieses Verfahren zur Bewertung von deutschen Fußball-Bundesligaclubs eignet, welche Probleme während des Bewertungsprozesses auftreten und die Wertermittlung in entsprechenden Beispielen dargestellt werden. Am Ende sollen die Ergebnisse potenziellen Investoren und Managern helfen, die wirtschaftliche Lage und den Wert deutscher, nicht börsennotierter, Fußballunternehmen anhand von einperiodischen Daten und dem Einbezug

<sup>4</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner (2003), S.105.

von Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen zu bestimmen, um Entscheidungen aus den ermittelten Werten zu treffen. Da Multiplikatoren oftmals in zahlreichen Publikationen veröffentlicht werden, um einen schnellen Vergleich mit anderen Unternehmen zu ermöglichen, ist es Ziel der vorliegenden Arbeit auf die Aussagekraft und Besonderheit solcher Multiplikatorvergleiche aufmerksam machen.

### *Aufbau der Arbeit*

Die Arbeit ist in drei Hauptkapitel und die Zusammenfassung untergliedert. Im ersten Kapitel „*B – wirtschaftliche Betrachtung deutscher Fußballvereine*“ wird die grundsätzliche Frage geklärt, ob Fußballvereine, wie sie in Deutschland zu finden sind, als unternehmerische Einheit organisiert und somit für eine Unternehmensbewertung geeignet sind. In weiteren Punkten werden die wirtschaftlichen Strukturen (Einkommens-, Aufwands-, Kapital- und Vermögensstrukturen) eines durchschnittlichen deutschen Bundesligaclubs dargestellt und die jeweiligen Besonderheiten herausgearbeitet. Danach erfolgt der, für die Vergleichswertverfahren wichtige, Vergleich mit zur Verfügung stehenden Börsenunternehmen Europas.

Das Kapitel C geht detailliert auf die „*Vergleichswertorientierte Unternehmensbewertung*“ für nicht börsennotierte Unternehmen ein. Es werden alle bekannten Multiplikatoren vorgestellt, Vor- und Nachteile herausgearbeitet und der generelle Ablauf skizziert.

Aufbauend auf den Ergebnissen aus Kapitel B und Kapitel C, thematisiert das letzte Hauptkapitel D „*Eignung der Vergleichswertverfahren zur Bewertung deutscher Fußball-Bundesligaclubs*“ die Anwendbarkeit der vorgestellten Vergleichswertverfahren. Dabei steht vor allem die Suche nach passenden Vergleichsunternehmen und die Auswahl geeigneter Multiplikatoren, auf Grundlage der in Kapitel B dargestellten Besonderheiten von Fußballunternehmen, im Mittelpunkt. Am Ende des Kapitels wird der Versuch unternommen, den Preis des Eigenkapitals für einen durchschnittlichen Bundesligaclub und als konkretes Beispiel für die FC Bayern München AG abzuleiten.

Die gewonnenen Ergebnisse werden am Ende der Arbeit im letzten Kapitel E zusammengefasst.

## **B Wirtschaftliche Betrachtung deutscher Fußball-Bundesligaclubs**

### **1. Der Fußballclub als Fußballunternehmen**

Als zentralen Gegenstand der Unternehmensbewertung sieht *Seppelfricke*<sup>5</sup> die „[...] Ermittlung des Wertes von Unternehmen [...]“. Erscheint diese Definition generell als eindeutig, ergeben sich bezüglich der Betrachtung von Fußballclubs, besonders in Deutschland, einige Probleme, da Fußballclubs größtenteils als eingetragene Vereine geführt werden. Damit stellt sich die Fragen, ob ein Verein überhaupt als Unternehmen gesehen werden kann und ob die Dimension der Erträge ausreichend ist, um eine Bewertung überhaupt notwendig zu machen. Ein Blick auf die aktuellen 56 Proficlubs<sup>6</sup> in Deutschland zeigt, dass hervorgerufen durch steigenden Kapitalbedarf<sup>7</sup> in den letzten Jahren (z.B. steigende Transfergehälter, Stadionumbauten usw.), bereits 22 Clubs eine Ausgliederung der Profiabteilungen in eine Kapitalgesellschaft vollzogen haben. In diesen Fällen kann eindeutig von Fußballunternehmen aus rechtsformeller Sicht gesprochen werden.

Trotzdem bleibt, vor allem in Deutschland, das Problem der verbleibenden eingetragenen Vereine, welche nicht direkt als Wirtschaftsunternehmen gelten können. *Siegloch*<sup>8</sup> sieht hierbei keine großen Unterschiede zwischen Vereinen und Unternehmen, da auch in Vereinen die für die Identifizierung von Unternehmen herangezogenen Merkmale (Zweckgebilde, Funktionseinheit, Markteinbindung und Preisgestaltung) nachweisbar sind. Auch *Klimmer*<sup>9</sup> zieht viele Parallelen zwischen den Charakteristika von Fußballclub und Unternehmen. So können die vom sportlichen Erfolg abhängigen Zuschauereinnahmen als qualitätsabhängige Nachfrage, der Aufstieg als Erschließung neuer Märkte, die Teilnahme an internationalen Wettkämpfen als Internationalisierung und die kontinuierliche sportliche Leistung als bleibende Qualitätsstandards gesehen werden.

Neben diesen Struktur- und Aufbauähnlichkeiten zu klassischen Unternehmen, kann ebenfalls die Ertragskraft der Clubs als Hinweis auf die Behandlung als Wirtschaftsunternehmen dienen. So erzielten die Clubs im Lizenzfußball 2006/2007 einen Gesamtertrag von 1,7 Milliarden Euro und ein durchschnittliches EBITDA von 8,26 Millionen Euro pro

---

<sup>5</sup> Zitat Seppelfricke (2003), S.1.

<sup>6</sup> Siehe Anhang, Tabelle 10: Deutsche Profivereine und ihre Gesellschaftsform der Profiabteilungen.

<sup>7</sup> Vgl. Schewe/Littkeman (2002), S.66.

<sup>8</sup> Vgl. Siegloch (2001), S.12, für genauere Ausführungen siehe Siegloch (2001), S.3 ff.

<sup>9</sup> Vgl. Klimmer (2003), S.55.

Verein.<sup>10</sup> Alleine die FC Bayern München AG erzielte ein EBITDA von 53,5 Millionen Euro.<sup>11</sup> Diese finanziellen Ergebnisse lassen sich ohne Probleme mit denen erfolgreicher mittelständischer Unternehmen oder sogar Aktiengesellschaften vergleichen.<sup>12</sup> Nicht zu übersehen sind weiterhin Steuerabgaben in Form von Körperschafts- und Gewerbesteuer im Lizenzfußball 2006/2007 von über 549 Millionen Euro<sup>13</sup>, was zusätzlich für die Behandlung der Vereine als Unternehmen spricht.

Der Wirtschaftszweig Fußball ist damit in den letzten Jahren so relevant und ertragskräftig geworden, dass Profifußballclubs als von ökonomischen Zielen geleitete Wirtschaftsunternehmen gesehen werden können.

## **2. Charakteristika von deutschen Fußballunternehmen**

### **2.1. Gängige Rechtsformen**

Hinsichtlich der Rechtsformen von Fußballclubs existieren einige Unterschiede zwischen der Bundesliga und anderen europäischen Profiligen. Der englische Verband ermöglichte bereits 1896 den heimischen Clubs eine Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft in Form einer „limited Company“,<sup>14</sup> während der DFB erst ab 1998 die Ausgliederung der Profiabteilungen in eine Kapitalgesellschaft in Form einer GmbH, GmbH & Co. KGaA oder AG genehmigte.<sup>15</sup> Seitdem kam es in Deutschland verstärkt zur Ausgliederung der Profiabteilungen in Kapitalgesellschaften.<sup>16</sup> Gründe für eine Umwandlung sind vielfältig. So haftet bspw. der Vorstand eines Vereins persönlich bei Verletzungen gegen die Steuerabgaben oder es kann durch eine partiell steuerpflichtige Profiabteilung zur steuerlichen „Infektion“ des gesamten Vereins kommen.<sup>17</sup> Des Weiteren bleiben einem Verein zahlreiche Finanzierungsformen aus Eigen- oder Fremdkapital versagt.<sup>18</sup> Zusätzlich bietet die Kommanditgesellschaft den Vorteil der steuerneutralen Ausweisung stiller Reserven, weshalb die Mehrzahl der Profiabteilungen als GmbH & Co. KGaA registriert sind.<sup>19</sup>

---

<sup>10</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.166 & 172.

<sup>11</sup> Vgl. FC Bayern – „Bilanz“ (2008), S.2.

<sup>12</sup> Zum Vergleich: die Zanox-AG erzielte 2006 ebenfalls ein EBITDA von 8 Mio. €, Vgl. o.A. [www.golem.de](http://www.golem.de) vom 22.05.2007.

<sup>13</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.77.

<sup>14</sup> Vgl. Zacharias (1999), S.57.

<sup>15</sup> Vgl. §16c der DFB-Satzung (Download im Internet unter [www.dfb.de](http://www.dfb.de)).

<sup>16</sup> Siehe Anhang, Tabelle 10: Deutsche Profivereine und ihre Gesellschaftsform der Profiabteilungen.

<sup>17</sup> Vgl. Ernst & Young – „Bälle, Tore und Finanzen III“ (2006),S.39.

<sup>18</sup> Vgl. Ernst & Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.35, weitere Ausführungen unter Punkt 2.2.2.

<sup>19</sup> Vgl. Ernst & Young – „Bälle, Tore und Finanzen III“ (2006),S. 41.

Die Umwandlung in eine börsennotierte Aktiengesellschaft, durch die weiteres Eigenkapital für die enormen Personalkosten akquiriert werden kann, ist in der Bundesliga bisher nur bei Borussia Dortmund im Jahre 2000 vollzogen wurden. Anders in England, wo Tottenham Hotspur bereits 1983, als erster Fußballclub Europas, das „Going-Public“ wagte.<sup>20</sup> Da der Gang an den Kapitalmarkt zu hohe Anforderungen<sup>21</sup> an die Clubs mit noch teilweisen Vereinsstrukturen stellt, ist in naher Zukunft mit keinen weiteren Börsengänge von deutschen Fußballclubs zu rechnen.<sup>22</sup>

Es lässt sich festhalten, dass die Fußballunternehmen in Deutschland noch stark in Vereinsstrukturen gefestigt sind, sich jedoch rasant zu gut organisierten Kapitalunternehmen entwickeln. In anderen europäischen Ligen sind die Profiabteilungen bereits zum größten Teil als Kapitalgesellschaften geführt.

## **2.2. Finanzierungs- und Ausgabenstruktur**

### **2.2.1. Innenfinanzierung**

Auf 1.747 Mrd. Euro beliefen sich die Gesamteinnahmen der Bundesliga in der Saison 2006/2007 – Tendenz steigend. Mit einem Umsatzwachstum von 37 % in den letzten vier Jahren kann von einem, seit Jahren anhaltendem, überdurchschnittlichem Wachstum der Sportdienstleistungsbranche gesprochen werden.<sup>23</sup> Diese kontinuierlich steigende Profitabilität ist vor allem auf den neuen Medienvertrag 2007, steigende Sponsoringeinnahmen und den anhaltenden Zuschauerzulauf, verbunden mit einer modernen Stadioninfrastruktur, zurückzuführen.<sup>24</sup> Weitere Ursachen für diese positive wirtschaftliche Entwicklung in den letzten Jahren, sind außerdem im verbesserten Management auf Clubseite, wie auch in den strengen Lizenzierungsverfahren<sup>25</sup> und Kontrollen durch die DFL zu sehen.<sup>26</sup> Hinsichtlich der Struktur der Einnahmen ist besonders der auffallende ausgewogene Mix aus

---

<sup>20</sup> Vgl. WGZ-Bank – „FC Euro AG“ (2004), S21.

<sup>21</sup> z.B. größere Transparenz im externen Rechnungswesen, Kapitalmarktfähigkeit – und Kommunikation, Vgl. dazu: WGZ-Bank – „FC Euro AG“ (2004), S.9.

<sup>22</sup> Vgl. Ernst & Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004),S. 37.

<sup>23</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.77.

<sup>24</sup> Vgl. Deloitte & Touche – „Football Money League“ (2008), S.2.

<sup>25</sup> Neben sportlichen, rechtlichen und administrativen Kriterien, sorgen vor allem die Kriterien über die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit für die Gewährleistung ordentlichen Wirtschaftens bei den Clubs (§2 LO) – so sind die Veröffentlichung von Bilanz, GuV und der Bericht eines Wirtschaftsprüfers Pflicht (§8 LO), ansonsten drohen Strafen oder im Härtefall der Entzug der Lizenz, Vgl. dazu DFL – „Lizenzierungsordnung (LO)“ (2006).

<sup>26</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.18.

verschiedenen Einkommensquellen ein wirtschaftlicher Pluspunkt für die Bundesliga, was eine unverhältnismäßige Abhängigkeit von einzelnen Erlösquellen verhindert.<sup>27</sup>

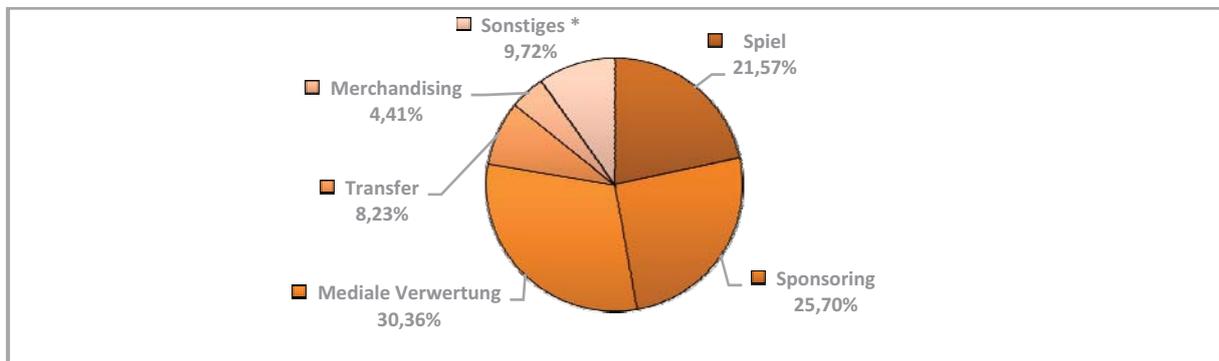


Abbildung 1: Einnahmestruktur deutscher Fußball-Bundesligaclubs 2007/2008  
(Datenquelle: DFL - "Bundesliga Report" (2009), S. 145)

### *Spieleinnahmen*

Einkünfte aus dem Spielbetrieb generieren sich vor allem aus Ticketverkäufen für die Heimspiele. Abhängig sind die Spieleinnahmen zum Einen vom sportlichen Erfolg in der Bundesliga und zum Anderen von der Teilnahme und vom Abschneiden in den großen nationalen und europäischen Pokalturnieren (DFB-Pokal, Champions-League, UEFA-CUP). Gerade in den internationalen und nationalen Wettkämpfen sind die Stadien zumeist zu 100% ausgelastet und die Eintrittspreise um höher als bei einem Ligaspiel. Auch die per Zufall vergebenen Spieltermine können unter Anderem große Auswirkungen auf die Spielerlöse haben.<sup>28</sup>

In Europa ist die Bundesliga mit durchschnittlich 38.000 verkauften Karten pro Spiel<sup>29</sup> und kontinuierlich steigenden Eintrittszahlen<sup>30</sup> Zuschauerspitzenreiter, was insbesondere auch auf wachsende Stadionkapazitäten zurückzuführen ist. Obwohl die Zuschauerzahlen in der Regel konstant bleiben, unterliegen die Einnahmen aus den Spielen einem hohen Risiko und geringer Planbarkeit, da diese stark vom Abschneiden in den Pokalwettbewerben und dem Erfolg im Allgemeinen abhängig sind. Gerät ein über Jahre erfolgreicher Club in den Abstiegskampf, sinken die Zuschauerzahlen oft innerhalb ein paar Wochen merklich, was die ohnehin prekäre finanzielle und sportliche Situation verschärfen kann. Selbst wenn die Qualifikation für einen internationalen Wettkampf gelingt, können die zusätzlichen Kartenverkäufe aus dem Wettbewerb nur schwer geschätzt werden, da nicht absehbar ist, wie

<sup>27</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.66.

<sup>28</sup> So waren alle drei Mittwochsspiele von Borussia Dortmund 2007/2008 Heimspiele, was zu einer spürbar geringeren Auslastung des Stadions führte – Vgl. BorussiaDortmund – „Geschäftsbericht“ (2008), S.61.

<sup>29</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.19.

<sup>30</sup> Siehe Anhang: Abbildung 31: Entwicklung der Zuschauerzahlen im Lizenzfußball.

viele Spiele der Club im Wettbewerb bestreiten wird. Geringe Prognostizierbarkeit ist somit eine nicht zu unterschätzende Eigenschaft der Spieleinnahmen.

### *Sponsoring*

Zweitgrößte Einnahmequelle ist die Vermarktung von Werbeplätzen. Größtes Vermarktungspotential besitzen Werbeplätze auf Trikots, Werbebanden, Anzeigetafeln, Internet und seit einigen Jahren auch die Stadionumbenennung. Dabei verzeichnen die deutschen Clubs jährlich steigendes Sponsoreninteresse<sup>31</sup> und sind mit 429 Mio. Euro<sup>32</sup> Spitzenreiter in Europa<sup>33</sup>. Ebenfalls als attraktiv haben sich in den letzten Jahren die Hospitality-Bereiche in und um die Stadien herausgestellt und generieren bereits nicht zu vernachlässigende Umsätze.<sup>34</sup> Vorteilhaft an diesen Einkünften ist die oft langjährige Kooperation mit den Unternehmen, welche große Planungssicherheit verschafft.<sup>35</sup>

### *Mediale Verwertung*

Die Verwertung der Übertragung- und Medienrechte der Bundesliga im In- und Ausland erfolgt seit den Medienverträgen 2007 zentral durch die DFL bzw. den Ligaverband.<sup>36</sup> Daraufhin haben die Erlöse aus Medienverträgen bereits im ersten Jahr die Sponsoreneinnahme als wichtigste Ertragsquelle abgelöst.<sup>37</sup> Nach den für 2009 bis 2013 ausgehandelten TV-Verträgen, bekommen die Proficlubs der ersten und zweiten Bundesliga 412 Mio. Euro pro Jahr. Dies sind 7 Mio. Euro mehr aus der zentralen DFL-Kasse gegenüber den alten Verträgen. Ligapäsident *Rauball*<sup>38</sup> forcierte vor allem eine lange Laufzeit von vier Jahren beim Abschluss der Verträge, um „Planbarkeit und Verlässlichkeit [...]“ für die Clubs zu gewährleisten, was eine entscheidende Verbesserung zu den vergangenen TV-Verträgen darstellt.<sup>39</sup> Obwohl mit dieser zentralen Vermarktung das Solidaritätsprinzip im Vordergrund steht, werden die Medienerträge über einen leistungsabhängigen Schlüssel verteilt, welcher jedoch nicht so gravierende Unterschiede<sup>40</sup> ermöglicht, wie z.B. in England oder Spanien.<sup>41</sup>

---

<sup>31</sup> Siehe Anhang: Abbildung 32: Entwicklung des Sponsoreninteresses.

<sup>32</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.166.

<sup>33</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.18; Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen V“ (2008), S.15.

<sup>34</sup> Vgl. BorussiaDortmund – „Geschäftsbericht“ (2008), S.62.

<sup>35</sup> Z.B. Verlängerte 2008 EVONIK als Hauptsponsor von Borussia Dortmund um weitere 4 Jahre und SIGNAL IDUNA sogar 8 Jahre als Stadionsponsor - Vgl. BorussiaDortmund – „Geschäftsbericht“ (2008), S.61 ff.

<sup>36</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.22.

<sup>37</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.66.

<sup>38</sup> Dr. Rauball, Ligapäsident der DFL in: DFL, www.bundesliga.de News vom 30.11.2008.

<sup>39</sup> Vgl. DFL, www. Bundesliga.de News vom 28.11.2008.

<sup>40</sup> Siehe Anhang, Tabelle 11: Verteilung der Medieneinnahmen“.

<sup>41</sup> Max. an Einnahmen für einen ständigen Tabellenführer über 4 Jahre wären 27,3 Mio. und im schlechtesten Fall 11,3 Mio. in der ersten Bundesliga, Vgl. o.A. www.wiwo.de vom 02.02.2006.

Äquivalent zu den Spieleinnahmen sind aber auch die Einnahmen aus der medialen Verwertung stark von den Teilnahmen an nationalen und internationalen Wettbewerben abhängig. So werden die Einnahmen aus der Vermarktung des UEFA-Pokals über Erfolgsprämien und herkunftslandabhängigen Quoten auf die Teilnehmer verteilt. Alleine für die UEFA-Cup Teilnahme bekam jeder Club 2007/2008 einen Festbetrag von 5,4 Mio. Euro. Der bis ins Viertelfinale vorgestoßene FC Schalke 04 kam insgesamt auf 26,9 Millionen Euro Einnahmen, nur über die Verteilung der Vermarktungseinnahmen - bei Gesamteinnahmen 2006/2007 von 114 Mio. Euro<sup>42</sup> ein wichtiger zusätzlicher Ertragsschub. Aber schon in der aktuellen Saison 2008/2009 schied der FC Schalke in der Gruppenphase aus – anstatt 26,9 Mio. Euro nur noch 5 Mio. Euro, was in Zukunft zu finanziellen Engpässen führen kann<sup>43</sup>. Zusätzlich können auch Einnahmen von max. 6 Mio. Euro<sup>44</sup> für den DFB-Pokalsieger starke Schwankungen im Einkommensmix hervorrufen.

Es wird deutlich, dass die Einnahmen aus TV-Rechten zum wichtigsten Ertragsfaktor geworden sind und sogar weiterhin starke Steigerungspotenziale enthalten.<sup>45</sup> Jedoch sind diese Einnahmen nicht langfristig kalkulierbar und somit großen Schwankungen bzw. starken Risiken unterlegen. Die Clubs, welche die nicht an diesen Wettbewerben teilnehmen, haben durch die neuen Bundesliga Medienverträge ab 2009 größere Planbarkeit der Medieneinnahmen erhalten.

### *Transfergeschäfte*

Vor allem in der Öffentlichkeit wahrgenommen sind starken Zuwächse bei den Ausgaben und Einnahmen aus Spielertransfers. In nur einem Jahr stiegen die Aufwendungen um 14,4 % auf 164 Mio. Euro in der Spielzeit 2006/2007 - im Falle von gesteigerten Marktwerten, eine lukrative Weise zusätzliche Erträge zu generieren. Vor allem der Verkauf von Jugendspielern bietet große Gewinnmargen, da abzüglich der Ausbildungskosten und Vermittlerkosten nahezu 100% Gewinn aus den Verkaufserlösen zu erzielen sind - insbesondere für kleinere Vereine eine bedeutende Einkommensquelle.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> Vgl. Deloitte&Touche – „Football Money League“ (2008), S.3.

<sup>43</sup> Vorausgesetzt bei gleichbleibenden UEFA-Cup Prämien.

<sup>44</sup> o.A. [www.sportbasis.com](http://www.sportbasis.com) vom 12.06.2008.

<sup>45</sup> Siehe Anhang: Abbildung 33: Dimension der Medieneinnahmen.

<sup>46</sup> Der Verkauf von Lukas Podolski erzielt 10 Mio. Euro für den zweitklassigen 1. FC Köln - das waren 3,4% der Gesamterträge aller Zweitligaclubs in der Saison 2006/2007, DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.170.

### *Merchandising*

Den Einnahmen aus Verkauf von vereinsbezogenen Artikeln und Trikots wurden noch bis zur Jahrtausendwende große Potenziale zugerechnet, was sich jedoch mit der Zeit als Trugschluss herausstellte.<sup>47</sup> Obwohl die Einnahmen aus Merchandising im Zeitraum von 2003 bis 2007 mehr als 54% zulegen konnten,<sup>48</sup> ist in diesem Bereich vor allem durch geringe Margen von 10% - 15% kaum noch eine Steigerung möglich.<sup>49</sup> Dazu sind die Einnahmen aus dem Merchandising eng mit dem sportlichen Erfolg verbunden. Mit dem Trikotverkauf erfolgreicher Spieler, wie z.B. David Beckham, können durchaus Millionenerträge<sup>50</sup> pro Jahr erwirtschaftet werden. Bei nachlassendem sportlichen Erfolg oder sogar dem Verkauf von Spielern unterliegen auch die Merchandisingeinnahmen großen Fortführungsrisiken.

### *Sonstiges*

Sehr wichtig in diesem Bereich sind die Cateringerlöse während der Spiele sowie die Einkünfte aus Mieten und Pachten, wie z.B. für die Nutzung des Stadions als Austragungsort für Länderspiele.<sup>51</sup> Weiterhin spielen New Media<sup>52</sup>, DFB-Vergütung für die Bereitstellung von Nationalspielern und die Einnahmen der Amateurabteilungen oder der Jugend- und Frauenmannschaften eine wichtige Rolle.<sup>53</sup> Ferner besitzen, die noch aus Zeiten der Vereinsstrukturen stammenden, Mitgliedsbeiträge erstaunliche Einkommensrelevanz. Bei Jahresbeiträgen von bis zu 100 Euro<sup>54</sup> und tausenden zahlenden Fans ein ertragreiches Geschäft. Somit kann die Gruppe der sonstigen Einkünfte als sehr planungssicher gelten, da diese nicht so stark von Schwankungen des sportlichen Erfolgs des Clubs abhängig sind. Es kann angenommen werden, dass die Zahl der Mitglieder und Internetnutzer relativ konstant bleibt, da diese Angebote vor allem von überzeugten Fans genutzt werden, welche sich nicht durch kurzfristige Erfolgsschwankungen von ihrem Club abwenden.

---

<sup>47</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen V“ (2008), S.17.

<sup>48</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.18.

<sup>49</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen V“ (2008), S.17.

<sup>50</sup> Pro Jahr generierte das Trikot mit der Nr. 23 50 Mio. an Umsätzen, vgl. Golz (2007).

<sup>51</sup> Vgl. BorussiaDortmund – „Geschäftsbericht“ (2008), S.63.

<sup>52</sup> Zahlreiche Vereine besitzen eigene Online-Kanäle, Communitys und E-Mail-Server bspw.: [www.fcb.de](http://www.fcb.de)

<sup>53</sup> Vgl. FC Bayern – „Finanzdaten“ (2008), S.1.

<sup>54</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.34.

## 2.2.2. Außenfinanzierung



Abbildung 2: Möglichkeiten der Außenfinanzierung  
(Datenquelle: Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.18.)

Für den Erhalt der Konkurrenzfähigkeit und die Refinanzierung der steigenden Kosten der letzten Jahre in Form von Spielergehältern, Infrastrukturerweiterungen und wachsende Clubstrukturen, öffnen sich viele Clubs für Kapitalunternehmensstrukturen<sup>55</sup>, um somit die Grundlagen für alternative Finanzierungsformen zu schaffen. Besonders im Ausland häufig zu beobachten, ist die Generierung von Eigenkapital durch die Übernahme der Clubs durch Investoren. Dieses Mäzenatentum ist eine beliebte Kapitalquelle, jedoch birgt diese Form eine große Abhängigkeit von den Interessen des Investors, sowie einen Hang zur Unwirtschaftlichkeit in sich.<sup>56</sup> Weitere Probleme bestehen beim Ausstieg eines Investors, wodurch bei den betroffenen Clubs in den meisten Fällen das Risiko für die Zahlungsunfähigkeit steigt. In Deutschland ist diese Form der Eigenkapitalgewinnung noch unterentwickelt, da die 50+1-Regel des DFB eine absolute Mehrheit von Investoren untersagt und somit wichtige Kontroll- und Mitspracherechte nicht möglich sind.<sup>57</sup> Um relativ viel Eigenkapital ohne die Abhängigkeit von einzelnen Mäzen zu gewinnen, haben viele europäische Clubs in den letzten Jahren den Gang an die Börse realisiert. Erstes Fußballunternehmen mit einem „Going-Public“ war bereits 1983 Tottenham Hotspur.<sup>58</sup> In Deutschland hat bisher nur Borussia Dortmund diese Möglichkeit der Eigenkapitalverbesserung wahrgenommen. Diese Zurückrückhaltung in Deutschland hat jedoch seine Gründe, betrachtet man die Schwierigkeiten<sup>59</sup>, die zu beachten sind.<sup>60</sup> Außerdem weisen die

<sup>55</sup> Siehe Anhang, Tabelle 10: Deutsche Profivereine und ihre Gesellschaftsform der Profiabteilungen.

<sup>56</sup> Vgl. WGZ-Bank – „FC Euro AG“ (2004), S.11.

<sup>57</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.36.

<sup>58</sup> Vgl. WGZ-Bank – „FC Euro AG“ (2004), S.21.

<sup>59</sup> Z.B. Publizitätspflichten, hohe Anforderungen an Management und Kapitalmarktfähigkeit, sowie die starke Abhängigkeit des Aktienkurses vom sportlichen Erfolg.

<sup>60</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.36, WGZ-Bank – „FC Euro AG“ (2004), S.9.

Kursentwicklungen der aktuellen fünfundzwanzig „Börsenclubs“ eine schwache Performance im Vergleich zu den Standardindizes aus.<sup>61</sup>

Hinsichtlich der Fremdkapitalstrukturen hat sich in den letzten Jahren ein Trend weg von der Hausbank und klassischen Bankdarlehen in Gang gesetzt, in Zuge dessen, verstärkt flexiblere Fremdkapitalquellen genutzt werden. So eignet sich für die Anschaffung von Immobilien wie bspw. Stadien, Geschäftsstellen oder auch Spielern, eine Leasingfinanzierung, da diese mit festen Verzinsungsraten eine hohe Kalkulationssicherheit bietet. Ein kompletter Spielerkader kann jedoch nicht über Leasingverträge finanziert werden, da sich durch die max. Vertragslaufzeit von fünf Jahren zu hohe Leasingraten ergeben würden.

Der Verkauf von bestehenden Forderungen (Factoring) stellt zwar für traditionelle Unternehmen eine gute Form der Kapitalgenerierung dar, ist jedoch aufgrund der Forderungsstrukturen bei Fußballunternehmen nicht geeignet. Dafür gewinnt die Möglichkeit, über die Emission von Asset Backed Securities (ABS), zukünftige Stadioneinnahmen zu verkaufen stärker an Bedeutung.<sup>62</sup>

Neben den vorgestellten Eigen- und Fremdkapitalformen, stehen verstärkt Zwischenformen (Mezzanine-Kapital) im Blickpunkt der Fußballmanager. Obwohl mit geringen Mitsprache- und Kontrollrechten ausgestattet, treten strategische Sponsoren immer öfter als stille Beteiligter auf, um so Einfluss auf strategische Entscheidungen des Clubs ausüben zu können. Gänzlich ohne Mitspracherechte, aber trotzdem geeignet für die Fußballunternehmensfinanzierung, sind Genussscheine, da diese neben einem geringen Basiszinssatz zusätzlich mit erfolgsverbundenen Prämien ausgestattet werden können. Weiterhin sind auch Nachrangdarlehen und Wandelanleihen keine unbekanntenen Finanzierungsmöglichkeiten mehr.

---

<sup>61</sup> Siehe Anhang, Tabelle 13: Kursentwicklung von europäischen Fußballunternehmen.

<sup>62</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.43 ff.

### 2.2.3. Ausgabenstruktur

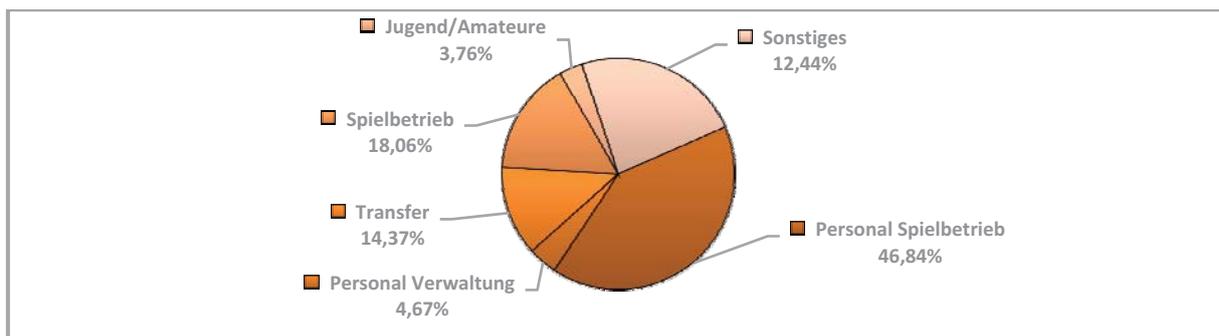


Abbildung 3: Ausgabenstruktur deutscher Fußball- Bundesligaclubs 2007/2008  
(Datenquelle: DFL - "Bundesliga Report" (2009), S. 145)

Im Vergleich zur fünfzehnprozentigen Steigerung der Einnahmen, sind die Aufwendungen im Zeitraum 2006/2007 nur um 4% gestiegen, was zu einer steigenden Rentabilität der Bundesliga führt.<sup>63</sup> Den größten Ausgabenblock mit ca. 45% stellen die Personalkosten für Spieler und Trainer dar. Lohnzahlungen an Arbeitnehmer in Höhe von 550 Mio. Euro sind für die Vereine im Verhältnis zwar geringe Ausgaben, jedoch werden 35.000 Mitarbeiter bezahlt, was die Vereine und Kapitalgesellschaften zu wichtigen Wirtschaftsfaktoren in einigen strukturschwachen Regionen macht. Um die spielerische Qualität und somit auch zukünftig steigende Erfolge zu garantieren, werden Jugend- und Amateurleistungszentren immer wichtiger. Mit fast 44 Mio. Euro an Investitionen in der Spielzeit 2006/2007, sind dies 8,28% mehr als noch vor vier Jahren.<sup>64</sup>

Durch die Mittelfristigkeit von bis zu max. fünf Jahren auf welche Spielerverträge abgeschlossen werden können,<sup>65</sup> sowie fixe Verwaltungsapparate, sind die Ausgaben eines Fußballunternehmens, im Gegensatz zu den volatilen Einnahmen, mittelfristig als konstant und im Zeitablauf gut abschätzbar anzusehen. Der Grund dafür ist die geringe Abhängigkeit vom sportlichen Erfolg des Clubs. Denn auch im Falle einer verpassten Champions-League-Teilnahme, zieht dies keine größeren Umstellungen im Spielerkader (vor allem wegen langfristigen Verträgen) oder in den anderen Ausgaben mit sich. Weiterhin sind die Spielereinkommen größtenteils fix und nur ein geringer Anteil erfolgsabhängige Prämien, wodurch auch in erfolglosen Phasen und damit verbunden niedrigeren Einnahmen, die Spielergehälter relativ konstant bleiben.<sup>66</sup>

<sup>63</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen V“ (2008), S.4.

<sup>64</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.42.

<sup>65</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.20.

<sup>66</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.22.

#### ***2.2.4. Prognoseprobleme durch die Abhängigkeit von sportlichen Erfolgen***

Ungeachtet den Steigerungen aus verbesserten Einkommensstrukturen, gelten die Teilnahme an nationalen Pokalen (DFB-Pokal) und vor allem an bedeutenden internationalen Turnieren (Champions-League, UEFA-CUP) als Möglichkeit, die Einnahmen aus Spielbetrieb, Sponsoring und natürlich der TV-Vermarktung entscheidend zu steigern. National genügt schon ein erfolgreiches Abschneiden im DFB-Pokal um die Umsatzerlöse erheblich zu steigern.<sup>67</sup> Durch diese Besonderheiten in den Finanzierungs- und Ausgabenstrukturen von Fußballunternehmen, offenbart sich ein starkes Prognose- und Liquiditätsrisiko. Bei verpassten Qualifikationen für internationale Wettbewerbe, Abstieg oder Verspekulationen bei Transfers, kann es zu einem gravierenden Rückgang der Einnahmen kommen. Die Ausgaben bleiben jedoch relativ konstant, was auf kurze Sicht zu finanziellen Problemen der Clubs führen kann. Außerdem lassen sich die Einnahmen nur auf max. eine Saison im Voraus planen, da auch nur eine Saison im Voraus bekannt ist, an welchen internationalen Wettkämpfen der Club teilnehmen wird. Bereits eine Prognose über zwei Spielzeiträume hinaus, kann nur als sehr vage und ungenau eingeschätzt werden, denn nur selten erreichen die gleichen Clubs die Qualifikation für dieselben Wettbewerbe. Der Erfolg und die damit verbundenen Spiel- und Medieneinnahmen, lassen sich folglich nicht einmal ein Jahr im Voraus genau planen. Dies lässt Großinvestitionen in Spieler oder Infrastruktur zu einem hohen Risiko werden. Kontinuierliches Wachstum ist unter diesen Bedingungen nur sehr langfristig möglich, wie z.B. beim FC Bayern München, welcher seit Jahren finanziell als auch sportlich eine Spitzenposition erzielt.

---

<sup>67</sup> Vgl. BorussiaDortmund – Geschäftsbericht 2008 (2008), S.60.

## 2.3. Kapital- und Vermögensstruktur

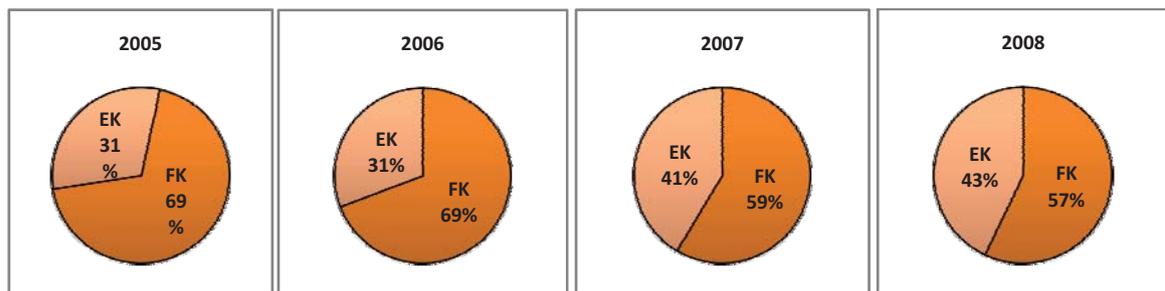


Abbildung 4: Entwicklung der Kapitalstruktur deutscher Fußball-Bundesligaclubs von 2005 bis 2008  
(Datenquelle: DFL – „Bundesliga-Report“ (2009), S.137.)

Wiesen die die achtzehn Proficlubs 2005 eine Eigenkapitalquote von 31% aus, konnte durch die Beschaffung weiteren Eigenkapitals (siehe Außenfinanzierung) bis 2008 eine Erhöhung auf 43% erreicht werden. Gleichzeitig konnte diese Entwicklung unter Abbau von Fremdkapital von 620 Mio. Euro auf 571 Mio. Euro erzielt werden. Dies ist als Erfolg des verstärkten unternehmerischen Denkens der Manager, der strengen Lizenzauflagen sowie der Öffnung für neue Finanzierungsformen durch die Entwicklung vom Verein zu Kapitalgesellschaften zu sehen.

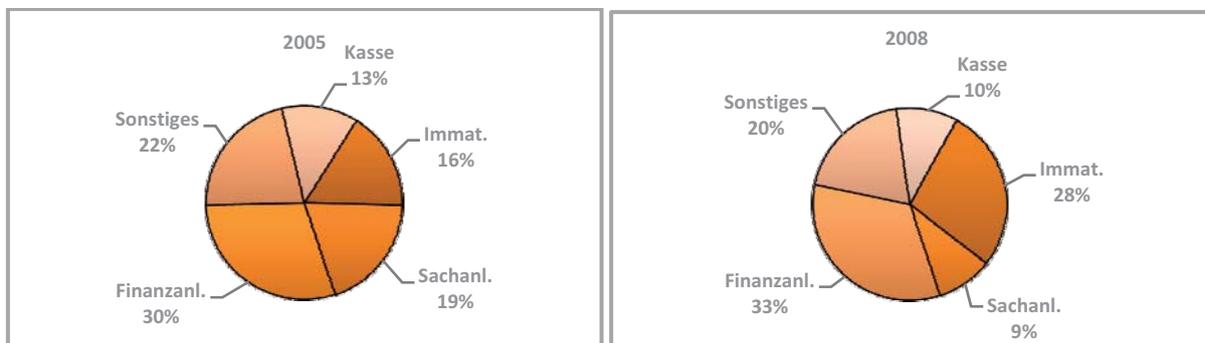


Abbildung 5: Entwicklung der Vermögensstruktur deutscher Lizenzvereine von 2005 bis 2008  
(Datenquelle: DFL – „Bundesliga Report“ (2009), S.160 ff.)

Im Gegensatz zur sich stark veränderten Kapitalstruktur, hat sich die Vermögensstruktur in den letzten Jahren nur marginal verändert. Größten Zuwachs gab es bei dem immateriellen Anlagevermögen welches zu 98,6% aus Spielerwerten besteht.

In diesem Punkt offenbart sich eine große Schwäche von Fußballunternehmen, da der Wert des Spielervermögens starken Schwankungen unterliegen kann. So verringern Verletzungen oder sogar der Wertverlust in Folge eines Abstieges die Marktwerte erheblich. Es kann sogar

im Falle von Sportinvalidität, vorzeitiger Vertragsauflösung oder bei Ende des Vertrages, zu einem ablösefreien Transfer und damit zur Vollabschreibung des Spielerwertes kommen.<sup>68</sup> In dieser Form verlor der Hamburger Sportverein in nur fünf Jahren mehr als 22 Mio. Euro.<sup>69</sup> Ein großer Unterschied zu klassischen Wirtschaftsunternehmen besteht im Anteil des Sachanlagevermögens in Form von Stadien, Geschäftsräumen und Trainingszentren, welches auf Kosten des Spielervermögens relativ gering ist. Auch hier ist die Werthaltigkeit gering, da durch Abstieg und verpasste Qualifizierungen die Auslastung und damit der Wert der Stadionanlagen schwanken kann.<sup>70</sup> In einigen Clubs werden Stadien über Finanzanlagevermögen bzw. Beteiligungen kontrolliert, weshalb dieser Wert den größten Posten ausmacht. Durch diese Korrelation mit dem sportlichen Erfolg, ist auch hinsichtlich der Vermögensstruktur nur eine geringe Konstanz gewährleistet, vor allem da die diskutierten Bilanzposten mehr als ein Drittel des gesamten Vermögens ausmachen.

## 2.4. Risiken

Neben den schon angesprochenen Prognoserisiken führt die starke Abhängigkeit von sportlichen Erfolgen zu weiteren operativen Einzelrisiken. Folgen sind zum Einen strategische Risiken, da das Erreichen von wirtschaftlichen Zielen immer mit den sportlichen Erfolgen korrespondiert. Diese Risiken sind nur durch die Schaffung fußballexterner Einkommensquellen wie Veranstaltungen und Zusatzdienste für Fans (Versicherungen, Media usw.) zu reduzieren. Weitere Probleme entstehen durch Personalrisiken aus Fehlinvestitionen oder Verletzungen. Aber auch mangelnde Teamfähigkeit und fehlende Identifikation mit dem Unternehmen können sich negativ auf die Leistung der Spieler auswirken. Ferner sind Wettbewerbsrisiken aus der Konkurrenz um TV-Einnahmen und Sponsoren zu beachten, wobei Risiken aus TV-Einnahmen, durch die gerechte Verteilung über die Zentralvermarktung in Deutschland, als gering einzustufen sind. Letztendlich sind noch Absatzrisiken von Merchandisingartikel vorhanden, welche ebenfalls aus der starken Abhängigkeit von sportlichen Erfolgen resultieren, da Fans verstärkt in erfolgreichen Saisons Clubartikel konsumieren.<sup>71</sup> Neben diesen Risiken aus den operativen Geschäftstätigkeiten sind finanzielle Risiken wie Zinsänderungs- und Liquiditätsrisiko und besonders Kreditrisiken Gefahren für deutsche Fußballclubs. Gründe sind im hohen Anteil von Fremdkapital am Gesamtkapital und in erheblichen Forderungen aus Transfergeschäften zu

---

<sup>68</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.10.

<sup>69</sup> Siehe Anhang, Tabelle 12: die 4 schlechtesten Transfers beim HSV von 2002-2007.

<sup>70</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.10.

<sup>71</sup> Vgl. BorussiaDortmund – Geschäftsbericht 2008 (2008), S.72.

sehen. Trotzdem sind diese Risiken für deutsche Bundesligaclubs als gering einzustufen, da alle Clubs über eine gesunde Finanzierung verfügen, langfristige Kreditverträge abschließen und keine nennenswerten Ausfälle aus Transfersgeschäften in den letzten Jahren vorliegen.<sup>72</sup>

### **3. Vergleich mit Clubs anderer europäischer Ligen**

Nach der Analyse der typischen Strukturen eines deutschen Durchschnittsclubs werden im Folgenden Unterschiede und Gemeinsamkeiten mit außerdeutschen Clubs herausgearbeitet. Da im Rahmen der Arbeit nur börsennotierte Fußballgesellschaften als Vergleichsobjekte in Betracht kommen, werden die aktuell fünfundzwanzig börsennotierten Fußballunternehmen untersucht. Detailliert bezieht sich der Vergleich nur auf sechzehn europäische Clubs, deren Geschäftsbericht für die Saison 2007/2008 einsehbar war und deren Hauptgeschäftsfeld die Führung eines Fußballunternehmens ist.<sup>73</sup> Für eine bessere Vergleichbarkeit wurden die Zahlen für die Bundesliga verdichtet und außergewöhnliche Einnahmen und Ausgaben für Transfersgeschäfte ausgegliedert. In der nachstehenden Übersicht sind die Ergebnisse der Strukturanalyse der untersuchten Fußballunternehmen aufgeführt.

---

<sup>72</sup> Vgl. Borussia Dortmund – Geschäftsbericht 2008 (2008), S.73.

<sup>73</sup> Durch die Nicht-Verfügbarkeit der Geschäftsberichte fehlen die Zahlen von acht Clubs (Besiktas Istanbul, Fenerbahce Istanbul, Trabzonspor Istanbul, Galatasaray Istanbul, Ajax Amsterdam, Aalborg FC, Brøndbyssamst Kopenhagen, AIK Football). Der FC Kopenhagen, welcher zur Parken Holding gehört wird ausgeschlossen, da die Abteilung Fußball nur als ein Nebengeschäftsfeld der Holding ausgewiesen ist.



### *Unterschiede hinsichtlich der allgemeinen wirtschaftliche Situation*

Wie in der Bundesliga, lässt auch in den Top 5 Ligen<sup>74</sup> Europas ein seit Jahren anhaltendes Umsatz- und Zuschauerwachstum beobachten.<sup>75</sup> Dabei konnte England seinen Vorsprung kontinuierlich ausbauen. Hinsichtlich der Einnahmen ist die Bundesliga mit 1,42 Mrd. Euro in der Saison 2007/2008 auf einem Niveau mit Italien, gefolgt von spanischen und französischen Clubs. Besonders die wachsende Mediale-Vermarktung ist in allen europäischen Ligen zu beobachten. Hierbei erzielt die deutsche Bundesliga mit 18% die höchste Umsatzrendite, was auf verhältnismäßig niedrige Spielergehälter zurückzuführen ist.<sup>76</sup> Dieser Umstand macht die Bundesliga zur rentabelsten Fußballliga der Welt.<sup>77</sup>

Größere Unterschiede sind in den steuerlichen Differenzen zwischen den verschiedenen Ländern zu sehen. Neben einer natürlichen Abweichung der Steuersätze, kommt es weiterhin zur Verzerrungen durch die ungleiche steuerliche Behandlung bestimmter Steuertatbestände.<sup>78</sup> Andere Staaten bieten gerade im Bereich des Profisports erhebliche Vollzugsdefizite oder bieten steuerliche Anreize in anderen Bereichen, etwa bei Werbe- und Kapitaleinkünften.<sup>79</sup>

Ein weiterer Unterschied zwischen deutschen Fußballclubs und den europäischen Konkurrenten konnte hingegen in den letzten Jahren abgebaut werden. Während deutsche Clubs schon seit den 1990er Jahren den strengsten Lizenzauflagen Europas unterlagen, hatten Clubs anderer Verbände in dieser Hinsicht einen größeren Spielraum. Nach einigen Liquiditätsausfällen in der Premier League übernahm auch die UEFA die deutschen Auflagen zwingend für alle Mitglieder des Verbandes. Damit sind bestimmte Publizitäts- und Finanzierungspflichten für alle europäischen Clubs gleich.<sup>80</sup>

### *Unterschiede hinsichtlich der Kapitalstruktur*

Wie aus der Übersicht eingangs erkennbar, ergeben sich hinsichtlich des Verschuldungsgrades außerordentliche Unterschiede zwischen den untersuchten Unternehmen. Im Gegensatz zum hohen Eigenkapitalanteil deutscher Clubs, sind weise vor allem die italienischen Fußballunternehmen einen erhöhten Grad an Fremdkapital auf, was speziell auf teure,

---

<sup>74</sup> Zu den Top 5-Liga zählen: Deutschland, Italien, England, Spanien und Frankreich.

<sup>75</sup> Siehe Anhang, Abb. 34: Umsatzwachstum der Top 5 Ligen.

<sup>76</sup> Siehe Anhang, Abb. 34: Umsatzwachstum der Top 5 Ligen.

<sup>77</sup> Vgl. o.A. [www.11freunde.de](http://www.11freunde.de) vom 23.01.2009.

<sup>78</sup> In Spanien z.B. gilt für zuziehende Arbeitnehmer ein Spitzensteuersatz von 26% für die ersten 6 Jahre, was die Nettoentlohnung verbessert und die Verpflichtung eines ausländischen Topstars erleichtert, Vgl. 11Freunde Heft 94 (2009), S. 33.

<sup>79</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga-Report“ (2008), S.84.

<sup>80</sup> Vgl. Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.29.

kreditfinanzierte Transfersgeschäfte zurückzuführen ist. Andere Ligen, im Besonderen die englische Premier League, offenbaren ebenfalls Tendenzen zur Unwirtschaftlichkeit und sogar Insolvenz.<sup>81</sup> In Deutschland ist ein solches Verfahren bisher bei keinem Club der 1. Liga zu befürchten. Neben der Bundesliga überzeugen nur Celtic Glasgow, Olympique Lyon und Silkeborg IF mit einem ähnlichem Verschuldungsgrad.

Im Ergebnis ist festzustellen, dass bei den untersuchten Fußballunternehmen keine generellen Gemeinsamkeiten in der Kapitalstruktur erkennbar sind.

#### *Unterschiede hinsichtlich der Vermögensstruktur*

Auffallende Gemeinsamkeiten in den Vermögensstrukturen sind zum Einen der konstant hohe Anteil des immateriellen Vermögens und die Position Forderungen, latente Steuern und Sonstiges. Der markante Anteil von immateriellem Vermögen resultiert zu durchschnittlich 89% aus der Bewertung des Spielerkaders. Hohe Forderungen ergeben sich zum größten Teil aus Forderungen gegenüber andern Clubs, basierend auf vergangenen Spielertransfers. Weiterhin ist der Anteil der Vorräte am Gesamtvermögen bei allen Unternehmen unter 1,5%. Die Diskrepanz zwischen den unterschiedlichen Sachanlage- und Finanzanlagevermögen, kann teilweise als Ergebnis der differenzierten Darstellung der Stadionanlagen gesehen werden. Der Ansatz als direktes Sachanlagevermögen oder als Finanzanlagevermögen über Beteiligungen ist möglich. Der abweichende Anteil bei den dänischen Gesellschaften ist jedoch das Ergebnis vom verstärkten Engagement in fußballferne Geschäftsfeldern wie Papierproduktion oder Freizeitparks. Bezüglich der Vermögensstruktur besteht folglich nur eine eingeschränkte Gleichheit.

#### *Unterschiede hinsichtlich der Erlösstruktur*

Im Gegensatz zur Vermögensstruktur ergeben sich in der Erlösstruktur mehr Gemeinsamkeiten. Beachtlich ist die Gleichheit der Aufteilung des Umsatzmixes in Einnahmen aus Ticketing, Medien-Rechten und anderen kommerziellen Aktivitäten wie Sponsoring, Merchandising und Hospitality. Der Anteil der sonstigen Einnahmen beträgt überwiegend weniger als 20% und umfasst Prämien aus europaweiten Wettbewerben, sowie Einnahmen aus dem Jugendbereich und anderen, untergeordneten Sportarten sowie in einigen Fällen aus Umsätzen fußballferner Aktivitäten. Der im Vergleich hohe Anteil dieser sonstigen Einnahmen bei den portugiesischen Vereinen und Olympique Lyon, erklärt sich deshalb aus

---

<sup>81</sup> So droht aktuell dem FC Southampton die Insolvenz, weshalb im April 2009 sogar der Handel an der Börse ausgesetzt wurde Vgl. dazu: o.A. Kicker-Online vom 01.04.2009.

der erfolgreichen Teilnahme am UEFA-Cup bzw. UEFA-Champions-League, bei Silkeborg IF aus den Umsätzen alternativer Geschäftstätigkeiten. Grundlegend ist festzustellen, dass alle Clubs den Hauptanteil ihrer Umsätze aus fußballverbundenen Aktivitäten generieren.

Hinsichtlich der genaueren Strukturen dieser fußballverbundenen Umsätze, lassen sich hingegen auffällige Unterschiede identifizieren. Differenzen hinsichtlich der Einnahmen aus dem Ticket-Verkauf sind das Ergebnis von unterschiedlichen Fassungsvermögen der Stadien und unterschiedlichen Eintrittspreisen. Mit durchschnittlich 23,51%<sup>82</sup> Einnahmen aus dem Ticketing, weisen Bundesligaclubs vergleichsweise hohe Werte aus, da Deutschland mit einer Stadionkapazität von 47.000 Plätzen im Schnitt europaweit Spitzenreiter ist. Nur englische Clubs generieren anteilig mehr. Grund sind die um durchschnittlich 18,- € teureren Eintrittskarten. Abweichungen in den absoluten Zahlen sind insbesondere auf die Teilnahme an europäischen Wettbewerben und damit der höheren Auslastung der Stadien zurückzuführen.<sup>83</sup>

Während die italienischen und französischen Fußballgesellschaften vergleichsweise geringere Einnahmen aus Ticketing ausweisen, generieren diese über 50% aus TV-Rechten. Diese Größenordnungen sind in erster Linie dem Umstand geschuldet, dass in diesen Ländern ein funktionierender Wettbewerb im Pay-TV etabliert ist. In Deutschland besteht nach siebzehn Jahren immer noch ein faktisches Monopol. Trotz der neuen Medienverträge, welche einen erheblichen Fortschritt für deutsche Verhältnisse darstellen, ist die Bundesliga von derartigen Größenordnungen weit entfernt. Auch die Premier League überragt mit TV-Einnahmen von 680 Mio. Euro<sup>84</sup> pro Saison die 1. und 2. Liga um fast ein Drittel, welche nach den neuen Medienverträgen zusammen 412. Mio. Euro erzielen.<sup>85</sup>

In der dritten Einnahmekategorie, den Einnahmen aus Sponsoring, Merchandising und Hospitality, ist eine annähernd gleiche Struktur erkennbar. Die Unterschiede liegen nur im Detail und sind nicht so essentiell wie im Bereich der TV-Einnahmen. Während ausländische Clubs nur wenigen Restriktionen hinsichtlich der Werbung (und damit des Sponsoringpotenzials) unterliegen, verbietet das deutsche Recht beispielsweise die Werbung für alkoholische Getränke, obwohl gerade die Brauereien einige der finanzstärksten Sponsoren weltweit sind.<sup>86</sup> Ebenso bestehen Beschränkungen durch den neuen Glücksspielstaatsvertrag, welcher die Werbung für Wettanbieter begrenzt. Aber gerade Wettanbieterportale wie „betandwin.de“ existieren nur durch einen funktionierenden sportlichen Wettbewerb und treten deshalb als

---

<sup>82</sup> Siehe S. 16, Abb. 6: Analyse der Finanzergebnisse europäischer börsennotierter Fußballclubs 07/08.

<sup>83</sup> Vgl. Oedinger (2009), S. 37.

<sup>84</sup> Vgl. o.A. „Sponsors“ (2009), S.9.

<sup>85</sup> Vgl. DFL – „Bundesliga-Report“ (2008), S. 22.

<sup>86</sup> Vgl. Weilguny (2008), S. 12.

finanzstarke Sponsoren auf.<sup>87</sup> Im Gegensatz dazu, ist Deutschland Europa-Spitzenreiter im Bereich des Trikotsponsorings. Mit Einnahmen von 102,9 Mio. Euro generieren deutsche Clubs fast doppelt soviel wie französische und dreimal soviel wie niederländische Clubs.<sup>88</sup> Ferner sind nur geringe Unterschiede im Bereich Merchandising zu beobachten. In England geben Fans mit durchschnittlich 65,00 € annähernd doppelt soviel aus wie deutsche Fans (35,00 €) und fast viermal mehr als Italien (23,00 €). Diese Unterschiede sind vor allem kulturell bedingt, da die Vermarktungsstrukturen europaweit vergleichbar sind.<sup>89</sup>

Ausgegrenzt als außergewöhnliche Einnahmen, sind die Netto-Erlöse aus Transfergeschäften. Erzielten deutsche Clubs im Schnitt 9% vom Umsatz aus Transfererlösen, schwankt dieser Wert nur gering und kann deshalb ebenfalls als guter Indikator für die wirtschaftliche Vergleichbarkeit zweier Fußballunternehmen herangezogen werden. Unterschiede hinsichtlich der Umsatzstruktur ergeben sich abschließend in erster Linie durch die stark differenzierenden Einnahmen aus TV-Rechten. Die größten Gemeinsamkeiten mit einem durchschnittlichen Bundesliga-Club weisen alle portugiesischen und ein Teil der englischen bzw. schottischen Fußballunternehmen wie z.B. Celtic Glasgow, Birmingham City und Tottenham Hotspur auf.

#### *Unterschiede hinsichtlich der Aufwandsstruktur*

Wie aus der einführenden Grafik entnommen werden kann, sind bezüglich der Ausgabenstrukturen viele Gemeinsamkeiten zu identifizieren. Den größten Anteil am Gesamtaufwand beanspruchen bei allen Clubs die Personalausgaben. Die Ursache sind enorme Ausgaben für die Spielergehälter, was sehr charakterisierend für alle Untersuchungsobjekte ist. Die Bundesliga weist, wie eingangs bereits erwähnt, einen vergleichsweise niedrigen Anteil von Personalaufwendungen auf. Die Ausgaben für den Spielbetrieb umfassen Organisations-, Reise-, Hotel-, Versicherungs- und Materialkosten sowie Ligagebühren.<sup>90</sup> Sonstige Ausgaben ergeben sich aus Betriebs- und Verwaltungskosten. Weitere Gemeinsamkeiten sind im Anteil der Spielerabschreibungen an den Gesamtabschreibungen zu erkennen. Fast alle Fußballgesellschaften weisen einen Anteil von über 70% aus, was wiederum auf den erheblichen Anteil des Spielervermögens zurückzuführen ist. Diese Zahlen sind vergleichbar, da alle Clubs den von der FIFA vorgeschriebenen Abschreibungs-

---

<sup>87</sup> Vgl. Primke (2009), S.33.

<sup>88</sup> Siehe Anhang, Abb. 35: Gesamteinnahmen Trikotsponsorings 2008/2009 in Mio. Euro.

<sup>89</sup> Italienische Fans tragen wenig Fanartikel, deutsche Fans v.a. Schals und englische Anhänger teure Originaltrikots. Auch Preise für Fanartikel sind länderabhängig Vgl. Guthardt, S. (2009), S. 34 ff.

<sup>90</sup> In Fällen in denen keine Kosten für den Spielbetrieb aufgeführt sind, waren den Geschäftsberichten keine eindeutigen Informationen zu entnehmen. Die Kosten sind in der Position „Sonstiges“ enthalten.

methoden für Spielerwerte unterliegen.<sup>91</sup> Die Vergleichbarkeit bezüglich der Aufwendungsstruktur ist bei allen untersuchten Clubs gegeben.

### *Unterschiede hinsichtlich der Beteiligungen*

<b>Club</b>	<b>Größter Einzelaktionär</b>		<b>Zweitgrößter Einzelaktionär</b>		<b>Free Float</b>
Bor. Dortmund	Morgan Stanley	16,25 %	Blue Bay Asset	14,99 %	54,22 %
Silkeborg IF	Silkeborg F. Holding A/S	14,9%	Henton Group A/S	8,9%	64,82%
GFA Aarhus	Investor Group Aarhus	42,9%	Koncernen Invest.	16,4%	1,83%
AS Rom	Italpetroli SpA.	67,1%	Banca Monte	2,7%	27,7%
Lazio Rom	Claudio Lotito	61%	-		39,00%
Juventus Turin	IFIL	60,00%	LAFICO	7,50%	32,50%
Sporting Lissabon	Sporting Clube de Portugal	78,86%	Sportinveste	10,00%	11,14%
Benfica Lissabon	Sport Lisboa e Benfica	55,7%	Manuel Lino Rodrigues	12,3%	6,3%
FC Porto	Futebol Clube do Porto	41,00%	Aplicação Urbana II	18,00%	20,00%
Olympique Lyon	ICMI	34,17%	Pathé	22,78%	28,89%
Celtic Glasgow	Christopher D Trainer	10.62%	John S Keane	6.61%	73,69%
Birmingham City	Grandtop International	29.91%	Gold Group Intern.	23.22%	22,43%
Milwall FC	CHESTNUT HILL	28,4%	SPORTS REGENER.	14,1%	57,48
Tottenham Hot.	ENIC International Ltd.	96,0%	Michael Ashcrof	2,0%	2,00 %

Tabelle 2: Beteiligungen – Übersicht

Quelle: die jeweiligen Geschäftsberichte der Fußballunternehmen

Abermals Differenzen zwischen Deutschland und anderen europäischen Ligen, bestehen in den Reglements der nationalen Verbände über Beschränkung von Beteiligungen an Fußballunternehmen. Während in anderen europäischen Fußballverbänden die Beteiligung von Investoren an den Kapitalgesellschaften unbegrenzt ist, gilt im deutschen Lizenzfußball die 50+1 Regel, welche besagt, dass der verbleibende Club die Mehrheit der Stimmrechte an der Gesellschaft innehalten muss, bzw. der Mutterclub die Stellung als Komplementärs einzunehmen hat. Ein Mäzenatentum, wie zum Beispiel beim englischen Club FC Chelsea, welcher bis 2007 84,0 Mio. Euro<sup>92</sup> in Form von Eigen- und Fremdkapital vom Oligarchen

<sup>91</sup> Abschreibungen auf Spielerwerte müssen nach Fifa Richtlinien linear auf Anschaffungskosten und über die Vertragslaufzeit erfolgen.

<sup>92</sup> Vgl. Deloitte & Touche – „Annual Review“ (2008), S.9.

Roman Abramovich erhielt, ist wegen der fehlenden Stimmrechte in Deutschland eher unwahrscheinlich.<sup>93</sup>

Weiterhin ist aus der Übersicht erkenntlich, dass vor allem in Italien und England Großinvestoren an den Clubs beteiligt sind. Gerade Clubs der englischen Premier League weisen aufgrund des verstärkten Engagements von Investoren vergleichsweise hohe Fremdkapitalanteile aus, weil sich die Firmen das Geld zur Übernahme lediglich leihen und anschließend die Kredite auf die Fußballteams überschreiben. In Portugal und Dänemark sind Großteile der Konzerne noch in Besitz der jeweiligen Clubs. Insgesamt ist aus der Beteiligungsstruktur zu schließen, dass die deutsche Bundesliga strukturell den Verhältnissen in Portugal und Dänemark ähnelt. Italien und England hingegen bilden eine eigene, vom Mäzenatentum geprägte Gruppe.

#### *Unterschiede hinsichtlich der Risiken*

Alle untersuchten Clubs weisen bezüglich der Risiken aus den operativen Geschäftsbereichen und Prognoseschwierigkeiten Parallelen zu deutschen Bundesligaclubs auf, da ebenfalls der wirtschaftliche Erfolg im nahezu gleichen Maße vom sportlichen Erfolg abhängig ist. Strategische-, Personelle- und Absatzrisiken sind als gleich anzusehen.<sup>94</sup> Nur durch unterschiedliche TV-Rechte-Situationen (TV- Eigenvermarktung), erhöhen sich die Wettbewerbsrisiken besonders für englische und italienische Clubs. Weitere Differenzen zeigen sich hinsichtlich der finanziellen Risiken, da durch den vergleichsweise höheren Verschuldungsgrad von englischen und italienischen Clubs ein größeres Liquiditätsrisiko besteht. Gravierend wäre der Ausstieg der mehrheitlichen Besitzer, wodurch die Clubs in kurzfristige Zahlungsschwierigkeiten geraten können.

---

<sup>93</sup> Die Unterstützung der TSG Hoffenheim durch den Mäzen Dietmar Hopp war zwar enorm, geschah aber nicht aus unternehmerischem Kalkül, sondern aus Vereinsverbundenheit

<sup>94</sup> Siehe dazu ergänzend die Risikoberichte der einzelnen Fußballunternehmen.

## C Vergleichswertorientierte Unternehmensbewertung

### 1. Grundlagen zur Unternehmensbewertungslehre

Zentrales Ziel der Unternehmensbewertung ist die Wertermittlung von Unternehmen, wobei sich der Begriff „Wert“ auf den generierten Nutzen bezieht und das Bewertungsobjekt wirtschaftlich, nicht aber rechtlich abgegrenzt wird.<sup>95</sup> Der angesprochene Nutzen entsteht einerseits aus den finanziellen Überschüssen eines Unternehmens und zum Anderen aus den Ausschüttungen an alle Kapitalgeber. Der relevante Wert für die Eigentümer bzw. der Shareholder-Value, ermittelt sich demgemäß nach Abzug vom Wert des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert. Aber auch nicht-monetärer Nutzen wird eingeschlossen.

Im Gegensatz zu dem Wert eines Gutes spiegelt der Preis lediglich in Geld bezifferte Tauschwerte dar (z.B. die über eine Börsennotierung ermittelte Marktkapitalisierung).<sup>96</sup> Inwieweit der Preis vom realen Wert abweicht, hängt besonders vom Bewertungsanlass und Bewertungszweck ab, da durch diese die betroffenen Individuen und entsprechenden Wertesysteme definiert werden.<sup>97</sup>

#### *Bewertungsanlässe*

Die für eine Bewertung wichtigen Anlässe können nach verschiedenen Klassifikationen vorgenommen werden. Möglich ist eine Unterteilung nach gerichtlichen Prüfungen (Verschmelzung, Barabfindungen, Abfindung in Aktien), privatrechtlichen Vereinbarungen (Kauf/Verkauf von Beteiligungen, Ein- und Austritt aus Personengesellschaften, Erbauseinandersetzungen) und sonstigen Anlässen (Börseneinführung, Aktienbewertungen, bilanzielle Bewertung). Eine weitere Möglichkeit ist die Aufspaltung in Lebensphasen (Gründung, Börseneinführung, Fusionen), Art der Regelung (gesetzlich, privatrechtlich), Entscheidungssituationen (dominierend/nicht dominierend, freiwillig/unfreiwillig, intern/extern) oder ob mit oder ohne Eigentumsübergang.<sup>98</sup> Der häufigste Anlass ist dabei die freiwillig geplante oder erzwungene Veränderung der Eigentümerstruktur.<sup>99</sup>

#### *Bewertungszweck*

Die unterschiedlichen Bewertungsanlässe grenzen sich zusätzlich zu ihren grundlegenden Eigenschaften durch verschiedene Bewertungszwecke ab. Beispiele für Unternehmenswerte

---

<sup>95</sup> Vgl. Ballwieser //2007),S.6,

<sup>96</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S. 1.

<sup>97</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S. 1.

<sup>98</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S. 6; Drukarczyk/Schüler (2007), S.94 ff.

<sup>99</sup> Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S.94.

sind der Entscheidungswert (untere Preisgrenze), der Schiedswert (Mittelwert zwischen Grenzpreis des Verkäufers und Käufers), der Argumentationswert (Stärkung der eigenen Verhandlungsposition, ermittelt mit Hilfe eines Gutachtens), der Marktwert oder der objektive Unternehmenswert (Zukunftentnahmewert ohne eingehende Veränderungen der Geschäftsabläufe).<sup>100</sup>

Die vorliegende Arbeit wird die Bewertung deutscher Fußballclubs anhand marktorientierter Multiplikatoren näher betrachten, weshalb die ermittelten Unternehmenswerte die Eigenschaften von reinen Markt- und objektiven Unternehmenswerten widerspiegeln werden, da der Bewertungsanlass für den Fall der unveränderten Fortführung des Unternehmens angenommen wird.<sup>101</sup>

Nachdem Bewertungsanlass und Bewertungszweck identifiziert sind, ist ein geeignetes Bewertungsverfahren auszuwählen. Dabei wird grundsätzlich in Gesamtbewertungs-, Vergleichswert- und Einzelbewertungsverfahren sowie Realoptionen unterschieden.

	<b>Gesamtbewertungsverfahren</b>	<b>Vergleichswertverfahren</b>	<b>Einzelbewertungsverfahren</b>	<b>Realoptionen-Verfahren</b>
<b>Wesen</b>	Kapitalwert zukünftiger verfügbarer Cash-Flows	Vergleich mit einer Peer-Group	Wert der Assets abzgl. Verbindlichkeiten	Optionswert strategischer Handlungsmöglichkeiten
<b>Varianten</b>	DCF-Verfahren Ertragswertverfahren	Ergebnis-Multiplikatoren Asses-Multiplikatoren Umsatz-Multiplikatoren	Reproduktionswert Liquidationswert Buchwert	Investitionsoption Desinvestitionsoption

Tabelle 3: Übersicht zu den Verfahren der Unternehmensbewertung  
(Quelle: Seppelfricke (2003), S. 16; Ballwieser (2007), S.8.)

### *Gesamtbewertungsverfahren*

In den Verfahren der Gesamtbewertung werden Unternehmen als Investitionen betrachtet, über welche die Eigentümer aus der Nutzung aller Aktiva und Passiva Mittelzuflüsse (englisch Cash-Flow) generieren. Demgemäß leitet sich der Unternehmenswert aus der Höhe der zukünftig erwarteten Cash-Flows bzw. des zukünftigen Erfolges ab.<sup>102</sup> Das Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF), wie auch das Ertragswertverfahren, sind zwei Hauptvarianten

<sup>100</sup> Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S.102 ff.

<sup>101</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S. 12.

<sup>102</sup> Vgl. Ballwieder (2007), S.8.

der Gesamtbewertungsverfahren. Das unternehmensspezifische Risiko wird in verschiedenen Arten über die Abdiskontierung der Geschäftszahlen mit den Kapitalkosten in die Wertermittlung einbezogen. Während Unternehmenswerte nach dem Ertragswertverfahren auf den ausgeschütteten zukünftigen Jahresüberschüssen basieren, liegen den DCF-Verfahren zukünftige freie Cash-Flows zugrunde.<sup>103</sup> Trotzdem sind beide verfahrenstechnisch ähnlich konzipiert und führen bei der Verwendung derselben Cash-Flow-Größen und Kapitalkosten zu vergleichbaren Ergebnissen.<sup>104</sup> Unterschiede zwischen den Verfahren bestehen hinsichtlich der zu diskontierenden Cash-Flow-Größen, der Diskontierungssätze und der Berücksichtigung von Kapitalstrukturänderungen.<sup>105</sup> Auch die vergleichswertorientierten Bewertungsmethoden können theoretisch den Gesamtbewertungsverfahren zugeordnet werden.

#### *Einzelbewertungsverfahren*

Basierend auf der Bilanz eines Unternehmens, werden in Einzelbewertungsverfahren Aktiva und Passiva getrennt bewertet und die Summen von Bruttovermögen und Schulden saldiert. Im Ergebnis erhält der Analyst den Wert des Eigenkapitals.<sup>106</sup> Die bekanntesten Bewertungsgrundlagen bilden der Liquidationswert, der Substanzwert und Mischwerte. Als vergangenheitsbezogene Größen beinhalten diese Werte keine Aussagen über den zukünftigen Wert eines Unternehmens und können folglich nicht für eine zukunftsgerichtete Bewertung herangezogen werden.<sup>107</sup>

#### *Realloptionsverfahren*

Finden traditionelle Bewertungsverfahren ihre Grenzen in der Identifikation wertsteigernder Effekte durch Investitionen, versucht der Realloptionsansatz durch den Rückgriff auf realwirtschaftliche Optionsrechte diese Probleme auszugleichen. Dies führt zu einer besseren Ausnutzung von sich aus einer verändernden Umwelt ergebenden Gewinnchancen, sowie die Einschränkung von Verlustrisiken.<sup>108</sup> Realwirtschaftliche Optionen können demgemäß als konkrete Rechte oder allgemeine Investitionserscheinungen auftreten<sup>109</sup>

---

<sup>103</sup> Vgl. Rams (1999), S. 351.

<sup>104</sup> Vgl. Maier (2001), S. 298.

<sup>105</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S. 36.

<sup>106</sup> Vgl. Ballwieser (2007), S.10.

<sup>107</sup> Vgl. Rams (1999), S. 350.

<sup>108</sup> Vgl. Rams (1999), S. 349.

<sup>109</sup> Vgl. Rams (1999), S.352.

### Allgemeiner Ablauf

Sind alle Vorüberlegungen abgeschlossen, folgt die Durchführung mehrerer Bewertungsschritte, bis zur Ermittlung des letztendlichen Unternehmenswertes. Die Ermittlung eines Unternehmenswertes ist generell wie folgt vorzunehmen:

1.	2.	3.	4.
Auswahl der Bewertungsmethoden	Identifikation wertrelevanter Größen	Prognose wertrelevanter Größen	Anfertigung von Planungsrechnungen

Tabelle 4: Allgemeiner Ablauf einer Unternehmensbewertung (Quelle: Seppelfricke (2003), S. 18.)

### Eignung der bisher vorgestellten Verfahren für die Bewertung von deutschen Fußballclubs

*Escher*<sup>110</sup> kommt zu dem Ergebnis, dass keines der vorgestellten Verfahren alle Besonderheiten von Fußballunternehmen berücksichtigen kann. Als besten Ansatz sieht er das DCF-Verfahren, da es die geringsten Einschränkungen aufweist. Das Problem sind zu stark schwankende Erlöse, aufgrund des nicht genau prognostizierbaren sportlichen Erfolges. Optionsbasierte Verfahren hält *Escher* für nicht geeignet.

Im Gegensatz dazu sieht *Korthals*<sup>111</sup> Realloptionen bei schwierigen Handlungsoptionen durchaus als adäquate Ergänzungsverfahren an. Einzelbewertungsverfahren dienen nach *Korthals* zwar keiner fundamentalen Ermittlung des Unternehmenswertes von Fußballunternehmen, können aber auch im Rahmen der Bewertung von Fußballclubs zur Eingrenzung und Überprüfung der ,auch durch *Korthals* favorisierten, DCF-Ergebnisse dienen.

## 2. Konzept der vergleichswertorientierten Bewertung

Soweit dem Analysten alle notwendigen Informationen und Kennzahlen vorliegen, finden Gesamtbewertungs- und Einzelbewertungsverfahren großen Zuspruch bei Analysten und Investoren. In informationsarmen Bewertungssituationen werden vor allem Vergleichsverfahren in Form von Multiplikatorverfahren zur Wertermittlung herangezogen.<sup>112</sup> Im Gegensatz zu den bereits vorgestellten Bewertungsverfahren, handelt es sich um relative Bewertungsverfahren, welche mit einer strengen Marktorientierung arbeiten. Durch diese

<sup>110</sup> Vgl. *Escher* (2007), S. 75 ff.

<sup>111</sup> Vgl. *Korthals* (2005), S. 186.

<sup>112</sup> Vgl. *Coeneberg/ Schultze* (2002), S.697.

Marktorientierung wird versucht, die Objektivität bei der Bewertung zu erhöhen.<sup>113</sup> Hierbei wird das Unternehmen nicht wie in den anderen Bewertungsverfahren isoliert betrachtet, sondern anhand einer Marktbewertung mit Unternehmen gleicher Charakteristik verglichen. Der Unternehmenswert wird aus diesem Vergleich abgeleitet.

Die Vorgehensweise ist zum Einen leicht verständlich und nachvollziehbar und zum Anderen bei besonderen Anlässen, wie z.B. Börsengänge, oftmals für eine Preisfindung notwendig.<sup>114</sup> Wie auch die Gesamtbewertungsmodelle, basieren die Multiplikatorverfahren auf der Annahme kommender Einzahlungsüberschüsse. Ein wesentlicher Punkt, in welchen sich die Multiplikatorverfahren von den DCF-Verfahren unterscheiden, liegt in den betrachteten Zeitperioden. Betrachten die dynamischen Verfahren mehrere Perioden, implizieren Multiplikatoren in der Regel nur einperiodische Größen.<sup>115</sup>

## 2.1. Das Bewertungsmodell

Grundlegend basiert das Vergleichswertmodell auf dem „Law of one Price“-Prinzip, welches gleiche Preise für identische Güter bzw. Objekte beschreibt.<sup>116</sup> Dies ermöglicht die Übertragung von Börsenpreisen oder Transaktionspreisen von einem oder mehreren Vergleichsunternehmen auf ein Zielunternehmen.<sup>117</sup> Dazu müssen sich die Unternehmen grundlegend in ihren Eigenschaften entsprechen und die Relationen von Bewertungs- und Bezugsgröße der zu vergleichenden Unternehmen übereinstimmen. Dies erfolgt, indem die Relationen von Marktpreis zu einem Performance-Indikator des zu bewertenden (b) und des zu vergleichenden (v) Unternehmens gleichgesetzt werden.<sup>118</sup> In der Regel werden Performance-Indikatoren gewählt, welche eng mit dem Unternehmenswert in Verbindung stehen.<sup>119</sup>

$\frac{R_b}{B_b} = \frac{R_v}{B_v} = M$	R = Referenzgröße/Marktpreis (Eigenkapital- oder Gesamtkapitalwert)
	B = Bezugsgröße/Performance-Indikator (Umsatz, Gewinn etc.)
	M = bewertungsrelevanter Multiplikator

Abbildung 7: Herleitung von Multiplikatoren allgemein  
(Quellen: Coeneberg/Schultze (2002), S.698, Böcking/Nowak (1999), S.170, Bausch (2000), S.451.)

<sup>113</sup> Vgl. Böcking/Nowak (1999), S.174.

<sup>114</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.133; Langguth (2008), S.31.

<sup>115</sup> Vgl. Creutzberg/Deser (2005), S.1.

<sup>116</sup> Vgl. Coeneberg/Schultze (2002), S.697.

<sup>117</sup> Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S.473; Moser/Auge-Dickhut (2003), S.11.

<sup>118</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.139; Langguth (2008), S.32; Bausch (2000), S.450.

<sup>119</sup> Vgl. Jörg/Pichler/Roth/Zraggen (2005), S.753.

Wichtig bei der Zusammenstellung des Multiplikators M ist insbesondere die Konsistenz zwischen Referenz- und Bezugsgröße,<sup>120</sup> sowie eine zeitnahe Verknüpfung der Größen (Identitätsprinzip).<sup>121</sup>

Ist M einmal ermittelt, kann der Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmens auf zwei Wegen erfolgen. Im Falle einer Börsennotierung, kann eine Bewertung relativ zu den Marktpreisen der Vergleichsunternehmen durchgeführt werden – Über- und Unterbewertungen lassen sich in diesem Fall identifizieren. Bei nicht börsennotierten Bewertungsobjekten kann nach einfacher Umstellung der potenzielle Marktpreis des Unternehmens ermittelt werden:

$R_b = B_b * M$	M = bewertungsrelevanter Multiplikator
-----------------	--

Abbildung 8: Berechnung des Unternehmenswertes mit Hilfe von Multiplikatoren  
(Quellen: Wagner (2005), S.5; Berner/Rojahn (2003), S.155; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.198.)

Demgemäß ist der Unternehmenswert im zweiten Fall das Produkt eines aus dem Vergleichsunternehmen abgeleiteten Multiplikators und einem Performance-Indikator des zu bewertenden Unternehmens. Es kann jedoch nur insoweit auf den Wert für das Bewertungsobjekt geschlossen werden, als auch der Wert des Vergleichsobjektes bekannt ist.<sup>122</sup>

Damit der bewertungsrelevante Multiplikator eine gewisse Aussagefähigkeit erhält, wird dieser anhand eines Kennziffernvergleiches mit Unternehmen einer Vergleichsgruppe (Peer-Group) ermittelt. Nur die Übertragung von Marktpreisen von Unternehmen gleicher wertrelevanter Eigenschaften ist sinnvoll.<sup>123</sup> Im Kern sollten die ausgewählten Unternehmen ähnliche Risiko-, Wachstums- und Renditeerwartungen aufweisen.<sup>124</sup> Da eine annähernd 100% Gleichheit von zwei Unternehmen ausgeschlossen werden kann, sind mehrere Objekte in den Vergleich miteinbezogen.<sup>125</sup> Der relevante Multiplikator wird dann aus dem Mittelwert oder dem Median der Multiplikatoren der Vergleichsgruppe bestimmt. Nachfolgend kann, in Bezug auf die verschiedenen Multiplikatoren, bestimmt werden, ob das zu bewertende Unternehmen über- oder unterbewertet ist.<sup>126</sup> Durch diese enge Verbindung mit dem Wert eines Vergleichsunternehmens und die Orientierung an einem objektiven

<sup>120</sup> Beide Größen müssen entweder eigen- oder gesamtkapitalbezogen sein, Coeneberg/Schultze (2002), S.698.

<sup>121</sup> Für eine zeitnahe Verknüpfung empfiehlt sich bei aktueller Marktkapitalisierung eine Bezugsgröße auf Basis der letzten zwölf Monate, Vgl. Bausch (2000), S.458.

<sup>122</sup> Vgl. Stober (2008), S.27; Coeneberg/Schultze (2002), S.698.

<sup>123</sup> Vgl. Seppelricke (2003), S.139; Langguth (2008), S.32; Drukarczyk/Schüler (2007), S.473.

<sup>124</sup> Vgl. Creutzberg/Deser (2005), S.2.

<sup>125</sup> Vgl. Küting/Eidel (1999), S.229.

<sup>126</sup> Vgl. Seppelricke (2003), S.139 ff. ; Langguth (2008), S.32.

Marktpreis, reduziert das Multiplikatorverfahren subjektive Einflüsse bei der Bewertung.<sup>127</sup> Weiterhin können Multiplikatorverfahren durch die starke Marktausrichtung als zukunftsorientierte Bewertungsverfahren angesehen werden, da Markterwartungen ebenfalls stets zukunftsorientiert sind.<sup>128</sup>

Abschließend gilt es festzuhalten, dass die Aussagegenauigkeit der verwendeten Multiplikatoren (unabhängig von den verwendeten Bezugsgrößen) von der Vergleichsqualität der Peer-Group-Unternehmen, der Reduzierungsqualität der wertrelevanten Merkmale auf eine Kennzahl und einer notwendigen Proportionalität zwischen Marktpreis und Bezugsgröße abhängig ist.<sup>129</sup>

## 2.2. Bewertungskonzeptionen

Neben der Unternehmenstätigkeit haben auch Bewertungssituation und Bewertungsanlass Auswirkungen auf die Marktpreise. Die für eine sinnvolle Bewertung nötigen Marktpreise können auf vier<sup>130</sup> unterschiedliche Arten bestimmt werden:

1. *Stock and Debt Method (SDM)*

2. *Similar Public Company Method (SPCM)*

3. *Recent Acquisition Method (RAM)*

4. *Initial Public Offering Method (IPOM)*

Obwohl alle vier Konzeptionen Vergleichsverfahren sind, können nur letztere Drei als reine Multiplikatormethoden gesehen werden, welche dem *Direct Comparison Approach* zuzuordnen sind. Bei der SDM wird der Marktpreis lediglich über die Marktkapitalisierung des zu bewertenden Unternehmens bestimmt wird.<sup>131</sup> Da die SDM Bestandteil der SPCM ist, wird diese Methode nicht ausführlicher vorgestellt. In der Praxis wird vor allem auf die SPCM zurückgegriffen, da die für die Verwendung der RAM und IPOM nötigen Vergleichspreise nur eingeschränkt verfügbar sind.<sup>132</sup>

---

<sup>127</sup> Vgl. Langguth (2008), S.32.

<sup>128</sup> Vgl. Wagner (2005), S.6.

<sup>129</sup> Vgl. Drukarczyk/Schüler (2007), S.474.

<sup>130</sup> In Anlehnung an Matschke/Brösel (2007), S.638 ff.

<sup>131</sup> Vgl. Böcking/Nowak (1999), S.170.

<sup>132</sup> Vgl. Berner/Rojahn (2003), S.156.

### *Similiar Public Company Method*

Bei der SPCM wird für die Wertermittlung auf Marktpreise vergleichbarer börsennotierter Unternehmen zurückgegriffen.<sup>133</sup> Anwendung findet die SPCM vor allem bei nicht börsennotierten Unternehmen, um eine Wertermittlung auch ohne Börsennotierung des Bewertungsobjekts zu ermöglichen. Dazu werden Gruppen (Peer-Group) mit mehreren Vergleichsunternehmen, nach vorher definierten Kriterien gebildet.<sup>134</sup> Von Vorteil ist, dass für börsennotierte Unternehmen zahlreiche Informationsquellen (Internet, Zeitungen, Geschäftsberichte) zur Verfügung stehen, sowie die Hauptkonkurrenten bekannt und die Branchenzugehörigkeit eindeutig bestimmbar ist. Diese Gruppenbildung ist notwendig, da ein Unternehmen alleine niemals identisch und somit vergleichbar sein kann. Die Bildung unterschiedlicher Gruppen für unterschiedliche Multiplikatoren kann verschiedene Unternehmenswerte zum Ergebnis haben. Deshalb muss hier eine Verdichtung der Zahlen vorgenommen werden. Indem die Auswahl der Multiplikatoren dem Analysten freisteht, ergeben sich zwangsläufig bestimmte Freiräume bei der Bewertung. Ein weiteres Problem ist die entstehende Bandbreite der Multiplikatoren. Abhilfe schafft hier der Rückgriff auf Durchschnitts- oder Medianwerte für die Ermittlung des Unternehmenswertes. Sollte die Auswahl der Vergleichsunternehmen für den Analysten nicht ausreichend sein, können die ermittelten Kennzahlen auch in weiteren Schritten an das zu bewertende Unternehmen angepasst werden. So sind Bewertungsauf- und Abschläge zu berücksichtigen, welche jedoch eine starke subjektive Beeinflussung der Ergebnisse zulassen (siehe 4.). Eine Bewertung auf Basis eines potenziellen Marktpreises ist jedoch in ihrer Aussagekraft eingeschränkt, da Aktienkurse und damit das marktbewertete Eigenkapital nicht beeinflussbaren Einwirkungen unterliegen (Panikreaktionen, Spekulationen, psychologische Reaktionen). Dabei sind Auf- und Abwertungen zusätzlich nur schwer nachvollziehbare Korrekturen.<sup>135</sup> Unternehmenswerte auf Basis der SPCM sind deshalb kritisch zu sehen und bedürfen einer ausführlichen Erklärung. Trotzdem kann eine Bewertung nach der SPCM in Fällen nützlich sein, in denen sich die Verhandlungspartner mit den Prämissen und Kriterien einverstanden erklären.<sup>136</sup>

---

<sup>133</sup> Vgl. Wagner (2005), S.6.

<sup>134</sup> Vgl. Stober (2008), S.29 nach Arbenz (o.J.), S.232.

<sup>135</sup> Vgl. Matschke/Brösel (2007), S.643; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.198.

<sup>136</sup> Vgl. Böcking/Nowak (1999), S.174.

### *Recent Acquisition Method*

Das Grundprinzip der RAM unterscheidet sich von der SPCM lediglich in der Auswahl der Vergleichspreise.<sup>137</sup> Als Grundlage für die Marktpreise dienen stattgefundenen Unternehmenstransaktionen bzw. gezahlte Kaufpreise für vergleichbare Transaktionen. Die so ermittelten Preise enthalten, im Gegensatz zur SPCM, schon den Wert für Mehrheitsanteile. Bewertungsauf- und abschläge sind deshalb nicht vorzunehmen.<sup>138</sup> Ist die Existenz vergleichbarer Unternehmen schon bei der SPCM eingeschränkt, so ist der Kreis der in Betracht kommender Unternehmen bei der RAM noch kleiner, da nur Unternehmen mit einer großen Anzahl von Transaktionen berücksichtigt werden können. Außerdem müssen die besagten Transaktionen zeitnah stattgefunden haben, um eine gewisse Vergleichbarkeit zu garantieren. Sollten keine zeitnahen Transaktionen vorliegen, können die Preise durch Trendfortschreibungen angepasst werden. Damit ist eine Bewertung anhand der RAM eher schwerfällig, vor allem, da die erzielten Preise durch nicht öffentliche Absprachen künstlich erhöht sein können.<sup>139</sup> Natürlich sind auch im Rahmen der RAM, gleichartige Leistungsprofile von Bewertungs- und Vergleichsunternehmen für die Vergleichbarkeit von elementarer Wichtigkeit.<sup>140</sup> Vorteile besitzt die RAM bei der Bewertung von Unternehmensübernahmen<sup>141</sup> und dient dabei vor allem der Absicherung vor Fehleinschätzungen.<sup>142</sup>

### *Initial Public Offering Method*

Auch der IPOM liegt dasselbe Grundprinzip der beiden vorausgegangenen Bewertungskonzeptionen zugrunde. Ein Unterschied besteht lediglich in der Herleitung des Marktpreises. Dieser ist im Falle der IPOM der erzielte Emissionspreis der Vergleichsunternehmen bei Börseneinführung.<sup>143</sup> Die IPOM eignet sich daher besonders für die Emissionspreisfindung des zu bewertenden Unternehmens. Voraussetzung für das Funktionieren der IPOM ist die Existenz hinreichender zeitnaher Neuemissionen und Emissionspreise. Dies war in den Zeiten der New-Economy-Blase zu Beginn des Jahrtausends kein Problem, ist jedoch durch geringere Neuemissionen in den letzten Jahren sehr schwierig geworden.<sup>144</sup>

---

<sup>137</sup> Vgl. Langguth (2008), S.35.

<sup>138</sup> Vgl. Wagner (2005), S.6; Coeneberg/Schultze (2002), S.699.

<sup>139</sup> Vgl. Stober (2008), S.29.

<sup>140</sup> Vgl. Bausch (2000), S.451.

<sup>141</sup> Vgl. Langguth (2008), S.35 ff.

<sup>142</sup> Vgl. Coeneberg/Schultze (2002), S.699.

<sup>143</sup> Vgl. Langguth (2008), S.36; Seppelfricke (2003), S.161.

<sup>144</sup> Vgl. Küting/Eidel (1999), S.229.

Da auch bei der IPOM auf Aktienpreise zurückgegriffen wird, sind Bewertungsauf und -abschläge notwendig.<sup>145</sup>

### 2.3. Anwendung

Zusammenfassend finden Vergleichswerte insbesondere in folgenden Situationen Anwendung:

- Bewertungen nicht börsennotierter Unternehmen, Emissionspreisfindung, historische Bewertungsvergleiche, Abschätzung von im Marktpreis integrierten Erwartungen<sup>146</sup>
- Bewertungssituationen ohne Plandaten für eine ausführliche DCF-Bewertung<sup>147</sup>
- Erste grobe Investmententscheidungen<sup>148</sup>
- Plausibilitätskontrolle von Ergebnissen anderer Bewertungsverfahren<sup>149</sup>
- Identifikation von Fehlbewertungen bzw. Über- und Unterbewertungen
- Identifikation von Kontrollprämien durch die Verwendung von Transaktionspreisen, da diese bereits die gesuchten Prämien enthalten, im Gegensatz zu reinen Börsenkursen, welche nur Stand-alone-Werte beinhalten.<sup>150</sup>

## 3. Formen marktorientierter Multiplikatoren

Für die Ermittlung eines Unternehmenswertes im Rahmen der SPCM, kann auf eine Reihe verschiedenster Multiplikatorstrukturen zurückgegriffen werden. Zu unterscheiden sind zunächst zwei Hauptarten von Multiplikatoren: Equity- und Entity (bzw. Enterprise-Value) Multiplikatoren.<sup>151</sup> Im Gegensatz zu Equity-Multiplikatoren, bei welchem der Marktwert des Eigenkapitals als Referenzgröße dient, kann mit Hilfe von Entity-Multiplikatoren das gesamte Unternehmen bzw. der Marktpreis des gesamten investierten Kapitals (Eigen- plus Fremdkapital) bewertet werden.<sup>152</sup> Der generelle Unterschied besteht in der Einbeziehung von Ansprüchen (z.B. Zinszahlungen) gegen Fremdkapitalgeber. Equity-Multiplikatoren

---

<sup>145</sup> Vgl. Langguth (2008), S.36; Seppelfricke (2003), S.161; Böcking/Nowak (1999), S.174.

<sup>146</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.197.

<sup>147</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.135; Langguth (2008), S.42; Coeneberg/Schultze (2002), S.699.

<sup>148</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.135; Langguth (2008), S.42; Coeneberg/Schultze (2002), S.699.

<sup>149</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.137; Langguth (2008), S.41; Drukarczyk/Schüler (2007), S.474.

<sup>150</sup> Vgl. Langguth (2008), S.42.

<sup>151</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.144.

<sup>152</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.144; Wagner (2005), S.15.

beziehen sich auf Größen, bei welchen diese Ansprüche schon abgegolten sind und Entity-Multiplikatoren auf operative Erfolgsgrößen vor Abzug selbiger.<sup>153</sup>

### 3.1. Equity-Multiplikatoren

Das Grundschema bei der Berechnung von Unternehmenswerten anhand von Equity-Multiplikatoren ist folgendes:

$M = \frac{\text{Aktienkurs}}{B_v \text{ je Aktie}} = \frac{\text{Marktkapitalisierung}}{B_v}$	R = Gesamtunternehmenswert / Wert je Aktie B = Bezugsgröße (z.B. Gewinn, Cashflow) b = des Bewertungsobjektes v = des Vergleichsobjektes
$R_b = B_b * M$	

Abbildung 9: Ermittlung des Unternehmenswertes anhand von Equity-Multiplikatoren (eigene Darstellung)

Dabei spielen vor allem das Kurs/Gewinn-Verhältnis und das Kurs/Cashflow-Verhältnis eine große Rolle als Praktikerverfahren in der Aktienanalyse- und Unternehmensbewertung.<sup>154</sup>

#### 3.1.1. Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Unter Analysten und Investoren weit verbreitet ist das sich einfach<sup>155</sup> zu ermittelnde KGV oder auch Price-Earnings-Ration (PE) genannt. Für die Bewertung wird der Marktwert des Eigenkapitals je Aktie zum auf die Aktionäre entfallenden Gewinn ins Verhältnis gesetzt.<sup>156</sup> Die größte Herausforderung ist dabei eine einheitliche Ermittlung des Gewinns je Aktie. Obwohl diese von den Unternehmen veröffentlicht werden, ergeben sich durch unterschiedliche Ausnutzung von Bilanzierungsrechten<sup>157</sup> und unterschiedlichen Steuersätzen einige Spielräume. Die Vergleichbarkeit von Unternehmenswerten auf Basis des KGV wird somit, vor allem bei internationalen Vergleichen, beeinträchtigt. Eine Möglichkeit für die Ermittlung objektiv bereinigter und konsistenter Ergebnisse, ist die Berechnung der Gewinne bzw. des Jahresüberschusses nach DVFA/SG-Schema.<sup>158</sup>

<sup>153</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.144; Wagner (2005), S.15.

<sup>154</sup> Vgl. Trageser (2005), S. 86.

<sup>155</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.146; Langguth (2008), S.38; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.206.

<sup>156</sup> Vgl. Adrian (2005), S.60; Berner/Rojahn (2003), S.157.

<sup>157</sup> Mögliche Bilanzierungsrechte, welche zu Verzerrungen führen können: Aktivierung und Abschreibung von immateriellen Vermögensgegenständen, Abschreibungsmethoden des Anlagevermögen, Methoden bei Rückstellungsbildung, Bilanzierung von Pensionsrückstellungen, Aktivierung und Abschreibungsmethoden nach Bau von Großanlagen, Umsatzausweis, Vgl. Adrian (2005), S.73; Berner/Rojahn (2003), S.157.

<sup>158</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.145; Adrian (2005), S.72.

Gewinne nach dem DVFA/SG-Schema ergeben sich wie folgt:

<b>Jahresüberschuss nach Steuern, Zinsen und Anteilen Dritter</b>
+/- außergewöhnliche Aufwendungen/Erträge nach Steuern
+/- ungewöhnliche Aufwendungen/Erträge nach Steuern
+/- dispositionsbedingte Aufwendungen/Erträge nach Steuern
<b>= Ergebnis nach DVFA/SG</b>

Abbildung 10: Berechnung des Ergebnisses nach DVFA/SG (Quelle: Aders/Galli/Wiedemann(2000), S.201.

### Das Grundmodell

Einfluss auf die Eigenkapitalrentabilität, und somit auch auf das KGV, nehmen vor allem Variablen wie die Eigenkapitalkosten, das Gewinnwachstum, die Reinvestitionsrate, die Rendite neuer Investitionen und die Dauer der mit den Investitionen verbundenen Wettbewerbsvorteile.<sup>159</sup> Inwiefern diese zur Berechnung<sup>160</sup> des absoluten KGV eingehen, kann aus dem statischen Dividendendiskontierungsmodell (DDM)<sup>161</sup> nach Gordon abgeleitet werden. Das Ergebnis ist das sogenannte absolute bzw. „faire“ KGV. Jedoch ist ersichtlich, dass dieses Grundmodell nur in Fällen Anwendung finden kann, in denen die Eigenkapitalkosten größer als die Wachstumsraten der Dividenden sind – eine Bewertung von stark wachsenden Firmen ist deshalb nicht mit diesem Grundmodell möglich.<sup>162</sup> Der Einfluss verschiedener Parameter auf das KGV wird in folgender Tabelle veranschaulicht:

	KGV steigt, wenn	KGV fällt, wenn
geschätztes Gewinnwachstum	steigt	fällt
Ausschüttungsquote	steigt	fällt
Rendite der risikofreien Alternativanlage	fällt	steigt
Risikoprämie für den Aktienmarkt	fällt	steigt
firmenspezifisches Risiko	fällt	steigt

Tabelle 5: Einflussfaktoren auf das KGV (Quelle: Adrian (2005), S.64.)

### Das relative KGV

Anstelle der Ermittlung des Unternehmenswertes per absoluten KGV, kann auch eine weitergehende relative Bewertung im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen der Branche erfolgen. Durch die Übertragung der Bewertung des Marktes auf die Aktie ist das relative

<sup>159</sup> Vgl. Adrian (2005), S.61.

<sup>160</sup> Alle Größen nach Steuern.

<sup>161</sup> Siehe Anhang, Abbildung 36: Einflussparameter auf das KGV – aufbauend auf dem DDM nach Gordon.

<sup>162</sup> Vgl. Adrian (2005), S.62.

KGV nicht mehr vom Zinsniveau abhängig und es können Bewertungsauf- oder abschlüge ausgemacht werden. Definiert wird das relative KGV durch den Quotienten aus dem KGV eines Unternehmens und dem KGV (Mittelwert<sup>163</sup> oder Median) des Marktes bzw. einer Gruppe von Vergleichsunternehmen.<sup>164</sup>

#### *Bewertung des KGV als bewertungsrelevanter Multiplikator*

Obwohl stark verbreitet und von vielen Anlegern als zentrale Kennziffer für einen schnellen Vergleich von Unternehmen benutzt,<sup>165</sup> weist dieser Multiplikator einige Schwächen auf. Bei Unternehmen ohne nachhaltige und konstante Gewinne, sowie in Verlustsituationen<sup>166</sup> erweist sich das KGV als schlechter Vergleichsfaktor bzw. kann nicht berechnet werden.<sup>167</sup> Weiterhin schaffen verschiedene internationale Rechnungslegungen Manipulationsfreiräume für die Ermittlung des Jahresüberschusses. Eine internationale Vergleichbarkeit ist somit sehr kritisch zu sehen.<sup>168</sup> Einem reibungslosen länderübergreifenden Vergleich stehen außerdem unterschiedliche Diskontierungssätze, unterschiedliche Zins- bzw. Inflationsniveaus, Unterschiede bei der Ermittlung von Risikoprämien und unterschiedlich Wachstumsraten<sup>169</sup> entgegen.<sup>170</sup> Auch wird durch die Möglichkeit willkürlicher Auf- und Abschlüge die Objektivität des Multiplikators eingeschränkt.<sup>171</sup> Wichtige Einflussgrößen wie Risiko und Wachstum werden außerdem nicht explizit berücksichtigt.<sup>172</sup>

Ein weiteres Problem ist der Einfluss des Verschuldungsgrades. Wird das KGV, ausgehend vom Grundmodell, nur als Funktion des Ertragspotenzials beschrieben, hat sich in der Praxis eine starke Abhängigkeit von der Finanzierungsstruktur gezeigt. Durch die entgegen den Eigenkapitalzinsen niedrigeren Fremdkapitalzinsen, kommt zu einem gewissen Verschuldung-Effekt (Leverage-Effekt), was zum Anstieg des Risikos für Eigen- und Fremdkapitalgeber führt. Dieses erhöhte Risiko spiegelt sich in einem fallenden KGV wieder. Neben der Abhängigkeit von der Ertragslage, ist somit ein signifikanter Einfluss des Verschuldungsgrades zu berücksichtigen.<sup>173</sup>

---

<sup>163</sup> Siehe „Verdichtungsmöglichkeiten“ unter 4. Auswahl Vergleichsunternehmen.

<sup>164</sup> Vgl. Adrian (2005), S.66.

<sup>165</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.146; Langguth (2008), S.37.

<sup>166</sup> Vgl. Langguth (2008), S.37; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.206.

<sup>167</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.146.

<sup>168</sup> Vgl. Adrian (2005), S.61; Seppelfricke (2003), S.146; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.206.

<sup>169</sup> Da Wachstumsraten immer am Wachstum des Bruttoinlandsproduktes des jeweiligen Landes orientiert sind.

<sup>170</sup> Vgl. Adrian (2005), S.77.

<sup>171</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.146.

<sup>172</sup> Vgl. Adrian (2005), S.61.

<sup>173</sup> Vgl. Adrian (2005), S.76 ff; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.207.

Nicht übersehen werden dürfen weiterhin Verzerrungseffekte<sup>174</sup> durch Fehlbewertungen, Verringerung der Aussagefähigkeit in Phasen von Gewinnhochs- und -tiefs und die starke Beeinflussung der Gewinne durch nicht zum Kerngeschäft gehörende Aktivitäten. Letztes kann durch die Verwendung eines Ergebnisses auf Basis der Kernaktivitäten relativiert werden.<sup>175</sup>

### 3.1.2. Price-Earnings to Growth Ratio (PEG-Ratio)

Für eine bessere Vergleichbarkeit von Unternehmen mit verschiedenen Wachstumsprofilen, liegt dem PEG-Ratio (Kurs/Gewinnwachstum-Verhältnis) für gewöhnlich die Wachstumsrate der kommenden drei bis fünf Jahre zugrunde.<sup>176</sup> Das PEG-Ratio ähnelt grundlegend dem KGV. Lediglich wird der Quotient aus aktuellem Aktienkurs und der Gewinnschätzung für das relevante Basisjahr zusätzlich durch die jährliche Wachstumsrate des Gewinns oder des Umsatzes geteilt.<sup>177</sup> Demgemäß ist das PEG folgendermaßen definiert:

$$PEG = \frac{K_0 / G_1}{\text{geschätztes Gewinnwachstum}_{\text{Basis zweites Schätzjahr}+5 \text{ Jahre}}}$$

$K_0$  = aktueller Kurs der Aktie in  $t = 0$                        $G_1$  = geschätzter Gewinn je Aktie in  $t = 1$

Abbildung 11: Berechnung Price/Earnings-to-Growth-Ratio (Quelle: Adrian (2005), S.79.)

Für eine aussagekräftige Bewertung sind für Vergleichsunternehmen auf gleiche Schätzhorizonte und gleiche Risikograde zu achten.<sup>178</sup>

#### *Bewertung des PEG-Ratio als bewertungsrelevanter Multiplikator*

Obwohl es gegenüber dem statischen KGV mit dem Gewinnwachstum eine zukunftsorientierte und dynamische Größe miteinbezieht, ist das PEG jedoch komplexen Bewertungsmodellen, wie dem DCF-Verfahren, in der Bewertungs- und Schätzgenauigkeit unterlegen.<sup>179</sup>

Ein Nachteil des PEG-Ratio-Multiplikators ist die ungenügende Berücksichtigung unterschiedlicher Wachstumsraten.<sup>180</sup> Außerdem wird die Wachstumsrate auch durch nicht

<sup>174</sup> Bewertet der Markt die ausgesuchten Vergleichsunternehmen zu hoch/zu niedrig wird auch das KGV des Bewertungsobjektes diesem Trend angeglichen; KGV bei konjunkturzyklischen Unternehmen sehr volatil – in Verlustsituationen mit übergroßem KGV (Ausreisereffekt), dadurch Verzerrungen bei Mittelwerten wenn als Vergleichsunternehmen in Betrachtung gezogen.

<sup>175</sup> Vgl. Adrian (2005), S.77 ff.

<sup>176</sup> Adrian sieht 5 Jahre als guten Kompromiss zwischen Schätzgenauigkeit und mittel- bis langfristigem Horizont, um Verzerrungen aufgrund schwankender Gewinne zu neutralisieren, Vgl. Adrian, Felix (2005), S.80.

<sup>177</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.147.

<sup>178</sup> Vgl. Adrian (2005), S.82.

<sup>179</sup> Vgl. Adrian (2005), S.79.

berücksichtigte Faktoren wie Reinvestitionsrate und Rentabilität beeinflusst, was einen proportionalen Zusammenhang zwischen KGV und Gewinnwachstum ausschließt.<sup>181</sup> Ein weiterer Kritikpunkt sind subjektive Einflüsse, da bei hohen Kapitalkosten und damit höherem Gewinnrisiko Zu- oder Abschläge notwendig sind.<sup>182</sup> Zusätzlich haben auch die dem KGV entgegenzubringenden Kritikpunkte bei der Beurteilung des PEG Bestand.<sup>183</sup>

### **3.1.3. Kurs/Cashflow- Verhältnis (KCF)**

Während zur Berechnung des KGV die Marktkapitalisierung zum Jahresüberschuss ins Verhältnis gesetzt wird, berechnet sich das KCF auf Grundlage der Cash-Flows. Der Cash-Flow beschreibt alle verfügbaren Mittel (Zahlungsüberschuss / Defizit) im Unternehmen und gibt somit Auskunft über die Ertrags- und Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens.<sup>184</sup> Das KCF zielt somit auf die Zahlungsströme und nicht auf die Gewinngrößen im Unternehmen ab.<sup>185</sup>

Die Berechnung der Cash-Flows kann auf der Basis aller Zahlungsvorgänge (direkt) oder der GuV und seinen Veränderungen (indirekt) erfolgen. Letztere wird im Rahmen dieser Arbeit vorgestellt, da die nötigen Informationen für eine direkte Ermittlung für gewöhnlich nicht zugänglich sind.<sup>186</sup> Eine sich in Deutschland bewährte indirekte Methode, ist die Ermittlung des Cashflows nach DVFA/SG Definition<sup>187</sup>. Diese beruht nur auf Zahlungen auf der Entstehungsseite, weshalb von Cash Earnings gesprochen wird.<sup>188</sup>

---

<sup>180</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.147.

<sup>181</sup> Vgl. Langguth (2008), S.37; Adrian (2005), S.85.

<sup>182</sup> Vgl. Adrian (2005), S.85.

<sup>183</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.207.

<sup>184</sup> Vgl. Seppelfricke, P. (2003), S.147; Berner/Rojahn (2003), S.157.

<sup>185</sup> Vgl. Trageser (2005), S.86.

<sup>186</sup> Vgl. Trageser (2005), S.86.

<sup>187</sup> Siehe Anhang, Abbildung 37: Ermittlung der Cash Earnings nach DVFA/SG Methode.

<sup>188</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.147; Trageser (2005), S.89.

Trageser<sup>189</sup> hält jedoch die nach DVFA/SG ermittelten Cash-Earnings nicht für multiplikatorfähig, da diese Größe keine Nachhaltigkeit besitzt. Er schlägt die Verwendung eines bewertungsrelevanten Cash Earnings vor:

**Jahresabschluss/ -fehlbetrag**

+/- Bereinigung um einmalige Sondereinflüsse nach Steuern, unabhängig von ihrer Zahlungswirksamkeit

**= Nachhaltiger Jahresabschluss/ -fehlbetrag**

+/- Korrektur um nachhaltige (regelmäßig anfallende) nicht zahlungswirksame Aufwendungen/Erträge vor Steuern

**= Bewertungsrelevante Cash Earnings**

+/- Korrektur um Anteile Dritter an Cash Earnings

**= Bewertungsrelevante Cash Earnings nach Anteilen Dritter**

Abbildung 12: Ermittlung der bewertungsrelevanten Cash Earnings (Quelle: Trageser (2005), S.90.)

Um neben der Nachhaltigkeit auch die Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen zu gewährleisten, dürfen Steuerlatenzen aus Verlustvorträgen nicht eliminiert werden.<sup>190</sup> Für einen aussagekräftigen Vergleich ist es darüber hinaus wichtig, bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen auf gleiche Kapitalintensitäten und Investitionssituationen zu achten. Unterschiedliche Investitionssummen in das Umlauf- oder Anlagevermögen vermindern die Vergleichbarkeit des Kurs/ Cash-Earnings-Multiplikators erheblich.<sup>191</sup>

In Multiplikatormodellen ist immer die Konsistenz zwischen der Referenz- und der Bezugsgröße zu achten, weshalb auch der Wert des Eigenkapitals an die Cash Earnings angeglichen werden muss. Sondereinflüsse mit einmaligem, außerordentlichem oder zeitlich begrenztem Charakter sind separat zu bewerten und zur Marktkapitalisierung anzuhängen bzw. abzuziehen. Für die Berücksichtigung von Stock Options, sind diese Optionen zum Wert des Eigenkapitals hinzuzurechnen.<sup>192</sup>

*Bewertung des KCV als bewertungsrelevanter Multiplikator*

Die Bereinigung der Cash Earnings um nicht zahlungswirksame Aufwandspositionen, ermöglicht einen international vergleichbaren Maßstab für die Bewertung der Finanz- und

<sup>189</sup> Vgl. Trageser (2005), S.89 ff.

<sup>190</sup> Bei HGB Abschlüssen sind fehlende aktive latente Steuern fiktiv hinzuzufügen. Der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt sich dann wie folgt: Bewertungsrelevante Cash Earnings x Multiplikator + Barwert der Steuerersparnisse aus der Nutzung des Verlustvortrages, Vgl. Trageser (2005), S.91.

<sup>191</sup> Vgl. Trageser (2005), S.92.

<sup>192</sup> Vgl. Trageser (2005), S.93.

Ertragskraft eines Unternehmens.<sup>193</sup> Vor allem die Einbeziehung nachhaltiger, nicht zahlungswirksamer Aufwendungen bzw. Erträge ist als Vorteil, gegenüber rein auf Ertragsgrößen bezogene Bezugsgrößen (EBIT, DVFA/SG), zu sehen. Einflüsse durch planmäßige Abschreibungen bzw. verschiedene Abschreibungspolitiken sind nicht möglich.<sup>194</sup> Diese Unabhängigkeit begründet einen wesentlichen Vorteil des KCV gegenüber dem KGV.<sup>195</sup>

Obwohl eine Beeinflussung durch Abschreibungen ausgeschlossen wird, eröffnen unterschiedliche Rechnungslegungen trotzdem einige bilanzpolitische Spielräume<sup>196</sup> und machen grenzüberschreitende Unternehmensvergleiche schwierig. Gleiches gilt für die Sensibilität gegenüber unterschiedlichen Steuerbelastungen, da das KCV auf Größen nach Steuern beruht.<sup>197</sup>

Verwässerungen der Aussagekraft durch unterschiedliche Verschuldungsgrade sind, wie auch beim KGV, nicht auszuschließen, da auch die bewertungsrelevanten Cash Earnings nach Abzug der Fremdkapitalzinsen definiert sind.<sup>198</sup> Durch die Konzentration auf die Entstehungsseite dienen die bewertungsrelevanten Cash Earnings nicht für Aussagen über die tatsächliche Liquiditätslage des Unternehmens. Deshalb sollte das Kurs/Cash Earnings Verhältnis lediglich als Ergänzung des KGV gesehen werden, vor allem wenn Bewertungs- und Vergleichsunternehmen ähnliche Finanzierungsstrukturen und Kapitalintensitäten aufweisen.<sup>199</sup>

#### **3.1.4. Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)**

Sind bisher nur Stromgrößen als Bezugsgrößen dargestellt worden, so findet mit dem Einsatz des Buchwertes auch eine Bestandsgröße Anwendung unter den Equity-Multiplikatoren. Definiert ist das KBV als Quotient aus dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Buchwert des Eigenkapitals. Durch die Einbeziehung von Substanzwerten in die Betrachtung, gilt das KBV als sehr praktikabel für die Aufdeckung von Unter- und Überbewertungen<sup>200</sup>.

---

<sup>193</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.147; Berner/Rojahn (2003), S.155.

<sup>194</sup> Vgl. Trageser (2005), S.94; Berner/Rojahn (2003), S.157.

<sup>195</sup> Vgl. Langguth (2008), S.37; Seppelfricke (2003), S.148; Trageser (2005), S.94.

<sup>196</sup> Ansatz von Anlagen im Bau, Aktivierung von F+E Aufwendungen.

<sup>197</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.148; Langguth (2008), S.39; Trageser (2005), S.94.

<sup>198</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.148, Trageser (2005), S.94.

<sup>199</sup> Vgl. Trageser (2005), S.92 ff.

<sup>200</sup> Zu beachten: nicht zwangsläufig deutet ein niedriges/hohes KBV auf eine Unter-/Überbewertung hin, erst unter Berücksichtigung der Eigenkapitalrendite und im Vergleich zu einer Gruppe von Vergleichsunternehmen mit gleiche Ertragskraft, Wachstumsrate und Risikostrukturen, Vgl. Kuhlmann (2005b), S.99.

Demgemäß werden Unternehmen, deren Börsenkurs unter dem Buchwert des Eigenkapitals je Aktie liegt, tendenziell als unterbewertet angesehen.<sup>201</sup>

Für die Berechnung des Eigenkapitals zu Buchwerten gilt folgende allgemein gültige Definition, welche notwendige Bereinigungen enthält um Verzerrungen durch unterschiedliche Bilanzierungsmethoden weitestgehend zu eliminieren:

<p><b>Gezeichnetes Kapital</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>+ Rücklagen (Gewinn- und Kapitalrücklagen)</li><li>+ Bilanzgewinn/ -verlust</li><li>+ Eigenkapitalanteil des Sopo mit Rücklagenanteil (bei HGB Abschlüssen)</li><li>- Rücklagen für eigene Aktien (bei HGB Abschlüssen)</li><li>- Dividende für das Berichtsjahr</li><li>- Aktivierte Aufwendungen für Ingangsetzung und Erweiterung des</li><li>- Anteile Dritter</li></ul> <p><b>= Eigenkapital zu bilanziellen Buchwerten</b></p>
---

Abbildung 13: Berechnung des KBV (Quelle: Kuhlmann (2005b), S.95.)

Wie auch beim KGV, spielen vor allem die Eigenkapitalrendite, die Eigenkapitalkosten und die Wachstumsrate, bezüglich des Einflusses auf den Multiplikator, eine entscheidende Rolle. Analog zur Herleitung des KGV, ist auch im Falle des KBV vom DDM nach Gordon auszugehen,<sup>202</sup> soweit die Eigenkapitalkosten größer als die Dividendenwachstumsrate sind.<sup>203</sup> Unabhängig davon, besteht eine positive Korrelation zwischen dem KBV und dem Verhältnis von Eigenkapitalrendite (ROE) und Eigenkapitalkosten. Übersteigen die ROE die Kosten des Eigenkapitals, so hat auch das KBV einen Wert über eins und es wird eine Wertsteigerung erzielt. Im umgekehrten Fall bleibt das KBV unter eins und es kommt zur Wertvernichtung.<sup>204</sup>

#### *Bewertung des KBV als bewertungsrelevanter Multiplikator*

In der Regel gilt ein objektiv ermittelter Buchwert als guter Substanzwertindikator.<sup>205</sup> Somit gilt eine Bewertung mittels des KBV vor allem bei Branchen mit traditionell hohen

<sup>201</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.148; Kuhlmann (2005b), S.95.

<sup>202</sup> Siehe Anhang, Abbildung 38: Herleitung des KBV aus dem DDM nach Gordon.

<sup>203</sup> Vgl. Kuhlmann (2005b), S.95.

<sup>204</sup> Vgl. Kuhlmann (2005b), S.95 nach Günther, „Unternehmenswertorientiertes Controlling“ (1997), S.225.

<sup>205</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.148.

Substanzwerten (Industrieunternehmen) als aussagekräftig.<sup>206</sup> In diesen Fällen erweist sich das KBV als sehr praktikabel für die Aufdeckung von Unter- und Überbewertungen.<sup>207</sup>

Jedoch ermöglicht das KBV keine Aussagen über zukünftige Erfolgspotenziale.<sup>208</sup> Weiterhin müssten die Buchwerte der zu vergleichenden Unternehmen, um einen konsistenten Wert zu erhalten, auf eine einheitliche Basis gebracht werden. Umfangreiche Bereinigungen, aufgrund von unterschiedlichsten Bilanzierungsmethoden (Ansatz- und Bewertungswahlrechte) und Rechnungslegungsstandards, wären deshalb für eine Vergleichbarkeit notwendig.<sup>209</sup> Weitere Verzerrungen sind bei Unternehmensakquisitionen und der damit verbundenen Aktivierung immaterieller Vermögensgegenstände zu beachten.<sup>210</sup>

Durch häufige Abweichung des bilanziellen Eigenkapitals vom tatsächlichen eingesetzten Eigenkapital, z.B. durch Bildung stiller Reserven, kann es zu unterschiedlichen Bewertungen von Unternehmen mit identischem eingesetztem Eigenkapital kommen.<sup>211</sup>

Pauschalaussagen für KBV-Werte sind auch nicht möglich. So können, aufgrund akquisitorischem Wachstum oder einer hohen Verschuldung, profitable Unternehmen ein KGV von unter eins aufweisen. Auch ein überdurchschnittlich hohes KBV kann, z.B. in Fällen von Wachstumsunternehmen, als angemessene Bewertung gesehen werden.<sup>212</sup>

Trotzdem gilt festzuhalten, dass die notwendigen Daten leicht zu erfassen sind und das KBV vor allem durch die Ausschaltung des unternehmensspezifischen Risikos als stabile Bewertungsgröße gelten kann.<sup>213</sup> Im Gegensatz zum KGV ist eine Anwendung auch in Verlustsituationen möglich und Verzerrungen können durch Peer-Group-Vergleiche mit passenden Vergleichsunternehmen eingegrenzt werden.<sup>214</sup>

### **3.1.5. Bewertung von Equity-Multiplikatoren**

Problematisch, hinsichtlich der Verwendung von Equity-Multiplikatoren, ist der starke Einfluss des Verschuldungsgrades auf die Eigenkapitalkosten und somit auf die Vergleichbarkeit von Unternehmen mit unterschiedlichen Kapitalstrukturen.<sup>215</sup> Deshalb sind

---

<sup>206</sup> Vgl. Langguth (2008), S.39.

<sup>207</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.148.

<sup>208</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.149.

<sup>209</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.149; Langguth (2008), S.39; Kuhlmann (2005b), S.100.

<sup>210</sup> Vgl. Langguth (2008), S.39; Kuhlmann (2005b), S.100.

<sup>211</sup> Vgl. Kuhlmann (2005b), S.101.

<sup>212</sup> Vgl. Kuhlmann (2005b), S.101.

<sup>213</sup> Vgl. Langguth (2008), S.39; Kuhlmann (2005b), S.101.

<sup>214</sup> Vgl. Kuhlmann (2005b), S.101.

<sup>215</sup> Vgl. Langguth (2008), S.37 nach Löhnert/Böckmann.

vor allem Vergleichsunternehmen mit ähnlichen Kapitalstrukturen auszuwählen.<sup>216</sup> Vorteilhaft ist im Vergleich zu Entity-Multiplikatoren der stellenweise berücksichtigte Einfluss des zukünftigen Wachstums in den Multiplikator (PEG-Ratio).<sup>217</sup>

### 3.2. Entity-Multiplikatoren

Im Zentrum von Bewertungen anhand von Entity-Multiplikatoren steht die Fähigkeit von Unternehmen Einzahlungsüberschüsse zu erzielen sowie eine finanzierungsentscheidungsunabhängige Wertermittlung.<sup>218</sup> Als Referenzgröße gilt hier der so genannte Enterprise Value (EV), welcher den Marktpreis des gesamten Unternehmens (Eigenkapital & Fremdkapital) widerspiegelt.<sup>219</sup> Deshalb sind dem EV absolute ergebnisorientierte Bezugsgrößen ins Verhältnis zusetzen, welche Hinweise auf die gesamte operative Ertragskraft, ohne Rücksicht auf die Kapitalstruktur und somit den Finanzierungsentscheidungen, geben.<sup>220</sup> Das Grundschema bei der Berechnung von Unternehmenswerten anhand von Entity-Multiplikatoren ist folgendes:

$M = \frac{EV_V}{B_v}$	$R_b = B_b * M - FK$	<p>R = Unternehmenswert          B = Bezugsgröße (z.B. EBIT, operativer Cash-Flow)          b = des Bewertungsobjektes          v = des Vergleichsobjektes          FK = verzinsliches Fremdkapital</p>
------------------------	----------------------	---

Abbildung 14: Ermittlung des Unternehmenswertes anhand von Entity-Multiplikatoren (eigene Darstellung)

#### 2.2.1. Enterprise-Value (EV)

Der Enterprise-Value ist, wie eingangs bereits erwähnt, die Summe aus den Marktwerten des Eigen- und des Fremdkapitals und wird in der Regel zu einem operativen Ergebnis (z.B. EBIT, EBITDA) vor Steuern ins Verhältnis gesetzt. Ziel des EV ist es, das operative Risiko und die Fähigkeit, Einzahlungsüberschüsse zu erzielen, zu bewerten.<sup>221</sup> Jedoch sollte dabei nicht der gesamte Marktwert des Unternehmens abgebildet werden, sondern nur der Marktwert des operativen Geschäfts vor Steuerabzug. Der Grund dafür ist der Marktwert eines Unternehmens, welcher nicht nur die zukünftigen operativen Ergebnisse einschließt, sondern auch Vermögensgegenstände, welche nicht zur Erzielung der Bezugsgrößen

<sup>216</sup> Vgl. Berner/Rojahn (2003), S.157.

<sup>217</sup> Vgl. Adrian (2005), S.85.

<sup>218</sup> Vgl. Langguth (2008), S.37; Wagner (2005), S.20.

<sup>219</sup> Vgl. Berner/Rojahn (2003), S.158; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.207.

<sup>220</sup> Vgl. Krolle (2005), S.20; Langguth (2008), S.37.

<sup>221</sup> Vgl. Krolle (2005), S.20.

erforderlich sind. Derartige Vermögensgegenstände, wie Beteiligungen, Wertpapiere oder nicht betriebsnotwendige Immobilien, sind daher aus der Berechnung des EV herauszunehmen.

Weiterhin empfiehlt sich eine Bereinigung um auffällige Unterschiede von unterschiedlichen Steuerbelastungen, den Barwert steuerlicher Verlustvorträge, sowie Korrekturen um die Anteile Dritter, um die Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Unternehmen zu gewährleisten.<sup>222</sup> Grundsätzlich wird bei der Berechnung des EV von der Marktkapitalisierung ausgegangen, welche darauffolgend um spezielle Posten erweitert wird. Wichtig in diesem Punkt ist jedoch, dass Referenzgröße und Bezugsgröße in einem konsistenten Zusammenhang stehen.<sup>223</sup>

Im Rahmen dieser Arbeit wird auf folgender EV-Berechnung<sup>224</sup> aufgebaut:

<p><b>Marktkapitalisierung</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>+ Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals (Bankkredite, Gesellschafterdarlehen, Anleihen, Genussrechte )</li><li>+ Marktwert Anteile Dritter</li><li>+ Marktwert ausstehender Optionen</li><li>- nicht betriebsnotwendiges Vermögen/Überschussliquidität</li><li>- Marktwert von Beteiligungen</li></ul> <p>= <b>Enterprise-Value</b></p>
--

Abbildung 15: Berechnung des Enterprise Value (Quelle: Krolle (2005), S.28 ff.)

### 3.2.2. *Enterprise-Value / EBIT und auf dem EBIT beruhende Größen*

Earnings before interest and taxes, kurz EBIT, bezeichnet das Ergebnis eines Unternehmens vor Ertragssteuer und Zinszahlungen an Fremdkapitalgeber.<sup>225</sup> Sind Zinserträge ein notwendiger Bestandteil des operativen Geschäfts, sind diese ebenfalls in das EBIT einzubeziehen.<sup>226</sup> Das EBIT bildet die Ertragslage sehr genau ab und dient als guter Ausgangspunkt für die Prognose zukünftiger Ertragskraft. Mögliche Verzerrungen durch unterschiedliche Verschuldungspolitiken oder Steuerbelastungen, wie sie bei den Equity-Multiplikatoren zu finden sind, werden ausgeschlossen.<sup>227</sup> Außerdem ermöglicht das EBIT einen aussagekräftigen Vergleich von Unternehmen mit unterschiedlichen Kapitalintensitäten

<sup>222</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.150 ff.

<sup>223</sup> Vgl. Krolle (2005), S.28.

<sup>224</sup> Genauere Ausführungen zu den Gründen in Krolle (2005), S.28 ff.

<sup>225</sup> Vgl. Krolle (2005), S.27.

<sup>226</sup> Vgl. Krolle (2005), S.26.

<sup>227</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.152; Berner/Rojahn (2003), S.158.

und Kapitalstrukturen.<sup>228</sup> Durch die Vor-Steuer-Berechnung werden zudem Verzerrungen aufgrund unterschiedlicher Steuerbelastungen ausgeschlossen, was ebenfalls für den Einsatz in internationalen Vergleichen spricht.<sup>229</sup> Aufgrund vorhandener Spielräume bei der Bilanzierung verschiedener Aufwandspositionen, empfiehlt es sich auch beim EBIT einige Bereinigungen vorzunehmen. Ansonsten droht eine Verwässerung des Multiplikators durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden.<sup>230</sup>

Möglichkeiten zur Verwendung bereinigter Bezugsgrößen bieten das *EBDIT* (Earnings before depreciation, interest and taxes) und das *EBITDA* (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization).<sup>231</sup> Das EBDIT entspricht dem EBIT, vergrößert um Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen.<sup>232</sup> Das EBITDA baut auf dem EBDIT auf und ist der Gewinn vor Zinsen, Ertragssteuern und Abschreibungen auf das materielle und immaterielle Vermögen.<sup>233</sup> Besonders für internationale Bewertungsvergleiche empfiehlt sich das EBITDA, da wesentliche Bilanzierungsverzerrungen eliminiert sind.<sup>234</sup> Da das EBITDA jedoch nicht dem Free Cashflow entspricht, eignet es sich nicht bei Vergleichen von Unternehmen unterschiedlicher Kapitalintensitäten, einem eigentlichen Vorteil der EV/EBIT-Multiplikatoren.<sup>235</sup>

Wird ein EBIT um alle relevanten außerordentlichen und aperiodischen Effekte bereinigt, wird vom *bereinigten EBIT* gesprochen. Aufbauend auf dieser Größe wird das sogenannte *NOPAT* (net operating profit adjusted taxes) ermittelt. Errechnet durch die Versteuerung des bereinigten EBIT wird es auch als operatives Ergebnis nach Steuern bezeichnet.<sup>236</sup>

Durch eine weitergehende Bereinigung um alle zahlungsunwirksamen Vorgänge erhält man den *operativen Cash-Flow (OCF)*, einen sehr guten Performance-Indikator für einen Vergleich der operativen Ertragskraft zweier Unternehmen. Durch weitergehende Bereinigung von Unterschieden in der Bilanzierungsmethodik, ist der OCF noch geringer gegen zyklische Verzerrungen anfällig und eignet sich somit ebenfalls für grenzüberschreitende Unternehmensvergleiche.<sup>237</sup>

---

<sup>228</sup> Vgl. Langguth (2008), S.39.

<sup>229</sup> Vgl. Krolle (2005), S.28.

<sup>230</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.152; Krolle (2005), S.47.

<sup>231</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.152.

<sup>232</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.152.

<sup>233</sup> Vgl. Langguth (2008), S.40.

<sup>234</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.152; Krolle (2005), S.26 und S.47; Berner/Rojahn (2003), S.158.

<sup>235</sup> Vgl. Krolle (2005), S.47.

<sup>236</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.153.

<sup>237</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.154.

Besonders interessant für Investoren ist der aus dem OCF zu ermittelnde *Operative Free Cash-Flow (OFCF)*, da dieser auf die Generierung von Einzahlungsüberschüssen abstellt, welcher die verfügbaren Geldmittel nach Abzug des für Investitionen bereits gebundenen Kapitals angibt.<sup>238</sup> Trotzdem können unregelmäßige Investitionstätigkeiten und schwankende Rückstellungen zu Verzerrungen führen.<sup>239</sup>

Ausgehend von der Ermittlung des EBIT nach dem Gesamtkostenverfahren ergibt sich folgende Berechnung für die auf dem EBIT basierenden Ertrags- und Erfolgsgrößen:

<b>Gesamtleistung des Unternehmens</b>	<b>EBIT</b>
- Materialaufwand	+/- Bereinigungen
- Personalaufwand	= EBIT (bereinigt)
- Abschreibungen (inkl. Goodwill)	- Steuern auf EBIT
+/- sonst. Erträge/Aufwendungen	<b>= NOPAT</b>
+ operativer Zinsertrag	+ Abschreibungen auf Sachanlage- /Umlaufvermögen
<b>= EBIT</b>	+ Veränderung langfristiger Rückstellungen
+ Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen	+/- zahlungsunwirksamer Aufwendungen/Erträge
<b>= EBDIT</b>	<b>= OCF</b>
+ Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände	- Bruttoinvestitionen in das Anlagevermögen
<b>= EBITDA</b>	- Bruttoinvestitionen in das Nettoumlaufvermögen (WC)
	<b>= OFCF</b>

Abbildung 16: Berechnung der auf dem EBIT basierenden Bezugsgrößen<sup>240</sup>

### 3.2.3. *Enterprise-Value / Umsatz*

Für den Ausschluss von Verzerrungen durch abweichende Rechnungslegungen und Bilanzierungsmethoden, kann ferner der Umsatz ins Verhältnis zum EV gesetzt werden.<sup>241</sup> Diese Neutralität gegenüber bilanziellen Wahlrechten, sowie eine relative einfache Ermittlung, macht Umsätze zu gut vergleichbaren (vor allem internationalen) Performance-Indikatoren.<sup>242</sup> Einen weiteren Vorteil bieten Multiplikatoren auf Basis der Umsätze in

<sup>238</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.154.

<sup>239</sup> Vgl. Langguth (2008), S.40.

<sup>240</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S. 153 ff; Krolle (2005), S.22.

<sup>241</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.208.

<sup>242</sup> Vgl. Langguth (2008), S.39;Schwetzler/Warfsmann (2005), S.49.

Verlust- oder Turn-Around-Situationen.<sup>243</sup> Dies gilt speziell für unprofitable- und Wachstumsunternehmen, soweit noch keine repräsentativen Ergebniszahlen vorliegen.<sup>244</sup>

Neben zahlreichen Vorteilen weist aber auch die Ermittlung von Unternehmenswerten auf Basis von Umsatzzahlen spezielle Schwächen auf. Zum Einen sind aktuelle Umsatzzahlen nur geringfügig in der Lage, die zukünftige Performance eines Unternehmens auszudrücken. Deshalb empfiehlt sich ein Vergleich anhand von Umsatzzahlen nur in Situationen, in denen die Vergleichsunternehmen nahezu identische Charakteristika aufweisen.<sup>245</sup>

Sogar der Zusammenhang zwischen EV und Umsatz kann kritisch gesehen werden, da eine Verdopplung des Umsatzes nicht zwangsläufig zu einer Verdoppelung des Unternehmenswertes führt.<sup>246</sup> Um trotzdem über den EV/Umsatz-Multiplikator sinnvolle Unternehmenswerte zu ermitteln, ist es notwendig, das Vergleichs- und Bewertungsobjekt annähernd gleiche Risikoprofile und Renditepotenziale aufweisen.<sup>247</sup> Ansonsten können EV/Umsatz-Multiplikatoren lediglich als schnelle und grobe Hilfskonstruktionen für die Ermittlung von Unternehmenswerten gesehen werden, da er wichtige Informationen (z.B. Rentabilität, Ertragskraft) nicht abbildet.<sup>248</sup>

### 3.2.4. Enterprise-Value / Capital-Employed (CE)

Wie auch das KBV bei den Eigenkapital-Basierten-Multiplikatoren, wird beim EV/CE Multiplikator der Buchwert als Bezugsgröße verwendet. Im Gegensatz zum KBV wird jedoch das eingesetzte Eigen- und Fremdkapital zu Buchwerten zum gesamten Unternehmenswert ins Verhältnis gesetzt.<sup>249</sup> Der CE kann entweder über die Aktiv- oder aber auch über die Passivseite der Bilanz ermittelt werden.

Berechnung über Aktivseite	Berechnung über Passivseite
Buchwert des Sachanlagevermögens	Eigenkapital
+ Buchwert der immaterielle Vermögensgegenstände	+ Netto-Finanzverbindlichkeiten
	+ Pensionsrückstellungen

<sup>243</sup> Vgl. Schwetzler/Warfsmann(2005), S.48; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.208.

<sup>244</sup> Vgl. Schwetzler/Warfsmann (2005), S.48; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.208.

<sup>245</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.156; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.208.

<sup>246</sup> Vgl. Schwetzler/Warfsmann (2005), S.50.

<sup>247</sup> Vgl. Schwetzler/Warfsmann (2005), S.50.

<sup>248</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.156; Schwetzler/Warfsmann (2005), S.54.

<sup>249</sup> Vgl. Kuhlmann (2005), S.58.

+ Working Capital	- Buchwerte der Beteiligungen im Finanzanlagevermögen
+ sonstige unverzinsliche Aktiva	+ Anteile Dritter <sup>250</sup>
- sonstige unverzinsliche Passiva	= Capital Employed zu Buchwerten
= Capital Employed zu Buchwerten	

Abbildung 17: Ermittlung des Capital-Employed zu Buchwerten (Quelle: Kuhlmann (2005), S.58.)

Jedoch ist das Verhältnis EV/CE kein allein stehendes Bewertungsmaß. Um eine genaue Aussage bezüglich des Unternehmenswertes zu treffen, ist ein Vergleich der Rentabilitätsgröße Return on Capital Employed (RoCE) vorteilhaft. Der RoCE (EBIT/CE) beschreibt wie rentabel und effektiv Eigen- und Fremdkapital eingesetzt werden. Fallen EV/CE und RoCE verhältnismäßig gleich aus (hoch oder niedrig) kann das Unternehmen als angemessen bewertet angesehen werden. Steht einem hohen EV/CE aber ein niedriger RoCE gegenüber, ist bei konstantem RoCE von einer Überbewertung auszugehen. Im umgekehrten Fall kann auf eine Unterbewertung geschlossen werden. Für eine detaillierte Auswahl von unter- und überbewerteten Unternehmen kann die Kennzahl (EV/CE)/RoCE weiterhelfen, da diese zusätzlich das EBIT mit in die Betrachtung einschließt.<sup>251</sup> Die Kennzahl errechnet sich folgendermaßen:

$$\frac{EV/CE}{RoCE} = \frac{\frac{EV}{CE}}{\frac{EBIT}{CE}} = \frac{EV}{CE} * \frac{CE}{EBIT} = \frac{EV}{EBIT}$$

Abbildung 18: Das Verhältnis von (EV/CE) / RoCE (Quelle: Kuhlmann (2005), S.59.)

Kritisch zu bewerten ist, wie auch schon beim KBV, dass eine Vergleichbarkeit der Zahlen von verschiedenen Bereinigungen (z.B. stille Reserven, verschiedene Bilanzierungsmethoden) abhängt.<sup>252</sup> Außerdem sind auch beim EV/CE-Multiplikator keine Informationen über die Ertragsstruktur enthalten und es können nur ungenaue Aussagen über substanzstarke Unternehmen abgeleitet werden.<sup>253</sup>

### 3.2.5. Bewertung von Entity-Multiplikatoren

<sup>250</sup> Vgl. Langguth (2008), S.40.

<sup>251</sup> Vgl. Kuhlmann (2005), S.59.

<sup>252</sup> Vgl. Kuhlmann (2005), S.59.

<sup>253</sup> Vgl. Langguth (2008), S.40.

Durch die Konzentration auf Einzahlungsüberschüsse und einer finanzierungsentscheidungsunabhängigen Wertermittlung, ist der Einfluss von verschiedenen Verschuldungsgraden bei EV-Multiplikatoren in der Regel ausgeschlossen.<sup>254</sup> In dieser Unabhängigkeit von der Kapitalstruktur liegt der große Vorteil von Entity-Multiplikatoren, weshalb sie zu den aussagekräftigsten Preisrelationen zählen.<sup>255</sup>

Ein weiterer Vorteil der Entity-Multiplikatoren gegenüber rein Eigenkapital basierten Multiplikatoren, ist die Verwendung von ergebnisorientierten Bezugsgrößen. Aufgrund einer größeren Unabhängigkeit von nationalen Finanzstrukturen wird eine höhere internationale Vergleichbarkeit gewährleistet.<sup>256</sup>

Nachteilig zu sehen ist, besonders bei EV/EBIT Multiplikatoren, die starke Verzerrung des Unternehmenswertes durch unterschiedliche Bilanzierungs- und Abschreibungsmethoden, sowie unterschiedlichen Investitionsphasen.<sup>257</sup>

### 3.3. weitere Multiplikatoren

Für die Bewertung von Kleinunternehmen, bei welchen ein Vergleich mit börsennotierten Unternehmen nicht aussagekräftig ist, kommen in der Bewertungspraxis sogenannte *Branchenmultiplikatoren* zum Einsatz.<sup>258</sup> Besonders junge Unternehmen, ohne Ergebnis- und Umsatzhistorie bzw. in Verlustsituationen, greifen auf diese Multiplikatoren zurück.<sup>259</sup>

Für die Bildung eines branchenspezifischen Multiplikators wird ein Performance-Indikator des zu bewertenden Unternehmens mit dem jeweiligen, allgemein akzeptierten, Branchenmultiplikator multipliziert. Publiziert werden Branchenmultiplikatoren in Wirtschaftsmagazinen und Veröffentlichungen von Handelsorganisationen.<sup>260</sup> Diese branchenspezifischen Multiplikatoren basieren nicht auf Börsenkursen oder Transaktionspreisen, sondern auf monetären oder mengenmäßigen Ertragskraftindikatoren. Das können sowohl der erwirtschaftete Gewinn oder Umsätze sein, als auch branchenspezifische

---

<sup>254</sup> Diese Annahme beruht auf den Modellen von Modigliani/Miller ohne Steuern. Mit Betrachtung von Steuern ist die Unabhängigkeit vom Verschuldungsgrad nicht zwangsläufig - siehe dazu Coeneberg/Schultze (2002a), S.702., Kapitalstruktur Effekte lassen sich dann nur über Zu- und Abschläge regeln, Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.207.

<sup>255</sup> Vgl. Wagner (2005), S.20; Berner/Rojahn (2003); S.158, Küting/Eidel (199), S.229.

<sup>256</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.149.

<sup>257</sup> Vgl. Krolle (2005), S.47.

<sup>258</sup> Vgl. Matschke/Brösel (2007), S.650.

<sup>259</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.157.

<sup>260</sup> Vgl. Langguth (2008), S.43.

Indikatoren wie Anbaufläche oder Kundenanzahl.<sup>261</sup> Im Ergebnis der Multiplikation von Branchenmultiplikator und passender Performance-Größe steht der geschätzte Marktpreis.<sup>262</sup>

Für die Ergänzung einer Equity oder Entity-Bewertung können sogenannte *Non-Financial-Multiplikatoren (NFM)* verwendet werden. Hierbei werden vor allem Kennzahlen, die nicht aus den Bilanzen oder GuV ablesbar sind (z.B. Kapazitäten, Absatzzahlen, User-Daten) zu einer Referenzgröße ins Verhältnis gesetzt. Da sich diese Bezugsgrößen auf den gesamten Unternehmenswert beziehen, empfiehlt sich als Referenzgröße der Enterprise-Value. Auch das Verhältnis zur Marktkapitalisierung kann zur Multiplikatorbildung herangezogen werden. Diese Multiplikatoren sind jedoch hinsichtlich ihrer Aussagekraft kritischer anzusehen,<sup>263</sup> und benötigen eine genaue und kritische Vorabanalyse, inwieweit der ausgewählte Indikator wirklich als Schlüsselgröße zur Ermittlung der zukünftigen Performance bzw. des zukünftigen Cashflow-Potentials dienen kann.<sup>264</sup> Prinzipiell sollte ein Bezug zu den Einzahlungsüberschüssen des Unternehmens nachweisbar sein.<sup>265</sup>

Generell ist zu sagen, dass solche alternativen Multiplikatoren nur grobe Wertschätzungen darstellen und nicht alle individuellen Besonderheiten der Unternehmen berücksichtigen. Auch das Risiko der Kapitalanlage ist nicht qualitativ erfassbar. Außerdem muss bei einer Verwendung von Branchenmultiplikatoren, gleiche Relationen von Umsatz und Kosten unterstellt werden.<sup>266</sup>

Durch die starken Vereinfachungen und den Vergangenheitsbezug sind Branchen- und NFM-Multiplikatoren in ihrer Aussagekraft niedriger als die bereits vorgestellten Multiplikatoren zu betrachten.<sup>267</sup> Dies basiert zum Einen auf den geringen Zusammenhang zwischen gewählter Bezugsgröße und Unternehmenswert sowie zum Anderen auf nicht ausreichend berücksichtigten Ertragswerten der Unternehmen.<sup>268</sup> Jedoch können NFM in Bewertungssituationen eingesetzt werden, in denen die Abschätzung zukünftiger Einnahmeüberschüsse aufgrund fehlender Daten schwierig ist.<sup>269</sup>

Multiplikator	Branche	Berechnung
CAP-Pageviews Ratio	Internet	EV / Zahl der geöffneten Seiten

<sup>261</sup> Vgl. Matschke/Brösel (2007), S.650 ff.

<sup>262</sup> Vgl. Obermeier/Gasper (2008), S.166.

<sup>263</sup> Vgl. Schwetzler/Warfsmann (2005), S.54.

<sup>264</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.156; Schwetzler/Warfsmann (2005), S.54.

<sup>265</sup> Vgl. Schwetzler/Warfsmann (2005), S.54.

<sup>266</sup> Vgl. Langguth (2008), S.43.

<sup>267</sup> Vgl. Matschke/Brösel (2007), S.651.

<sup>268</sup> Vgl. Langguth (2008), S.40.

<sup>269</sup> Vgl. Coeneberg/Schultze (2002), S.699.

Erteilte Patente	Bio-Tech	EV / erteilte Patente
Vertragskunden <sup>270</sup>	Mobilfunk	EV / Vertragskunden
Patientenzahl <sup>271</sup>	Gesundheit	EV / Patientenzahl

Tabelle 6: Beispiele für Non-Financial-Multiplikatoren (Quelle: Schwetzler/Warfsmann (2005), S.55.)

### 3.4. Zusammenfassende Übersicht über mögliche Multiplikatoren

MP	Vorteile	Nachteile
<b>Equity - Multiplikatoren</b>		
KGV	<ul style="list-style-type: none"> <li>• leichte Berechnung</li> <li>• hoher Bekanntheitsgrad</li> <li>• Jahresüberschuss in Bilanzen einsehbar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine Vergleichbarkeit bei unstetigen Gewinnsituationen</li> <li>• keine Anwendung in Verlustsituation</li> <li>• Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad</li> <li>• Unternehmensvergleiche sind kritisch</li> <li>• subjektive Bewertungseinflüsse</li> <li>• keine explizite Berücksichtigung von Risiko und Wachstum</li> <li>• Jahresüberschuss abhängig von nationalem Steuerrecht</li> <li>• Gewinn impliziert auch unternehmensferne Aktivitäten</li> <li>• keine Anwendung bei stark differenzierten Wachstumsprofilen</li> </ul>
PEG-Ratio	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vergleichbarkeit von Unternehmen mit verschiedenen Wachstumsprofilen</li> <li>• einfache Berechnung und Beschaffung von Daten für Vergleichsunternehmen</li> <li>• Gewinnwachstum wird berücksichtigt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• geringe theoretische Fundierung</li> <li>• keine Anwendung in Verlustsituationen</li> <li>• subjektive Beeinflussung möglich</li> <li>• keine Differenzierung nach der Qualität des Wachstums</li> <li>• Verzerrung durch Besonderheiten der Vergleichsunternehmen</li> <li>• Verzerrungen durch differenzierte Rechnungslegungsmethoden</li> </ul>
KCV	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Darstellung der Ertrags- und Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens</li> <li>• keine Beeinflussung durch abweichende Abschreibungsmethoden</li> <li>• Einbeziehung nachhaltiger, nicht zahlungswirksamer Aufwendungen/Erträge</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad</li> <li>• schwierige Vergleichbarkeit durch unterschiedliche Steuerbelastungen und Bilanzspielräumen</li> <li>• keine Verbindung zu DCF-Modellen</li> <li>• geringe Vergleichbarkeit von Unternehmen unterschiedlicher Kapitalintensitäten</li> </ul>
KBV	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Buchwert als guter Substanzwertindikator</li> <li>• einfach zu erfassen</li> <li>• im Zeitablauf stabile Bewertungsgröße</li> <li>• Ausschaltung des unternehmensspezifischen Risikos</li> <li>• Aussagekraft auch in Verlustsituationen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bereinigungen für Vergleiche notwendig</li> <li>• Nichtbeachtung zukünftiger Erfolgspotenziale</li> <li>• Verzerrungen durch Akquisition</li> <li>• nur grobe Pauschalaussagen möglich</li> <li>• aussagekräftig nur für substanzstarke Unternehmen</li> </ul>
<b>Entity - Multiplikatoren</b>		
EV/EBIT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• keine Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad</li> <li>• keine Verzerrungen durch unterschiedliche Steuerbelastungen</li> <li>• Aussage über zukünftige Ertragskraft und Erfolgspotenziale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verfälschungen durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden</li> <li>• keine Anwendung in Verlustsituationen</li> <li>• Nach-Steuer-Vergleiche nur bei Unternehmen mit gleichen</li> </ul>

<sup>270</sup> Vgl. Coeneberg/Schultze (2002), S.698.

<sup>271</sup> Vgl. Moser/Auge-Dickhut (2003), S.11.

	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vergleich von Unternehmen abweichender Kapitalintensitäten</li> </ul>	steuerlichen Gegenseiten möglich
EV/ Umsatz	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine Verzerrungen durch differenzierte Bilanzierungsmethoden</li> <li>einfache Ermittlung</li> <li>Berechnung auch in Verlustsituationen</li> <li>hohe internationale Vergleichbarkeit da keine Bereinigungen aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine Auskunft über zukünftige Entwicklung des Unternehmens</li> <li>Unterschiede bezüglich der Gewinnmargen bleiben weitestgehend unberücksichtigt</li> <li>Teilweise nicht linearer Zusammenhang zwischen EV und Umsatz</li> </ul>
EV/CE	<ul style="list-style-type: none"> <li>Buchwert als guter Substanzwertindikator</li> <li>Bezugnahme auf das für operative Zwecke eingesetzte Kapital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bereinigungen für Vergleichbarkeit notwendig</li> <li>Ertragsstruktur bleibt unberücksichtigt</li> <li>nur für substanzstarke Unternehmen aussagekräftig</li> </ul>
<b>Non-Financial-Multiplikatoren</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Berücksichtigung von branchenspezifischen Werttreibern</li> <li>Berechnung auch in Verlustsituationen</li> <li>NFM enthalten ergänzende Informationen und reduzieren das Risiko für den Analysten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>keine theoretische Fundierung</li> <li>Profitabilität des Unternehmens unzureichend berücksichtigt</li> <li>geringer Zusammenhang zwischen gewählter Bezugsgröße und Unternehmenswert</li> </ul>

## 4. Ablauf der Multiplikatorbewertung

Für eine aussagekräftige vergleichende Analyse nach dem SPCM, ist es notwendig, verschiedene Entscheidungen zu treffen und Daten zu erheben.

Zu Beginn der Bewertung sind genaue Untersuchungen zu Struktur, Kennzahlen (besonders die Jahresabschlussdaten) und Charakteristika des zu bewertenden Unternehmens nach einem Kriterienkatalog festzustellen. Danach gilt es, anhand der vorhanden Daten und der Unternehmenseigenschaften, die vorteilhaftesten Multiplikatoren auszusuchen. Dabei ist zu überprüfen, welche Kennzahlen die Performance des Unternehmens charakterisierend abbilden und inwiefern diese vergleichbar sind. Im dritten Schritt sind passende Vergleichsunternehmen zu einer Vergleichsgruppe (Peer-Group) zusammenzustellen. Ein weiterer Punkt ist die Wahl geeigneter Verdichtungsmethoden für Multiplikatoren, um starke Abweichungen zu neutralisieren. Im letzten Schritt erfolgt die Berechnung des potenziellen Marktpreises bzw. des Unternehmenswertes.<sup>272</sup>

1.	2.	3.	4.
<b>Unternehmensanalyse</b>	<b>Multiplikatorauswahl</b>	<b>Auswahl Peer-Group</b>	<b>Wertermittlung</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Kennzahlen ermitteln</li> <li>Erfolgspotenziale identifizieren</li> <li>Planungsrechnungen erstellen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Equity-Multiplikatoren</li> <li>Entity-Multiplikatoren</li> <li>Non-Financial-Multiplikatoren</li> <li>Branchenmultiplikatoren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>vergleichbarer Bewertungsanlass</li> <li>vergleichbare Unternehmen</li> <li>geeignete</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Berechnung</li> <li>Berücksichtigung indiv. Stärken/Schwächen</li> <li>Berücksichtigung von Zu- und Abschlägen</li> </ul>

<sup>272</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.142; Küting/Eidel (1999), S.229.

Abbildung 19: Ablauf der Unternehmensbewertung anhand von Multiplikatoren  
(Quelle: Seppelfricke (2003), S.143.)

### 1. Unternehmensanalyse

Für die Auswahl von Multiplikatoren und Vergleichsunternehmen werden sehr genaue Kenntnisse über das zu bewertende Unternehmen benötigt. Neben unternehmensspezifischen Charakteristika sind Kennzahlen zu ermitteln und Finanzdaten aufzubereiten. Für eine Multiplikatoranalyse auf Basis zukünftiger Prognosewerte, sind Schätzungen durchzuführen. Um später Vergleichsunternehmen zu finden, sind Kriterien aufzustellen, anhand derer die Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt ausgemacht werden kann. Empfehlenswert ist an dieser Stelle die Erstellung eines Kriterienkataloges. Dieser Kriterienkatalog sollte zum Einen die Eigenschaften und Strukturen der Unternehmen erfassen und zum Anderen mit der Existenz ausreichender und verfügbarer Daten abgewogen werden.<sup>273</sup>

Generell kann gesagt werden, dass Unternehmen vergleichbar sind, wenn sie über Zahlungsströme verfügen, welche in Bezug auf Struktur, Höhe und Unsicherheit ähnlich sind.<sup>274</sup> Inwiefern aber verschiedene Indikatoren Rückschlüsse auf vergleichbare Zahlungsströme liefern bzw. verschiedene Unternehmenscharakteristika in den Peer-Group-Kriterienkatalog eingehen sollen, wird in der Literatur nicht einheitlich bestimmt. Daher wird nachstehend ein zusammengefasster Kriterienkatalog zur Analyse der Unternehmenscharakteristika eines zu bewertenden Unternehmens festgelegt. Anhand dieser Kriterien sind im dritten Schritt ebenfalls die Vergleichsunternehmen zu analysieren und bei Übereinstimmung mit den Charakteristika des Bewertungsobjektes in die Peer-Group aufzunehmen:

#### 1. Qualitative Kriterien

- Branche (da gleiche Wachstumspotenziale, Risiken, Zyklen)
- Unternehmensgröße und Eigentumsverhältnisse (wegen Kostenstrukturen und Wachstumsraten)
- Business Modell ( gleiche Business Modelle ziehen gleiche operative Risiken nach sich)
- Verschuldungsgrad ( unterschiedliche Kapitalstrukturen führen zu unterschiedlichen Risiken)
- Wettbewerbssituation und Wettbewerbsintensität (Identifikation potenzieller Vergleichsunternehmen da gleiche Chancen-Risikoprofile,
- Qualität des Managements
- Länderunterschiede identifizieren (wichtig sind Fremdkapital- und Eigenkapitalkosten wegen unterschiedlicher risikofreier Anlagen, verschiedene Rechtssituationen, Regulierungsauflagen)

<sup>273</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.161.

<sup>274</sup> Vgl. Ballwieser (2007), S.199.

## 2. Finanzielle Kriterien

- Analyse des Jahresabschlusses und Verdichtung der wichtigsten Kennzahlen, Durchführung von Bereinigungen, Identifikation von Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechten
- Durchführung einer Trendanalyse um zukünftige Chancen und Risiken herauszufiltern
- Börsenkurs der Vergleichsunternehmen sollte eine gewisse Handelsvolumina aufweisen um die Aussagekraft zu verstärken

Abbildung 20: Kriterien für die Analyse des zu bewertenden Unternehmens<sup>275</sup>

### 2. Auswahl geeigneter Multiplikatoren

Obwohl Vor- und Nachteile der einzelnen Multiplikatoren bekannt sind, bereitet der Entscheidungsprozess über den zu verwendenden Multiplikator vielen Analysten und Investoren Probleme. Zu Beginn sollte daher geklärt werden, ob Entity- oder eher Equity-Multiplikatoren zur Bewertung geeignet sind. In Fällen gleicher Kapitalstruktur empfiehlt es sich auf die simpleren Equity-Multiplikatoren zurückzugreifen. Beim vorliegen unterschiedlicher Kapitalstrukturen sollten die Verschuldungsgrad-unabhängigen-Entity-Multiplikatoren zur Bewertung herangezogen werden. Erst im zweiten Schritt ist zu entscheiden, welche Multiplikatoren im einzelnen Bewertungsfall vorteilhaft sind.<sup>276</sup>

Grundsätzlich ist bei der Berechnung der verschiedenen Multiplikatoren<sup>277</sup> immer auf die Wahl konsistenter und in Beziehung stehender Bezugs- und Referenzgrößen zu achten. Dabei sind Bezugs- und Referenzgrößen immer auf dieselbe Bewertungsdimension<sup>278</sup> zu beziehen. *Berner/Rojahn*<sup>279</sup> kommen in einer Untersuchung zu dem Schluss, dass vor allem dem KGV- und dem EV/Umsatz-Multiplikator eine gewisse universelle Anwendbarkeit nachkommt. Jedoch sind hierdurch die oben genannten Nachteile dieser Multiplikatoren im konkreten Bewertungsfall nicht zu vernachlässigen und die Anwendungseignung der Multiplikatoren stark branchenabhängig.<sup>280</sup>

<sup>275</sup> Quellen: Wagner (2005), S.13; S; Beckmann/Meister/Meitner (2003), S.104, Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.204 ff; Bausch (2000), S.455.

<sup>276</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner (2003), S.104.

<sup>277</sup> Siehe 2. Formen marktorientierter Multiplikatoren.

<sup>278</sup> Wenn Marktwerte je Aktie, dann auch Bezugsgrößen je Aktie; wenn Marktwerte des Eigenkapitals, dann auch nur Bezugsgrößen, welche nur den Eigenkapitalgebern zustehen wie z.B. der Jahresüberschuss.

<sup>279</sup> Vgl. Berner/Rojahn (2003), S.160.

<sup>280</sup> Vgl. Berner/Rojahn (2003), S.163.

Als sehr detailliert und einer DCF-Bewertung nahe kommend, sieht *Bausch*<sup>281</sup> den EV/OFCF Multiplikator an, weist aber gleichzeitig auf die schwierige Informationsbeschaffung für eine solche Berechnung hin. Auch *Barthel*<sup>282</sup> sieht in den Cash-Flow Multiplikatoren einen Qualitätsvorteil gegenüber dem KGV-Multiplikator und bestätigt die im Zeitablauf zu beobachtende Stabilität von Buchwert-Multiplikatoren. Als anfällig für Bewertungsfehler sieht *Barthel*<sup>283</sup> hingegen die Umsatz-Multiplikatoren.

Letztendlich sollte die Auswahl der gewünschten Multiplikatoren immer von dem zu bewertenden Unternehmen abhängen. Dabei ist auf den Zusammenhang zwischen Unternehmenswert und gewähltem Performance-Indikator zu achten. Für Branchen mit unterschiedlichen Kapitalintensitäten ist nach *Langguth*<sup>284</sup> der EV/EBIT dem EV/EBITDA zu bevorzugen, in stark wachsenden Branchen der PEG-Ratio (wegen unterschiedlichen Wachstumsraten), und bei größeren Margenunterschieden zwischen Vergleichs- und Bewertungsobjekte die Umsatzmultiplikatoren. Je nach Spezifika der Branche, kann zusätzlich auf Non-Financial-Multiplikatoren zurückgegriffen werden.<sup>285</sup>

### 3. Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen

Die Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen ist einer der zentralen Faktoren in der Multiplikatorbewertung und bestimmt die Genauigkeit der gesamten Wertermittlung.<sup>286</sup> Daher ist dieser Auswahlprozess an große Anforderungen geknüpft, was die Auswahl zu einem der problematischsten Teile der Methode macht.<sup>287</sup> Da die Existenz zweier vollkommen gleicher Unternehmen ausgeschlossen werden kann,<sup>288</sup> müssen mehrere börsennotierte Unternehmen ähnlicher Charakteristika gefunden werden, welche in den Punkten des Kriterienkataloges annähernd dem Bewertungsobjekt gleichstehen die meisten Übereinstimmungen mit dem Bewertungsobjekt vorweisen.<sup>289</sup> Es ist daher erforderlich, umfangreiche Unternehmensanalysen anzufertigen, welche die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und wirtschaftliche Lage der Vergleichsunternehmen untersuchen.<sup>290</sup> Weiterhin sind die Finanzdaten auf das Niveau des Bewertungsobjektes zu bringen (z.B. gleiche Bereinigungen, Ermittlung von Ergebnisse nach einheitlichem DVFA/SG-

---

<sup>281</sup> Vgl. Bausch (2000), S. 454.

<sup>282</sup> Vgl. Barthel (2007), S.674.

<sup>283</sup> Vgl. Barthel (2007), S.674.

<sup>284</sup> Vgl. Langguth (2008), S.45.

<sup>285</sup> Vgl. Langguth (2008), S.45.

<sup>286</sup> Vgl. Wagner (2005), S.10; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 203.

<sup>287</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner (2003), S.104; Coeneberg/Schultze (2002), S.697.

<sup>288</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner (2003), S.104; Böcking/Nowak (1999), S.172.

<sup>289</sup> Vgl. Matschke/Brösel (2007), S.645; Seppelfricke (2003), S.161.

<sup>290</sup> Vgl. Böcking/Nowak (1999), S.171.

Schema).<sup>291</sup> Dabei sollten im Ergebnis nur die Unternehmen mit der höchsten Vergleichbarkeit in die Peer-Group aufgenommen werden. Wenige, aber gute, Vergleichsobjekte sind einer Massenauswahl vorzuziehen.<sup>292</sup>

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Bewertungen anhand von Multiplikatoren rechentechnisch einfacher und der Detaillierungsgrad der Prognosen geringer sind als bei Barwertmodellen. Allerdings wird bei einer tiefgründigen Bewertung so hohe Anforderungen an die Analyse und Selektion von Vergleichsunternehmen gestellt, dass dieser Komplexitätsvorteil aufgebraucht wird.<sup>293</sup>

#### 4. Wertermittlung

Im letzten Schritt erfolgt die Ermittlung des Unternehmenswertes. Dabei ergibt sich der gesuchte Wert aus dem Produkt des ausgesuchten Performance-Indikators des Bewertungsobjektes, mit dem dazugehörigen Multiplikator auf Basis der Vergleichsunternehmen (siehe C 2.1.). Welche Multiplikatoren zur Bewertung herangezogen werden, bleibt im Ermessen des Bewerter.<sup>294</sup> Im Regelfall sollten mehrere Multiplikatoren zur Bewertung Anwendung finden und der Wert des Bewertungsobjektes als Durchschnitt<sup>295</sup> verschiedener Multiplikatorwerte gebildet werden.<sup>296</sup>

Werden mehrere Unternehmen zur Bewertung hinzugezogen, sind die Einzelmultiplikatoren der Unternehmen zu einem repräsentativen Multiplikator zu verdichten.<sup>297</sup> Bekannteste und einfachste Methode, ist die Ermittlung eines repräsentativen Multiplikators über das arithmetische Mittel. Da Multiplikatoren in der Regel als nicht symmetrisch normalverteilt gelten, ist die Effizienz des Verfahrens eingeschränkt. Ebenfalls unterliegt der ermittelte Wert bei Ausreißern großen Verzerrungen.<sup>298</sup> Als Alternative sieht *Adrian*<sup>299</sup> das harmonische Mittel als bevorzugten Mittelwert an, da dieser mit Kehrwerten arbeitet und bei größeren Ausreißern genauere Ergebnisse liefert.

---

<sup>291</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002, S.205.

<sup>292</sup> Vgl. Wagner (2005), S.15, Beckmann/Meister/Meitner (2003), S.104.

<sup>293</sup> Vgl. Wagner (2005), S.12.

<sup>294</sup> Vgl. Böcking/Nowak (1999), S.171.

<sup>295</sup> Es kann auch eine Gewichtung der einzelnen ermittelten Werte vorgenommen werden, je nach Robustheit, Zuverlässigkeit, Akzeptanz der jeweiligen Multiplikatoren.

<sup>296</sup> Vgl. Barthel (2007), S.668.

<sup>297</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.163.

<sup>298</sup> Vgl. Seppelfricke (2003), S.163.

<sup>299</sup> Vgl. Adrian (2005), S.67 ff.

Für eine nahezu vollständige Eliminierung von Verzerrungen durch Ausreißerwerte, bietet sich eine Verdichtung der Zahlen über den Median an. Der Median reflektiert das Zentrum der Verteilung besser und minimiert die Absolutbeträge der Abstände zum Median hin.

arithmetisches Mittel	harmonisches Mittel	Median
$M_{AM} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{P_i}{I_i}$	$\frac{1}{M_h} = \frac{1}{n} * \sum_{i=1}^n \frac{1}{P_i/I_i}$	$M_{Med} = \begin{cases} M_{\frac{n+1}{2}}; n \text{ ungerade} \\ \frac{1}{2} (M_{\frac{n}{2}} + M_{\frac{n}{2}+1}); n \text{ gerade} \end{cases}$
M = Multiplikator		I = Performance-Indikator
N = Anzahl Peer-Group Unternehmen		K = Aktueller Kurs
P = Marktpreis		G = Gewinn

Abbildung 21: Verdichtung von Multiplikatoren (Quelle: Adrian (2005), S.67 ff..)

Ausgehend von der zwingenden Börsennotierung der Vergleichsunternehmen, sind in einem letzten Schritt noch bestimmte Bewertungsauf- und -abschläge zu berücksichtigen.

Zum Einen sind Paket- und Kontrollzuschläge zu beachten. Diese ergeben sich aus der Tatsache, dass die verwendeten Marktpreise ohne Berücksichtigung der Kontrollzuschläge nur den Wert für Minderheitenanteile repräsentieren.<sup>300</sup> Im Rahmen von Vergleichsverfahren wird jedoch das gesamte Eigenkapital betrachtet und damit das Recht in einer Mehrheitsposition Einfluss auf die Geschäftsführung des Bewertungsobjektes zunehmen. Dies wird mit einem Aufschlag bedacht.<sup>301</sup> Untersuchungen sprechen von durchschnittlich 40% Prämienaufschlag.<sup>302</sup>

Zum Anderen sind Abschläge aufgrund mangelnder Fungibilität bei nicht börsennotierten Bewertungsobjekten möglich, resultierend aus der mangelnden Marktaktivität und damit eingeschränkter Veräußerbarkeit.<sup>303</sup> Untersuchungen sprechen hierbei von durchschnittlich ca. 30% Fungibilitätsabschlag.<sup>304</sup> Weitere Abschläge können für Unternehmenskonglomerate, Mischkonzerne mit zu undurchsichtiger Unternehmensstruktur vorgenommen werden. Die allgemeine Multiplikatorformel ändert sich mit Ab- und Zuschlägen folgendermaßen:

$R_b = B_b * M + Z - A$	M ... bewertungsrelevanter Multiplikator
-------------------------	--

<sup>300</sup> Vgl. Wagner (2005), S.6.

<sup>301</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner (2003), S.105; Vgl. Böcking/Nowak (1999), S.173.

<sup>302</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann(2002), S.205.

<sup>303</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner (2003), S.105; Böcking/Nowak (1999), S.173.

<sup>304</sup> Vgl. Böcking/Nowak (1999), S.174 nach Bolton „Trust and Estates“ (1990), S.47.

A ... Abschläge
Z ... Zuschläge
b ... des Bewertungsobjektes

Abbildung 22: Berechnung des Unternehmenswertes nach SPCM (eigene Darstellung)

Die Möglichkeit von Bewertungsauf- und -abschlägen, sowie die Verdichtung und Auswahl von Kennzahlen der Vergleichsunternehmen, räumt dem Analysten zwar einen größeren Freiraum bei der Bewertung ein, reduziert aber dadurch die Objektivität der Ergebnisse. Das leichte Verständnis der Multiplikatorverfahren geht deshalb zu Lasten einer leichteren Manipulierbarkeit.<sup>305</sup>

Es ist weiterhin zu beachten, dass unterschiedliche Multiplikatoren unterschiedliche Unternehmenswerte nach sich ziehen. Kommen mehrere Multiplikatoren zum Einsatz, muss ein gewichteter Durchschnittswert ermittelt werden. Ein potenzieller Investor wird sicherlich die Umsatzzahlen stärker gewichten als das EBIT oder EBITDA. Dagegen wird ein eher risikoaverser Analyst den stabilen EBIT- bzw. EBITDA-Größen höhere Bedeutung beimessen. Sollten die Umsatzstrukturen von Vergleichs- und Bewertungsunternehmen geringe Differenzen aufweisen, sind ebenfalls die EBIT- und EBITDA-Ergebnisse stärker zu gewichten.<sup>306</sup>

<sup>305</sup> Vgl. Matschke/Brösel (2007), S.638; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.205.

<sup>306</sup> Vgl. Barthel (2007a), S. 511.

## **D Eignung der Vergleichswertverfahren zur Bewertung deutscher Fußball-Bundesligaclubs**

Nachdem die Charakterisierung deutscher Bundesligaclubs vorgenommen und mögliche Multiplikatoren ausgewählt wurden, wird folgend dargestellt, welche Multiplikatoren sich für eine Bewertung eignen und welche Probleme im Bewertungsprozess entstehen. Dabei wird sich am Ablaufschema der Multiplikatorbewertung orientiert, wobei der erste Schritt „Unternehmensanalyse“ bereits im Kapitel B erfolgt ist.

Von den vier vorgestellten Bewertungskonzeptionen (siehe Punkt C 2.2.2), eignet sich grundlegend nur die SPCM für eine Bewertung deutscher, nicht börsennotierter, Fußballunternehmen. Die RAM, welche auf Preisen für Unternehmensakquisitionen beruht, ist nicht zur Anwendung geeignet, da im Bereich der Fußballunternehmen keine Übernahmen in den letzten Jahren stattgefunden haben. In einigen Verbänden ist eine Übernahme ausdrücklich verboten. Gleich verhält es sich mit der Anwendbarkeit der IPOM. Da zeitnah, zur durchgeführten Untersuchung, keine Börsenemissionen europäischer Fußballunternehmen vorlagen, fehlt es einer Anwendung dieser Konzeption an aktuellen Vergleichspreisen. Im Ergebnis steht nur die Wertermittlung über Marktpreise, vergleichbarer börsennotierter Fußballunternehmen. Welche Unternehmen und Verfahren geeignet erscheinen, wird im nächsten Abschnitt erläutert.

### **1. Auswahl geeigneter Multiplikatoren**

#### *Equity Multiplikatoren*

Wie im Kapitel B dargelegt, zeichnen sich bei den ausgesuchten sechzehn europäischen Börsenclubs starke Differenzen hinsichtlich der Verschuldungsgrade ab. Alleine aus diesem Grund ist allgemein eine Berechnung anhand von Equity-Multiplikatoren nicht zu empfehlen. Obgleich einige Unternehmen vergleichbare Kapitalstrukturen aufweisen, sprechen verschiedene Faktoren gegen die Anwendung der einzelnen Equity-Multiplikatoren. Das KGV ist, wie in Kapitel D ausgeführt, von den ländertypischen Steuerrechten abhängig und nicht in Verlustsituationen anwendbar. Demgemäß ist auch generell eine Anwendung für die Bewertung deutscher Fußballunternehmen nicht zu empfehlen, da viele europäische Clubs Verluste ausweisen und außerdem unterschiedlichen Steuersätzen unterliegen.

Gegen den Rückgriff auf die Cash-Flow-Multiplikatoren sprechen ebenfalls die differenzierten Steuerbelastungen, sowie die stark schwankenden Kapitalintensitäten

zwischen Clubs der Top-5-Ligen und anderen Verbänden. Hinzu kommt, dass die Bilanzen deutscher, nicht börsennotierter Clubs, nur sehr beschränkt zugänglich sind. Ohne ausreichende Informationen für die Ermittlung der Cash-Flows sollte auf die Verwendung von Cash-Flow-Multiplikatoren verzichtet werden.

Das Kurs-Buchwertverhältnis ist zwar die noch geeignetste Equity-Größe, leider fehlt es dem Buchwert an Aussagekraft für die Bewertung von Fußballunternehmen, da nur in Branchen mit hohen Substanzwerten das KBV grobe Pauschalaussagen liefert. Aufgrund der in der Regel niedrigen Substanzwerte bei den untersuchten Unternehmen würde eine Bewertung über diesen Multiplikator deshalb keine aussagekräftigen Ergebnisse liefern.

Obwohl sehr einfach in der Ermittlung und der weiten Verbreitung, ist von einer vergleichswertorientierten Unternehmensbewertung deutscher Bundesligaclubs auf Grundlage von Equity-Multiplikatoren abzuraten.

### *Entity Multiplikatoren*

Im Gegensatz zu den Nachteilen, welche gegen eine Verwendung von Equity-Multiplikatoren sprechen, empfiehlt sich die Anwendung von Entity-Multiplikatoren im Allgemeinen durch die Unabhängigkeit von der Kapitalstruktur und unterschiedlichen Steuerbelastungen, der zu vergleichenden Unternehmen.

In Gewinnsituationen liefert speziell der EV/EBITDA-Multiplikator gute Ergebnisse für eine Bewertung. Der erörterte Nachteil (siehe C 3.4.2), aufwändige Bereinigungen aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungen vornehmen zu müssen, entfällt bei fast allen untersuchten Fußballclubs, da die Bilanzen nach den internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS zusammengestellt wurden. Ebenfalls ist eine Verwendung des EBIT-Multiplikators möglich, da alle Clubs dem FIFA-Reglement zur linearen Abschreibung von Spielerwerten über die Vertragslaufzeit (basierend auf den Anschaffungskosten) unterliegen (siehe B 3.). Genau diese gleichartigen Abschreibungen erklären im Durchschnitt 70% der Gesamtabschreibungen. Trotzdem sollte dem EBITDA, Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern mehr Bedeutung gegeben werden, da es immer zu kleinen Differenzen im Abschreibevorgang von sonstigen Vermögensgegenständen kommt.

Für eine Bewertung in Verlustsituationen empfiehlt sich durch eine grundlegende Vergleichbarkeit der Umsatzstruktur die Anwendung des EV/Umsatz Multiplikators. Speziell die einfache Zugänglichkeit zu den benötigten Informationen und die Unabhängigkeit von unterschiedlichen Bilanzierungsmethoden und Abschreibungen, geben diesem Multiplikator

eine zusätzliche Aussagekraft für Fußballunternehmen. Jedoch sollten starke Abweichungen in den Umsatzstrukturen detaillierter untersucht werden.

Ebenfalls gut geeignet sind grundsätzlich der EV/OCF- bzw. EV/OFCF-Multiplikator, da diese Kennzahlen für die börsennotierten Unternehmen leicht den Jahresabschlüssen zu entnehmen und außerordentliche Effekte eindeutiger ausschließbar sind. Problematischer ist, wie auch beim KCV, die Informationsbeschaffung<sup>307</sup> für die, nicht börsennotierten, deutschen Bundesligaclubs. Da lediglich Borussia Dortmund börsennotiert ist, sind die notwendigen Cash-Flow-Berichte oft für unternehmensexterne Bewerter nicht zugänglich. Auch Übersichten über die Veränderungen des Sachanlage- und Umlaufvermögens werden nicht frei veröffentlicht. Aufgrund dieser Informationsprobleme, sollte der auf dem operativen Cash-Flow basierende Multiplikator nur in Situationen vollständiger Informationen verwendet werden.

Nicht zur Anwendung empfohlen werden kann der EV/CE-Multiplikator, da wie vorangegangen (siehe D 1.1) dargestellt, die buchwertorientierten Multiplikatoren nur in Fällen hoher Substanzwerte geringe Aussagekraft besitzen.

In der Folge können lediglich der EV/EBIT-, EV/EBITDA- und der EV/Umsatz-Multiplikator für eine aussagekräftige Bewertung von deutschen Fußballunternehmen empfohlen werden, insbesondere da gerade diese verwendeten Performance-Indikatoren zu den am meisten publizierten Kennzahlen gehören.

#### *Branchen-Multiplikatoren und Non-Financial-Multiplikatoren*

Existieren für ertragsstarke Branchen wie Biotechnologie, Maschinenbau oder Technik Branchenmultiplikatoren, sind diese für die Bewertung von Fußballunternehmen nicht typisch und werden auch nicht gesondert ermittelt.

Für die Ermittlung eines Unternehmenswertes über Non-Financial-Multiplikatoren, wäre es möglich, Zuschauerzahlen, Mitgliederzahlen oder verkaufte Merchandisingartikel zum Enterprise-Value ins Verhältnis zu setzen. Jedoch bilden diese Größen nicht die alleinigen Schlüsselgrößen für die Ermittlung der zukünftigen Performance, weshalb die Modulation einer nicht finanziellen Kennzahl durch die verschiedenen Umsatzfelder bei Fußballunternehmen, über keine ausreichende Aussagekraft verfügen würde.

---

<sup>307</sup> Insbesondere fehlt es an Informationen über die notwendigen, nicht zahlungswirksamen Vorgänge.

## 2. Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen

Für die Auswahl, der in die Vergleichsgruppe aufzunehmenden Clubs, wird sich im Folgenden am vorgestellten Kriterienkatalog (siehe Kapitel C 4.) orientiert werden. Ausgangspunkt sind die in Kapitel B vorgestellten sechzehn Fußballgesellschaften.

### *Gleiche Branche*

Unternehmen, deren primäres Geschäftsfeld das Betreiben einer Profifußballabteilung und somit das Angebot von Freizeitprodukten ist, werden im Allgemeinen<sup>308</sup> der Branche „Travel & Leisure“ zugeordnet. Jedoch gehören diesem Bereich auch Airlines, Hotel- oder Restaurantketten an. Alle vorgestellten Vergleichsunternehmen sind offiziell dieser Branche zugeordnet.<sup>309</sup>

### *Gleiches Business Modell*

Im Gegensatz zu Airlines oder Hotels, erzielen die deutschen Bundesligaclubs ihre Erträge ausschließlich aus dem Betreiben einer Profifußballabteilung, wobei Erlöse aus den Hauptfeldern Ticketing, Mediale Vermarktung und mit dem Fußball verbundene kommerzielle Aktivitäten zusammengesetzt sind. Folglich bleiben aus dem Bereich „Travel & Leisure“ nur Fußballunternehmen übrig, zu denen alle sechzehn vorgestellten Kapitalgesellschaften gehören.

### *Gleiche Wettbewerbssituation und Wettbewerbsintensität*

Generell stehen Fußballgesellschaften nur in ihren nationalen Ligen in direkter Konkurrenz, was den spielerischen Wettbewerb betrifft. Jedoch treten Clubs auch europaweit in einen Wettbewerb, wenn es zum Einen um die Akquise von Sponsoren geht, da hier die Gunst weltweit operierender Unternehmen im Blickpunkt steht. Zum Anderen treten die Fußballgesellschaften in den europaweiten Pokal-Wettbewerben „Champions-League“ und „UEFA-Cup“ gegeneinander an. Dabei besteht Konkurrenzkampf um höherer Einnahmen aus Ticketing, Prämien und TV-Rechten. Weiterhin besteht europaweiter Wettbewerb in der Verpflichtung von neuen Talenten und „Topstars“, welche von den verschiedensten Erstligaclubs umworben werden. Generell sind deshalb alle Clubs, welche die Qualifikation für einen internationalen Wettbewerb erreichen können, als adäquate Vergleichsunternehmen geeignet. Auszuschließen sind kleine Clubs, welche nicht in den ersten Divisionen ihrer

---

<sup>308</sup> Einteilung nach der Industry Classification Benchmark – einsehbar unter [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com).

<sup>309</sup> Einteilung nach der Industry Classification Benchmark – einsehbar unter [www.stoxx.com](http://www.stoxx.com).

Verbände spielen, da hier eher regionale Sponsoren und keine internationalen „Topstars“ umworben werden. Diese Unternehmen weisen durch die genannten Umstände unterschiedliche Risiko- und Wachstumsprofile auf, welche mit einem durchschnittlichen Bundesligaclub nicht vergleichbar sind. Aus diesen Gründen sind das dänische Unternehmen Silkeborg IF Invest A/S, sowie die englischen Gesellschaften Watford FC, Millwall FC und Preston North End FC aus einem Vergleichs-Pool auszuschließen.

#### *Gleiche Unternehmensgröße und Eigentumsverhältnisse*

Für eine Auswahl von aussagekräftigen Vergleichsunternehmen müssen differenzierte Unternehmensgrößen und Eigentumsverhältnisse beachtet werden, da sich starke Abweichungen in diesen Bereichen auf Kostenstrukturen und Wachstumspotenziale auswirken. Hinsichtlich der Unternehmensgröße weisen vor allem die Clubs AS Rom, Juventus Turin, Olympique Lyon, Tottenham Hotspur und AGF Arhus starke Abweichungen in Höhe der Vermögensgrößen, Umsatz-, Aufwands- und Abschreibungspositionen auf. Da das Unternehmen Arhus Elite A/S zusätzlich in einer europaweit unwichtigeren Liga spielt und wesentlich geringere Umsatzzahlen aufweist, wird dieser Club ausgeschlossen. Bei den verbleibenden Gesellschaften sollte zusätzlich die Eigentümerstruktur (siehe Kapitel B 3.5.) beachtet werden. Im Gegensatz zu den Bundesligaclubs, welche nach der 50+1-Regel keine Mehrheit an einen einzelnen Investor bzw. Investmentgesellschaft abgeben darf, stehen die italienischen Clubs und Tottenham Hotspur unter dem mehrheitlichen Einfluss einzelner Investmentgesellschaften. Durch den Umstand der abweichenden Unternehmensgrößen und differenzierten Eigentumsverhältnissen, werden die italienischen Clubs und der Premier League Club Tottenham Hotspur nicht als passende Vergleichsunternehmen aus der Peer-Group herausgenommen. Weitere Gründe sind abweichende Umsatzstrukturen (durch unterschiedliche TV-Rechte-Situationen) und abweichende Risiken (siehe Kapitel B 3.).

#### *Gleicher Verschuldungsgrad*

Da unterschiedliche Kapitalstrukturen zu unterschiedlichen finanziellen Risiken führen, ist auch das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital<sup>310</sup> in die Auswahl von passenden Vergleichsunternehmen einzubeziehen. Geringe Differenzen sollten keine großen Auswirkungen haben, da im Folgenden nur die Berechnung über Entity-Multiplikatoren als

---

<sup>310</sup> In den Analysen wurde das Eigenkapital zum gesamten Fremdkapital ins Verhältnis gesetzt, da die Posten kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber anderen Clubs aus vergangenen Transfersgeschäften sehr bedeutsam und charakterisierend für ein Fußballunternehmen sind und des Weiteren in bestimmten Fällen langfristige Darlehen übersteigen.

sinnvoll erscheint und somit die Kapitalstruktur nicht die entscheidende Größe darstellt. Jedoch ist in der Gruppe der verbleibenden sieben Clubs die Kapitalstruktur von Sporting Lissabon sehr auffällig. Mit einem Verschuldungsgrad von -56,2, weicht dieser Club stark von deutschen Verhältnissen ab. Daher wird das Unternehmen Sporting SAD aus dem Vergleichs-Pool ausgeschlossen.

#### *Gleiche Vermögens-, Umsatz- und Aufwandsstrukturen*

Nachdem Unterschiede und Gemeinsamkeiten hinsichtlich der Vermögens-, Umsatz- und Aufwandsstrukturen zwischen deutschen Bundesligacclubs und ihren europäischen Konkurrenten bereits in Kapitel B herausgearbeitet wurden, ist nun festzustellen, welche Clubs die geringsten Unterschiede aufweisen. Für diese Bewertung wurden die Kapital-, Vermögens-, Umsatz- und Aufwandsunterschiede in prozentualer Abweichung zu den jeweiligen Zahlen eines Bundesligacclubs dargestellt.<sup>311</sup> Als Gemeinsamkeit wurde ein Strukturmerkmal angesehen, wenn es nicht mehr als 12%<sup>312</sup> von den Vergleichswerten abweicht. Die Gemeinsamkeiten wurden zu einem Ähnlichkeitsfaktor addiert. Danach weist der einzige deutsche Börsenclub Borussia Dortmund die meisten Gemeinsamkeiten auf. Neben Borussia Dortmund wies nur der bereits ausgeschlossene Club Tottenham Hotspur mehr Gemeinsamkeiten auf, als die noch nicht ausgegrenzten Clubs FC Porto, Benfica Lissabon, Olympique Lyon, Celtic Glasgow und Birmingham FC. Durch einen zu hohen Anteil von nicht genauer zu identifizierenden sonstigen Einnahmen und stark abweichenden Anteil des immateriellen Vermögens, wird die Fußballgesellschaft Benfica Lissabon ausgeschlossen. Unterschiede bei den verbleibenden Clubs sind vor allem auf die in Kapitel B erörterten unterschiedlichen Einnahmesituationen zurückzuführen. So weisen Celtic Glasgow und Birmingham City Abweichungen in den Einnahmen aus Ticketing aus, was auf höheren Eintrittspreisen in den jeweiligen Verbänden basiert. Olympique Lyon nutzt mit einer Abweichung von knapp 15% im Bereich der TV-Rechte die höheren Einnahmen aus Pay-TV in Frankreich aus. Nur der FC Porto weist neben Dortmund eine perfekte Vergleichbarkeit im Bereich der Umsatzerlöse aus, hat jedoch Differenzen in der Vermögensstruktur.

---

<sup>311</sup> Siehe Anhang , Tabelle 15: Strukturbewertung europäischer börsennotierter Fußballunternehmen.

<sup>312</sup> Der Wert 12%, für die Gleichheit von Strukturen wurde frei unter der Berücksichtigung der Einschränkung geringerer Werte gewählt, da in der Literatur keine genauen Angaben für einen Richtwert gemacht werden.

### *Finanzielle Kriterien*

Hinsichtlich der notwendigen Kennzahlen EBIT, EBITDA und des Umsatzes sind keine größeren Bereinigungen notwendig, da alle übrigen Fußballgesellschaften im Geschäftsjahr 2007/2008 nach IFRS bilanziert haben. Probleme treten hinsichtlich der Prognose der vergangenen Zahlen bezüglich des Bewertungsstichtages auf. Da der am Bewertungsstichtag relevante Börsenkurs für die Ermittlung der Marktwerte entscheidend ist, müssen auch die verwendeten Performance-Größen auf den Bewertungsstichtag prognostiziert werden. Im Bereich der Fußballunternehmen könnten vor allem veränderte sportliche Erfolge für stark veränderte Ergebnisse sorgen.

<b>Club</b>	<b>Platzierung National 2007/2008</b>	<b>Erfolg CL/ UEFA Cup 2007/2008</b>	<b>Platzierung National Zum 15.04.2009</b>	<b>Min. Erfolg CL/ UEFA Cup zum 15.04.2009</b>
FC Bayern München	1. Platz	1/2-Finale UEFA-Cup	2. Platz	1/4 –Finale CL (Aus)
Borussia Dortmund	13. Platz	-	8. Platz	-
FC Porto	1. Platz	1/8-Finale CL	1. Platz	1/4-Finale CL (Aus)
Olympique Lyon	1. Platz	1/8-Finale CL	1. Platz	1/8 – Finale CL (Aus)
Celtic Glasgow	1. Platz	1/8-Finale CL	1. Platz	Gruppenphase CL (Aus)
Birmingham City	Abstieg	-	Aufstieg	-

Tabelle 7: Erfolge von ausgewählten Clubs (eigene Darstellung)

Wie der Tabelle zu entnehmen ist, weisen fast alle analysierten Clubs (inkl. dem FC Bayern München, welcher im folgenden Abschnitt als konkretes Bewertungsobjekt dient), gleichbleibende Erfolge in den nationalen Ligen auf. Zusätzlich werden voraussichtlich fast alle Clubs auch die Qualifikation für die Champions-League oder min. für den UEFA-Cup 2009/2010 erreichen, was eine Fortschreibung vergangener Erfolge möglich macht. Einzige Ausnahme bildet Birmingham City – 2007/2008 noch in der Premier League, stieg der Club ab und spielt in der aktuellen Saison in der 2. englischen Liga. Mindereinnahmen aus dem Bereich Ticketing und vor allem dem Bereich Medienrechte sind zu erwarten. Deshalb können die Erfolgszahlen der letzten Saison nicht als aussagekräftige Prognose für die Saison gelten. Der Birmingham FC wird infolge zu unsicher prognostizierbarer Ergebnisse ausgeschlossen.

Bei den verbleibenden vier Clubs kann mit einer Fortschreibung des sportlichen Erfolges und den daraus resultierenden, gleichbleibenden finanziellen Ergebnissen gerechnet werden. Weiterhin sind Einnahmen aus dem Sponsoringbereich als relativ konstant anzusehen, da durch die aktuelle Wirtschaftskrise wenige Sponsoren ihr Engagement erhöhen

werden, aufgrund langfristiger Verträge die aktuellen Einnahmen jedoch gehalten werden können. Bei Einnahmen aus TV-Rechten sind geringe Erhöhungen durch ein wachsendes Interesse zu erwarten, was jedoch die Ergebnisse nicht entscheidend beeinflussen sollte. In einigen Ligen gelten darüber hinaus auf mehrere Jahre festgelegte TV-Verträge (z.B. Deutschland).

Bei der Wertermittlung werden nach den gemachten Erläuterungen, die Finanzergebnisse des letzten Geschäftsjahres als Prognosewerte für diese Geschäftsjahr bzw. die letzten zwölf Monate verwendet.

#### *Ergebnis des Auswahlverfahrens*

Obwohl außer Borussia Dortmund keiner der verbliebenen Gesellschaften eine nahezu gleiche Umsatz- und Aufwandsstruktur aufweist, muss festgehalten werden, dass nie 100% identische Vergleichsunternehmen existieren werden. Da die letztgenannten Gesellschaften in allen weiteren wichtigen Kriterien überzeugen und außerdem positive EBIT und EBITDA ausweisen, werden für die folgenden Unternehmenswertberechnungen die Futebol Clube do Porto - Futebol SAD, die OL Group, die Celtic plc. Limited. und die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA als Vergleichsgruppe für die Wertermittlung eines deutschen Bundesligavereines herangezogen. Eine Pauschalaussage, über die generelle Vergleichbarkeit von Clubs eines bestimmten Fußballverbandes bzw. Landes kann nicht aus den gemachten Analysen abgeleitet werden. Deshalb ist die Zusammensetzung einer aussagekräftigen Peer-Group jährlich, wenn nicht sogar vierteljährlich (z.B. durch Abrutschen eines Clubs in die Abstiegszone) neu zu überprüfen.

### **3. Wertermittlung**

Nach der Auswahl geeigneter Multiplikatoren, sowie passender Vergleichsunternehmen, muss vor der letztendlichen Wertermittlung noch die passende Verdichtungsfunktion für die einzelnen Multiplikatoren ausgewählt werden. Als adäquat haben sich das harmonische Mittel und der Median herausgestellt (siehe Kapitel C 4.). Im Folgenden werden die Multiplikatoren durch das genauere harmonische Mittel verdichtet, da dieses immer den geringsten Mittelwert abbildet und somit einer vorsichtigen Bewertung dient. Des Weiteren bietet bei nur vier Peer-Group Unternehmen ein Mittelwert das genauere Ergebnis ab. Als Bewertungsobjekt dient ein durchschnittlicher Fußball-Bundesligaclub und die FC Bayern München AG als konkretes Beispiel.

*Ausgangswerte (in Mio. €)*

Club	Marktwert EK <sup>355</sup>	EV <sup>313</sup>	EBIT <sup>314</sup>	EBITDA <sup>356</sup>	Umsatz
<b>BEWERTUNGSOBJEKTE</b>					
Durchsuch.	-	-	3,06	12,66	79,81
Bundesligaclub					
FC Bayern München	-	-	39,9	74,60	328,4
<b>PEER-GROUP</b>					
Borussia Dortmund	54,05 Mio. €	197,88	5,45	20,95	104,09
FC Porto	21,00 Mio. €	95,58	12,78	33,78	55,00
Olympique Lyon	94,01 Mio. €	117,34	27,14	55,84	155,71
Celtic Glasgow	45,93 Mio. €	54,77	6,82	16,16	90,14

Tabelle 8: Ausgangswerte für Wertermittlung  
(Quelle: Geschäftsberichte der jeweiligen Clubs sowie Bundesliga-Report 2009)

*Ermittlung der Einzelmultiplikatoren*

Club	EV/EBIT	EV/ EBITDA	EV/Umsatz
Borussia Dortmund	36,31	9,45	1,90
FC Porto	7,48	2,83	1,74
Olympique Lyon	4,32	2,10	0,75
Celtic Glasgow	8,03	3,39	0,61

Tabelle 9: Einzelmultiplikatoren der Peer-Group Elemente

Nach der Berechnung der Multiplikatoren der Peer-Group Unternehmen, folgt im nächsten Schritt die Verdichtung der Einzelmultiplikatoren auf einen repräsentativen Multiplikator, mit welchem anschließend die Performance-Größen der Bewertungsobjekte multipliziert werden.

<sup>313</sup> Siehe Anhang, Tabelle 16: Berechnung der Enterprise-Values der Peer-Group Unternehmen.

<sup>314</sup> EBIT- und EBITDA Zahlen enthalten Anteile Dritter, da auch der EV inkl. dieser errechnet wurde.

### Ermittlung der repräsentativen Multiplikatoren<sup>315</sup>

$$M_{EBIT} = \frac{1}{\frac{1}{4} \left( \frac{1}{36,31} + \frac{1}{7,48} + \frac{1}{4,32} + \frac{1}{8,03} \right)} = 7,73$$
$$M_{EBITDA} = \frac{1}{\frac{1}{4} \left( \frac{1}{9,45} + \frac{1}{2,83} + \frac{1}{2,10} + \frac{1}{3,39} \right)} = 3,25$$
$$M_{Umsatz} = \frac{1}{\frac{1}{4} \left( \frac{1}{1,90} + \frac{1}{1,74} + \frac{1}{0,75} + \frac{1}{0,61} \right)} = 0,98$$

Abbildung 23: Ermittlung der repräsentativen Multiplikatoren

Neben der Multiplikation der Performance-Indikatoren des Bewertungsobjektes mit den repräsentativen Multiplikatoren, muss für die Ermittlung der vorläufigen Unternehmenswerte noch der Wert des verzinslichen Fremdkapitals, Anteile Dritter und ausstehende Optionen abgezogen werden. Diese, für die Berechnung der Werte benötigten Informationen, werden aber nicht in der ausführlichen Weise publiziert, wie es bei den börsennotierten Clubs der Fall ist. Deshalb wird als starke, aber mögliche Vereinfachung<sup>316</sup>, der Buchwert des verzinslichen Fremdkapitals<sup>317</sup> zum 30.06.2008 abgezogen.

### Ermittlung der Marktwerte des Eigenkapitals für einen durchschnittlichen Bundesligaclubs

Anhand des  $M_{EBIT}$ :

$$EV_{BL} = EBIT_{BL} * M_{EBIT} = 3,06 \text{ Mio. €} * 7,73 = 23,65 \text{ Mio. €}$$
$$EK_{BL} = EV_{BL} - FK_{BL} = 23,65 \text{ Mio. €} - 6,97 \text{ Mio. €} = \underline{\underline{16,68 \text{ Mio. €}}}$$

Anhand des  $M_{EBITDA}$ :

$$EV_{BL} = Umsatz_{BL} * M_{EBITDA} = 12,66 \text{ Mio. €} * 3,25 = 41,15 \text{ Mio. €}$$
$$EK_{BL} = EV_{BL} - FK_{BL} = 41,15 \text{ Mio. €} - 6,97 \text{ Mio. €} = \underline{\underline{34,18 \text{ Mio. €}}}$$

Anhand des  $M_{Umsatz}$ :

$$EV_{BL} = EBITDA_{BL} * M_{Umsatz} = 79,81 \text{ Mio. €} * 0,98 = 78,21 \text{ Mio. €}$$
$$EK_{BL} = EV_{BL} - FK_{BL} = 78,21 \text{ Mio. €} - 6,97 \text{ Mio. €} = \underline{\underline{71,24 \text{ Mio. €}}}$$

Abbildung 24: Ermittlung des Eigenkapitals für einen durchschnittlichen Bundesligaclub

<sup>315</sup> Allgemeine Formel zur Ermittlung des harmonischen Mittels, siehe Kapitel C Punkt 4.).

<sup>316</sup> Vgl, Krolle (2005), S. 34.

<sup>317</sup> Für Zahlen siehe DFL – Bundesliga-Report (2009); S.41. bzw. FC Bayern München „Finanzdaten“ (2008).

### *Ermittlung der Marktwerte des Eigenkapitals für die FC Bayern München AG*

*Anhand des  $M_{EBIT}$ :*

$$EV_{FCB} = EBIT_{FCB} * M_{EBIT} = 39,9 \text{ Mio. €} * 7,73 = 308,43 \text{ Mio. €}$$

$$EK_{FCB} = EV_{FCB} - FK_{FCB} = 308,43 \text{ Mio. €} - 70,0 \text{ Mio. €} = \underline{\underline{238,43 \text{ Mio. €}}}$$

*Anhand des  $M_{EBITDA}$ :*

$$EV_{FCB} = \text{Umsatz}_{FCB} * M_{EBITDA} = 74,60 \text{ Mio. €} * 3,25 = 242,45 \text{ Mio. €}$$

$$EK_{FCB} = EV_{FCB} - FK_{FCB} = 242,45 \text{ Mio. €} - 70,0 \text{ Mio. €} = \underline{\underline{172,45 \text{ Mio. €}}}$$

*Anhand des  $M_{Umsatz}$ :*

$$EV_{FCB} = EBITDA_{FCB} * M_{Umsatz} = 328,4 \text{ Mio. €} * 0,98 = 321,83 \text{ Mio. €}$$

$$EK_{FCB} = EV_{FCB} - FK_{FCB} = 321,83 \text{ Mio. €} - 70,0 \text{ Mio. €} = \underline{\underline{251,83 \text{ Mio. €}}}$$

Abbildung 25: Ermittlung des Eigenkapitals für die FC Bayern München AG

Wie aus den ermittelten vorläufigen Unternehmenswerten erkennbar ist, weisen die Einzelwerte starke Schwankungen auf. An dieser Stelle ist ein normaler Durchschnittswert aus allen drei Einzelwerten oder aber ein gewichteter Mittelwert zu ermitteln.<sup>318</sup> Da Umsatzwerte weniger Informationen über die zukünftige Entwicklung des Unternehmens beinhalten als die aufgezeigten EBIT- bzw. EBITDA-Werte, werden diese Werte mit dem Faktor eins gewichtet. Durch nahezu identische Abschreibungswerte zwischen den untersuchten Clubs, werden EBIT- und EBITA-Werte mit dem Faktor 3 gleichgewichtet. Somit ergeben sich folgende Unternehmenswerte vor weiteren Bewertungsadjustierungen:

*Unternehmenswert eines durchschnittlichen Bundesligaclub*

$$EK_{BL} = \frac{3 * EK_{EBIT} + 3 * EK_{EBITDA} + 1 * EK_{Umsatz}}{7} = \frac{3 * 16,68 + 3 * 34,18 + 1 * 71,24}{7}$$

$$\underline{\underline{EK_{BL} = 31,97 \text{ Mio. €}}}$$

*Unternehmenswert der FC Bayern München AG*

$$EK_{FCB} = \frac{3 * EK_{EBIT} + 3 * EK_{EBITDA} + 1 * EK_{Umsatz}}{7} = \frac{3 * 238,43 + 3 * 172,45 + 1 * 251,83}{7}$$

$$\underline{\underline{EK_{FCB} = 212,07 \text{ Mio. €}}}$$

Abbildung 26: Unternehmenswerte vor Bewertungsadjustierungen

### *Korrekturen durch Bewertungsauf- und -abschläge*

Im letzten Schritt der Wertermittlung sind, ausgehend von einer zwingenden Börsennotierung der Vergleichsunternehmen, zusätzliche Adjustierungen der ermittelten Unternehmenswerte

<sup>318</sup> Siehe Kapitel C – Punkt 4.

vorzunehmen.<sup>319</sup> Im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen ist die Einflussnahme auf nicht börsennotierte Unternehmen leichter und günstiger zu realisieren, da Börsenkurse nur Preise für kleine Minderheitenanteile repräsentieren. Durch die Möglichkeit des erhöhten Einflusses, z.B. zur Umsetzung wertsteigernder Strategien, sind den ermittelten Unternehmenswerten noch Kontrollprämien hinzuzufügen. Wird in der Regel von 40% gesprochen, kann bei deutschen Bundesligaclubs nur ein Bruchteil dieser Prämien erhoben werden. Grund ist die angesprochene 50+1 Regel, welche eine mehrheitliche Einflussnahme eines einzelnen Investors verhindert. Trotzdem können Unternehmensanteile bis zu 49% erworben werden. Deshalb werden die vorläufigen Unternehmenswerte mit einem geringen Aufschlag von 10% bedacht.

Abschläge sind in der Regel zu 30% für mangelnde Marktfähigkeit nicht börsennotierter Unternehmen zu machen, welche ferner auch für die Bewertung von Fußballunternehmen berücksichtigt werden.

Eine weitere Korrektur muss für den Wert eines durchschnittlichen Bundesligaclubs vorgenommen werden. Grund hierfür ist die fehlende Qualifikation von dreizehn Clubs für einen internationalen Wettbewerb. Daraus resultieren nicht unwesentliche, zukünftige Mindereinnahmen aus Ticketing, TV-Rechten und Prämien. Als Richtwert für die Auswirkungen einer solchen Nichtqualifikation, soll die Einnahmendifferenz von Borussia Dortmund zwischen 2003-2005 dienen.

**2003/2004**

- Umsatz: 94,95 Mio. €
- Erfolg europaweiter Wettbewerb: Gruppenphase UEFA-Cup, Qualifikationsrunde CL

**2004/2005**

- Umsatz: 73,95
- Erfolg europaweiter Wettbewerb: keine Qualifikation

**Prozentualer Unterschied: 22%**

Abbildung 27: Auswirkung einer Nichtqualifikation für europäischen Wettbewerb

Quelle: Geschäftsbericht der Borussia Dortmund GmbH & KGaA 2003/2004 sowie 2004/2005

Wie dargestellt, sind die Auswirkungen auf den Umsatz durch die Nichtteilnahme an einem europaweiten Wettbewerb enorm. Aus diesem Grund sollte auch der Unternehmenswert eines durchschnittlichen Bundesligavereins korrigiert werden, da bis auf Borussia Dortmund alle Vergleichsunternehmen im Basisjahr erfolgreich am UEFA-Cup bzw. der Champions-League teilgenommen haben. Aufbauend aus der oben gemachten Darstellung wird ein

<sup>319</sup> Siehe Kapitel C – Punkt 4.

Abschlag von 15% angenommen, da trotzdem fünf von achtzehn Clubs an einem europaweiten Wettbewerb teilnehmen. Weitere Abzüge bei der Bewertung eines deutschen Durchschnittsclub sind bezüglich der Rechtsform vorzunehmen. Da sechs von achtzehn Clubs noch als Verein organisiert sind, stehen diesen Clubs bestimmte Finanzierungsformen nicht zur Verfügung,<sup>320</sup> was Auswirkungen auf die Finanzierungskosten hat. Aufgrund des kleinen Anteils der Vereine, wird ein Organisationsabschlag von fünf Prozent angenommen. Die zwei letztgenannten Abschläge sind lediglich Vorschläge des Autors, die Ergebnisse weiter anzupassen. Die angenommenen Abschläge basieren auf sehr groben Annahmen und können unter anderen Voraussetzungen auch variiert werden.

#### *Ermittlung der abschließenden Unternehmenswerte*

*Unternehmenswert eines durchschnittlichen Bundesligaclub*

$$EB_{BL} = 31,97 \text{ Mio. €} + 10\% \text{ Kontrollaufschlag} - 30\% \text{ Fungibilitätsabschlag} \\ - 15\% \text{ sportliche Differenz} - 5\% \text{ Organisationsabschlag}$$

$$EK_{BL} = 31,97 \text{ Mio. €} + 3,2 \text{ Mio. €} - 9,59 \text{ Mio. €} - 4,80 \text{ Mio. €} - 1,6 \text{ Mio. €} = \underline{\underline{19,18 \text{ Mio. €}}}$$

*Unternehmenswert der FC Bayern München AG*

$$EB_{FCB} = 212,07 \text{ Mio. €} + 10\% \text{ Kontrollaufschlag} - 30\% \text{ Fungibilitätsabschlag}$$

$$EK_{FCB} = 212,07 \text{ Mio. €} + 21,25 \text{ Mio. €} - 63,75 \text{ Mio. €} = \underline{\underline{169,57 \text{ Mio. €}}}$$

Abbildung 28: Ermittlung der abschließenden Unternehmenswerte

## 4. Bewertung der Ergebnisse

Club	Unternehmenswerte/ Marktkapitalisierung
Durchschnittlicher Bundesligaclub	19,18 Mio. €
FC Bayern München AG	169,57 Mio.€
Borussia Dortmund	54,05 Mio. €
FC Porto	21,00 Mio. €
Olympique Lyon	94,01 Mio. €
Celtic Glasgow	45,93 Mio. €

Mit einem Unternehmenswert von 19,18 Mio. €, weist ein durchschnittlicher Bundesligaclub den geringsten Wert der untersuchten Unternehmen auf. Dies liegt vor allen an den fehlenden internationalen Einnahmen, der nicht für europäische Wettbewerbe qualifizierten Clubs.

<sup>320</sup> Siehe Kapitel B – Punkt 2.4.2.

Trotzdem nähert sich der Wert stark der Marktkapitalisierung des FC Porto an. Obwohl der FC Porto seit Jahren international erfolgreich ist, generieren durchschnittliche Bundesligaclubs mehr Einnahmen aus TV-Rechten und Sponsoring, da der deutsche Fußballmarkt größere Potenziale besitzt. Letztendlich stellt der ermittelte Wert an sich einen, im Vergleich zum sportlichen Erfolg, gerechtfertigten Wert dar.

Daneben weist die FC Bayern München AG als konkretes Beispiel den höchsten Unternehmenswert auf. Zurückzuführen lässt sich dies insbesondere auf die Vormachtstellung im deutschen und internationalen Fußball, wodurch der Club weitaus größere Sponsoring- und TV-Gelder vereinnahmt als z.B. Olympique Lyon. Außerdem genießt der FC Bayern im Vergleich zu den Peer-Group-Clubs die höchste internationale Bekanntheit, was für stärkere Umsätze aus dem Verkauf von Merchandisingartikeln spricht. Somit spiegeln die gewonnenen Ergebnisse, auf den ersten Blick, realistisch die aktuelle Marktstellung ab.

Die Anwendung von Vergleichswertverfahren (in Form der SPCM) für die Bewertung von deutschen Fußballunternehmen stellt dem entsprechend ein durchaus geeignetes Verfahren dar. Jedoch sind bei der Berücksichtigung der Ergebnisse für eine aussagekräftige Bewertung bestimmte Probleme zu beachten, welche während des Bewertungsablaufes aufgetreten sind.

Im Gegensatz zu den DCF-Verfahren stellen Multiplikatoren nur auf eine ein-periodische Erfolgsentwicklung ab. Aber sogar die Prognose der Erfolgsgrößen für eine Saison kann durch die nicht planbare sportliche Entwicklung nur sehr grob skizziert werden. In den untersuchten Fällen waren alle Clubs in derselben sportlichen Situation wie in der vergangenen Saison, weshalb die Finanzergebnisse aus 2007/2008 als gute Prognose für diese Saison (bzw. die letzten 12 Monate) übernommen werden konnten. Jedoch ändern sich Ertrags- und Aufwandssituation jährlich, wodurch die gewonnenen Ergebnisse und die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen für jedes Geschäftsjahr neu untersucht werden sollten. Die dargestellten Unternehmenswerte besitzen deshalb nur eine sehr kurzfristige Aussagefähigkeit. Würde beispielsweise eines der Peer-Group-Unternehmen absteigen, müsste es aus der Peer-Group ausgegrenzt werden.

Problematisch ist weiterhin die mangelhafte Verfügbarkeit der benötigten Unternehmensinformationen der nicht börsennotierten Fußballclubs. Obgleich eine Vielzahl der deutschen Bundesligaclubs als Kapitalgesellschaft organisiert sind, waren zum Bewertungszeitpunkt (15.04.2009) nur die Geschäftsberichte der Saison 2006/2007 veröffentlicht. Clubs die noch als Verein geführt werden, unterliegen noch geringeren

Publizitätspflichten. Lediglich die FC Bayern München AG veröffentlichte zum Bewertungszeitpunkt eine grobe Darstellung der finanziellen Lage für das Geschäftsjahr 2007/2008. Die zeitnahe Ermittlung von Kennzahlen stellt damit ein großes Problem dar.

Eine weitere Einschränkung der Aussagefähigkeit erfolgt durch die Einbeziehung von aktuellen Marktpreisen in die Bewertung. Durch relativ geringe Volumina und starke Korrelation zur allgemeinen Marktentwicklung<sup>321</sup> reflektieren die aktuellen Aktienkurse der Fußballunternehmen nur beschränkt die tatsächliche wirtschaftliche Lage wieder.

Letztendlich führen die im letzten Abschnitt notwendigen vorgenommenen Adjustierungen und Korrekturen der Unternehmenswerte zu stark subjektiv beeinflussten Ergebnissen. Inwiefern und in welcher Höhe Ab- und Zuschläge vorgenommen werden, unterliegt jedem Bewerter selbst, wodurch es zur stark differenzierten Bewertungsergebnissen kommen kann.

Im Ergebnis ist die Ermittlung von Unternehmenswerten aus dem Vergleich mit den Marktpreisen adäquater Vergleichsunternehmen möglich und erzielt auch plausible Ergebnisse. Trotzdem unterliegt der Prozess der Ergebnisgewinnung zahlreichen subjektiven Einflüssen und Einschränkungen, weshalb sich das Verfahren nur für eine erste, grobe und nicht endgültig fundamentale Unternehmensbewertung auf Basis der zu erwartenden Cash-Flows eignet.

Im Gegensatz zu den theoretischen Vorteilen von Vergleichswertverfahren, insbesondere einer schnellen und einfachen Ermittlung, ist der Prozess der Multiplikatorbewertung aufwendiger als oftmals angenommen. Speziell die Auswahl von passenden Vergleichsunternehmen erfordert eingehende Studien der Geschäftsberichte, welche oftmals nur in den jeweiligen Landessprachen vorhanden sind. Aber auch die vorzunehmenden Korrekturen bedürfen einer umfangreichen Analyse der Bewertungs- und Vergleichsobjekte.

Abschließend ist daher festzuhalten, dass für eine Bewertung von deutschen Bundesligaclubs Vergleichswertverfahren als Ergänzung zu einer detaillierten DCF-Bewertung herangezogen werden sollten. Der Analyseaufwand ist für diese geringe Aussagekraft sehr komplex.

---

<sup>321</sup> Obwohl Umsätze von Fußballunternehmen auf kurze Sicht eher von sportlichen Erfolgen als von der allgemeinen wirtschaftlichen Lage abhängig sind, litten alle Fußball-Börsenunternehmen unter sinkenden Aktienkursen aufgrund der Wirtschaftskrise 2008/2009.

## **E Zusammenfassung**

Ziel der vorliegenden Arbeit war es, die Unternehmensbewertung deutscher Bundesligaclubs anhand der vergleichswertorientierten Verfahren zu untersuchen. Ausgehend von einer ökonomischen Strukturanalyse deutscher Bundesligavereine und europäischer börsennotierter Fußballkapitalgesellschaften wurden neben den allgemeinen Bewertungsverfahren Vor-, Nachteile und der Ablauf der Vergleichswertverfahren dargestellt. Anschließend wurde anhand dieses Ablaufes und unter Einbeziehung der Unternehmensanalysen die Eignung des Verfahrens allgemein überprüft und im letzten Schritt Wertberechnungen durchgeführt und ausgewertet. Zusammenfassend konnten folgende Erkenntnisse aus den Untersuchungen gewonnen werden:

Die Ableitung eines Unternehmenswertes aus der Marktbewertung vergleichbarer Fußballunternehmen und einhergehend der Rückgriff auf die Einschätzung vieler Investoren, kann für die Wertermittlung deutscher Fußballclubs als durchführbar angesehen werden. Als Methode kann jedoch nur die Similar-Public-Company-Method zurückgegriffen werden. Im Ergebnis bilden die ermittelten Werte sogar sehr gut die Marktstellung und vor allem den sportlichen Erfolg der vergangenen Jahre wieder. Allerdings sind die grundsätzlichen Bewertungsmöglichkeiten stark eingeschränkt.

Von der Anwendung der auf Gewinngrößen basierenden Multiplikatoren, wie das weitverbreitete KGV, das KCV oder KBV, wird abgeraten. Der Grund sind zu unterschiedliche Kapitalstrukturen und zu unterschiedliche Steuerbehandlung der außerdeutschen Fußballclubs. Geeigneter erweisen sich Enterprise-Value Multiplikatoren, da diese Kapitalstruktur- und Steuerneutral sind. Jedoch können nur das EBIT, das EBITDA und der Umsatz als relativ gute Performance-Größen empfohlen werden. Aufgrund der mäßigen Informationen über die nicht börsennotierten Bundesligaclubs, fehlen oftmals die Grundlagen für eine aussagekräftige Ermittlung der Cash-Flows, obwohl gerade diese in der Unternehmensbewertung eine wichtige Rolle einnehmen.

Aufwändigster Abschnitt der Vergleichsbewertung ist die Ermittlung adäquater Vergleichsunternehmen. Nach eingehender Analyse von sechzehn europäischen Börsenclubs, war zu erkennen, dass lediglich vier der untersuchten Clubs mit den Unternehmensstrukturen eines Bundesligaclubs näherungsweise vergleichbar sind. Auffälligste Unterschiede bilden differenzierte Einnahmestrukturen, (z.B. TV-Rechte, Eintrittspreise) unterschiedliche Eigentümerstrukturen und abweichende sportliche Erfolge in den nationalen Ligen. Aber

auch bei den vier ausgewählten Unternehmen ließ sich keine 100% Übereinstimmung feststellen, was die Aussagefähigkeit der Ergebnisse grundsätzlich einschränkt.

Weiterhin weisen die Ergebnisse nur sehr kurzfristige Gültigkeit auf. Grund ist der bedeutende und nicht zu prognostizierende Einfluss des sportlichen Erfolgs auf zukünftige Erträge. Auf dieser Basis sollte die ermittelte Peer-Group in kurzen Intervallen auf ihre Konsistenz überprüft werden. Durch diese aufwändigen Unternehmensanalysen verliert die vergleichswertorientierte Bewertung ihren Vorteil der Einfachheit.

Neben den Problemen für die spezifische Bewertung von Fußballunternehmen, sind auch generelle Schwächen von Multiplikatorbasierenden Bewertungen zu beachten. Zum Einen führen Schwankungen in starken Aufschwungs- oder Depressionsphasen zu Fehlbewertungen des Marktes, da die Aktienkurse nicht mehr auf die zukünftigen Zahlungsströme abstellen, sondern dem Trend am Markt folgen. Gleichgültig, ob das zu bewertende Unternehmen direkt vom Trend profitiert oder nicht. Im Falle der Fußballunternehmen war dies im Zuge der Finanzkrise zu beobachten. Zum Anderen lässt sich eine vollkommene Übereinstimmung der wertrelevanten Faktoren von Bewertungs- und Vergleichsobjekt aufgrund der Komplexität von Unternehmen und Marktsituationen in der Realität kaum beobachten. Dadurch sind Verzerrungen unvermeidbar.

Weiterhin kritisch zu betrachten ist der Vergangenheitsbezug der Multiplikatoren, wodurch Wachstumsperspektiven nur unzureichend berücksichtigt werden. Bezogen auf die Bewertung von Fußballunternehmen ist dieses Problem unumgänglich. Aufbauend auf den Kennzahlen des vergangenen Geschäftsberichtes können am Beginn einer Saison kaum Prognosen über die Entwicklung des aktuellen Geschäftsjahres gemacht werden, da die finanziellen Ergebnisse wiederum von kaum planbaren sportlichen Erfolgen abhängig sind. Lediglich zum Ende einer Saison, wie in der vorliegenden Arbeit dargestellt, kann gut abgeschätzt werden, welche Qualifikation und welche Erfolge letztendlich erreichbar sind.

Keine größeren Probleme bereiten hingegen unterschiedliche Rechnungslegungen, da bis auf eine Ausnahme alle untersuchten Fußballclubs nach IFRS bilanzieren und weitere wichtige Vorschriften wie z.B. die Abschreibung von Spielerwerten, die von der FIFA vorgegeben werden. Gänzlich sind Bilanzierungsspielräume bei internationalen Vergleichen jedoch nicht auszuschließen.

Weiterhin positiv zu bewerten ist die Objektivität durch die Verwendung von Marktpreisen und die verstärkte Analyse der Unternehmen, wodurch Stärken und Schwächen des zu bewertenden Unternehmens kritischer betrachtet werden können.

Abschließend lässt sich feststellen, dass Investoren und Manager das Multiplikatorverfahren im Rahmen der Similar-Public-Company-Method als sehr gute Ergänzung zu den DCF-Verfahren dienen kann und auch angewendet werden sollte. Da beide Verfahren eine Bewertung von verschiedenen Gesichtspunkten aus angehen, können methodische Schwächen des einen Verfahrens mit den Stärken des anderen ausgeglichen werden. Auch komplexe Annahmen über den Kalkulationszinsfuß, Risikozuschläge und der Cash-Flow-Struktur sind nicht näher zu spezifizieren.<sup>322</sup>

Obwohl allgemein als Verfahren geringer Komplexität behandelt, ist durch die dargelegten Ausführungen klar geworden, dass Multiplikatorberechnungen durchaus komplex und mit intensiven Analysen verbunden sind. Damit stehen sie den DCF-Verfahren bezüglich des Analyseumfangs nicht nach, jedoch besitzen sie nicht die gleiche fundamentale Aussagekraft. Der Vergleich von publizierten Multiplikatoren erfordert somit ebenfalls eingehende Unternehmenskenntnisse. Ohne den Rückgriff auf weitere Bewertungsverfahren eignen sich vergleichswertorientierte Verfahren nur als grobe Schätzung für den Wert eines deutschen Bundesligaclubs.

---

<sup>322</sup> Vgl. Coeneberg/Schultze (2002), S.699.

## Anhang

<b>Club</b>	<b>Liga</b>	<b>Gesellschaftsform</b>	<b>Kapitalgesellschaft seit:</b>
TSG Hoffenheim	1. Liga	GmbH	2005
Borussia M' Gladbach	1. Liga	GmbH	2004
Werder Bremen	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	2003
Bayern München	1. Liga	AG	2001
1. FC Köln	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	2002
Hertha BSC Berlin	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
VfL Wolfsburg	1. Liga	GmbH	2001
Borussia Dortmund	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
Arminia Bielefeld	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
Eintracht Frankfurt	1. Liga	AG	2000
Bayer Leverkusen	1. Liga	GmbH	1999
Hannover 96	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	1999
VfB Stuttgart	1. Liga	e.V.	-
Hamburger SV	1. Liga	e.V.	-
FC Schalke 04	1. Liga	e.V.	-
Karlsruher SC	1. Liga	e.V.	-
Energie Cottbus	1. Liga	e.V.	-
VfL Bochum	1. Liga	e.V.	-
SV Wehen	2. Liga	GmbH	2008
TuS Koblenz	2. Liga	GmbH	2007
Alemannia Aachen	2. Liga	GmbH	2006
FC Augsburg	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2006
SpVgg Gr. Fürth	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2003
MSV Duisburg	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
TSV 1860 München	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
1. FC Kaiserslautern	2. Liga	e.V.	-
FSV Mainz 05	2. Liga	e.V.	-
SC Freiburg	2. Liga	e.V.	-
FC St. Pauli	2. Liga	e.V.	-
1. FC Nürnberg	2. Liga	e.V.	-
RW Ahlen	2. Liga	e.V.	-
RW Oberhausen	2. Liga	e.V.	-
VfL Osnabrück	2. Liga	e.V.	-
Hansa Rostock	2. Liga	e.V.	-

FSV Frankfurt	2. Liga	e.V.	-
FC Ingolstadt	2. Liga	GmbH	2008
Eintracht Braunschweig	3. Liga	GmbH & Co. KGaA	2008
Carl Zeiss Jena	3. Liga	GmbH	2007
SC Paderborn	3. Liga	e.V.	-
Union Berlin	3. Liga	e.V.	-
Kickers Emden	3. Liga	e.V.	-
FC RW Erfurt	3. Liga	e.V.	-
Fortuna Düsseldorf	3. Liga	e.V.	-
Kickers Offenbach	3. Liga	e.V.	-
Unterhaching	3. Liga	e.V.	-
SV Sandhausen	3. Liga	e.V.	-
Erzgebirge Aue	3. Liga	e.V.	-
VfR Aalen	3. Liga	e.V.	-
Wacker Burghausen	3. Liga	e.V.	-
Jahn Regensburg	3. Liga	e.V.	-
Dynamo Dresden	3. Liga	e.V.	-
Wuppertaler SV	3. Liga	e.V.	-
Stuttgarter Kickers	3. Liga	e.V.	-

Tabelle 10: Deutsche Profivereine und ihre Gesellschaftsform der Profiabteilungen (Stand: 01/2009)

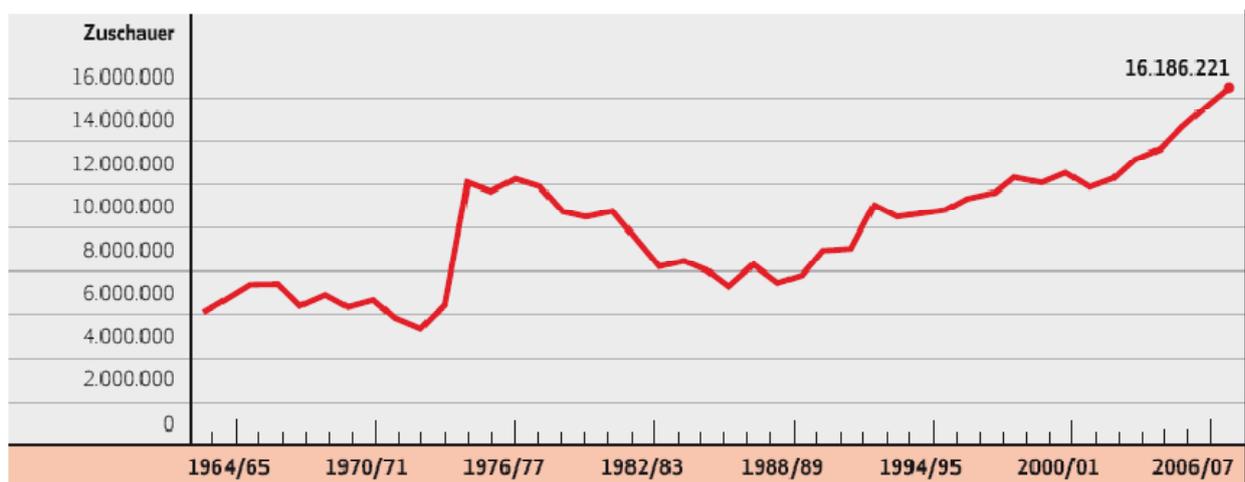


Abbildung 29: Entwicklung der Zuschauerzahlen im Lizenzfußball (Quelle: DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.21.)

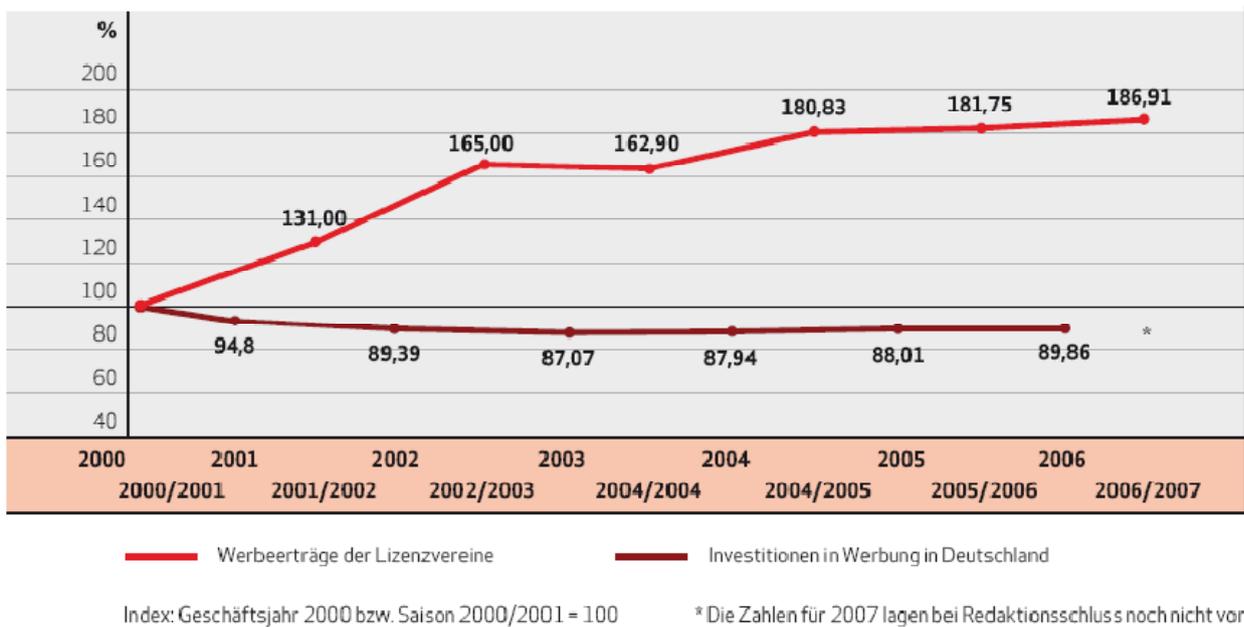


Abbildung 30: Entwicklung des Sponsoreninteresses  
(Quelle: DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.20.)

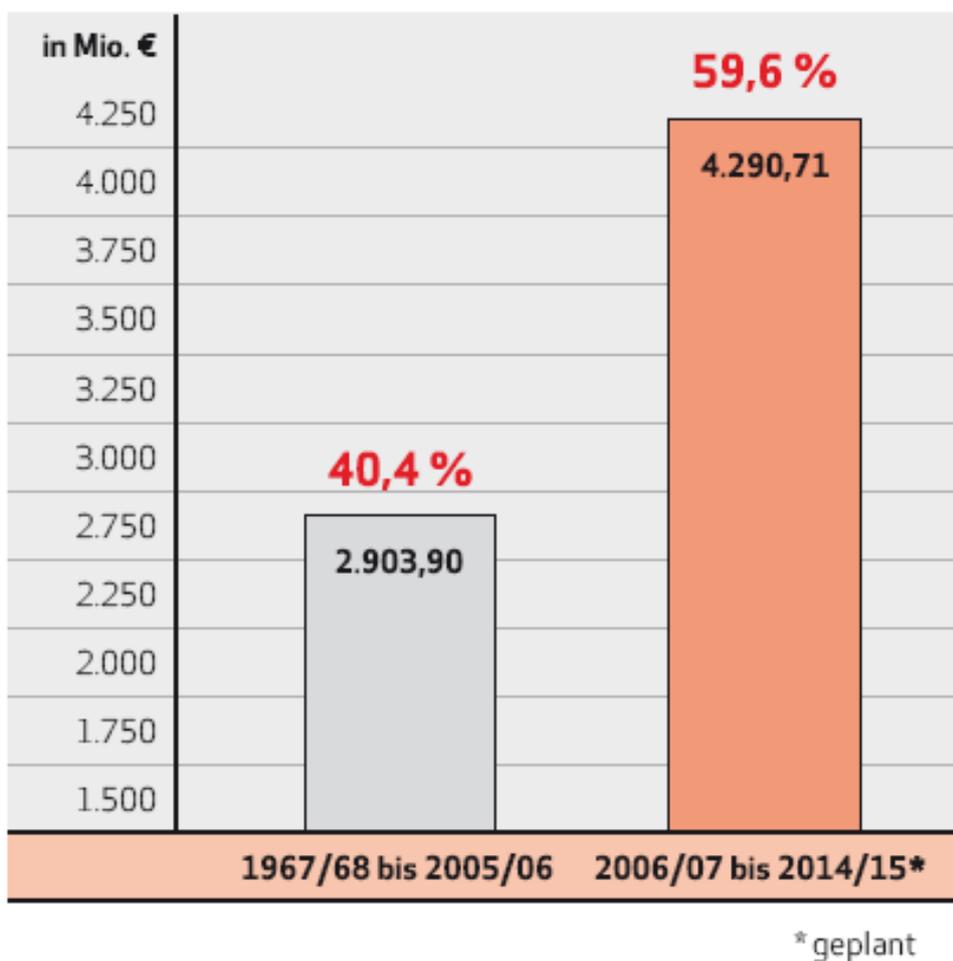


Abbildung 31: Dimension der Medieneinnahmen im deutschen Lizenzfußball  
(Quelle: DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.25.)

Vereine	Gesamteinnahmen 2007/2008 in Mio. Euro
Bayern München	29,11
Werder Bremen	27,42
FC Schalke 04	25,73
Hamburger SV	24,04
Bayer Leverkusen	23,09
VFB Stuttgart	22,40
Hertha BSC Berlin	21,46
Borussia Dortmund	20,76
Hannover 96	20,03
1. FC Nürnberg	19,29
Eintracht Frankfurt	19,56
VFL Wolfsburg	18,28
VFL: Bochum	17,00
Arminia Bielefeld	16,17
Karlsruher SC	15,35
Energie Cottbus	14,53
MSV Duisburg	13,79
Hans Rostock	13,06

Tabelle 11: Verteilung Medieneinnahmen  
Quelle: o.A. Sponsors (2008), S.50.

Spieler	Im Verein	Einkauf	Verkauf	Differenz
H.-J. Albertz	2001-2002	10 Mio. €	ablösefrei	- 10 Mio. €
B. Lauth	2004-2007	4,1 Mio. €	800.000 €	- 3,3 Mio. €
C. Ledesma	2002-2006	4 Mio. €	Ablösefrei	-4 Mio. €
M. Ketelaer	2000-2002	5,6 Mio. €	400.000 €	-5,2 Mio. €
<b>Bilanz</b>	<b>2002-2007</b>			<b>-22,5 Mio. €</b>

Tabelle 12: die 4 schlechtesten Transfers beim HSV von 2002-2007 (nach Verkaufszeitpunkt)  
(Quelle: www.sportbild.de News vom 11.01.2009)

Club	Land	Kurs 09.01.03	Kurs 09.01.06	Kurs 09.01.09	Performance 2003 - 2006	Performance 2006-2009	Performance 2003-2009
Ajax	NL	3,95	8,70	7,20	+120 %	- 17,2 %	+ 82,3 %
AS Rom	IT	1,20	0,50	0,65	-58,3%	+30,0 %	- 45,8 %
Juventus	IT	1,56	1,16	0,8	- 25,6 %	- 31,0 %	-48,7 %
Lazio Rom	IT	10,20	0,28	0,3	-97,3%	+ 7,1%	- 97,1%
Celtic	GB	0,40	0,395	0,40	- 1,25 %	+ 1,26 %	+ - 0 %
Preston	GB	1,18	1,07	1,10	- 9,3%	+ 2,8%	- 6,8 %
Tottenham	GB	0,38	0,750	0,97	+ 80,3 %	+ 29,3 %	+ 155,3%
AALBORG	DK	36,50	36,00	24,90	- 1,4 %	- 30,8 %	- 31,8 %
Arhus	DK	13,00	5,50	7,00	-57,7%	+27,3 %	- 46,2 %
Brøndby	DK	31,75	79,30	39,90	+ 149,8 %	- 49,7 %	+ 25,6 %
Silkeborg	DK	7,00	11,20	13,10	+ 60%	+ 17,0 %	+ 87,1%
Dortmund	DE	2,79	2,31	1,18	- 17,2 %	- 48,9 %	- 57,7 %
				<b>gesamt:</b>	<b>+ 22,5 %</b>	<b>- 62,84 %</b>	<b>+ 16,2 %</b>
EUROSTOX		2492	3671	2446	+ 47,3 %	-32,2 %	-0,2 %
DAX		3000	5500	4800	+ 83,3 %	-12,7 %	+ 60,0 %

Tabelle 13: Kursentwicklung von europäischen Fußballunternehmen

(Quelle: eigene Erhebung ( es wurden nur Clubs mit dauerhafter Börsennotierung von 2003-2009 berücksichtigt)

Spieler	Ablöse in €	Von	Nach	Jahr
Kaká	110,0 Mio.	AC Mailand	Manchester City	2009
Z. Zidane	75,5 Mio.	Juventus Turin	Real Madrid	2001
L. Figo	60,0 Mio.	FC Barcelona	Real Madrid	2000
H. Crespo	55,0 Mio.	AC Parma	Lazio Rom	2000
G. Buffon	54,1 Mio.	AC Parma	Juventus Turin	2001
G. Medieta	48,0 Mio.	FC Valencia	Lazio Rom	2001
A. Schewtschenko	46,0 Mio.	AC Mailand	Chelsea London	2006
R. Ferdinand	46,0 Mio.	Leeds United	Manchester United	2002
C.Vieri	45,0 Mio.	Lazio Rom	Inter Mailand	1999
Ronaldo	45,0 Mio.	Inter Mailand	Real Madrid	2002
Robinho	43,0 Mio.	Real Madrid	Manchester City	2008

Tabelle 14: Die teuersten Spielertransfers bis 2009

(Quelle: www.sportbild.de News vom 14.01.2009)

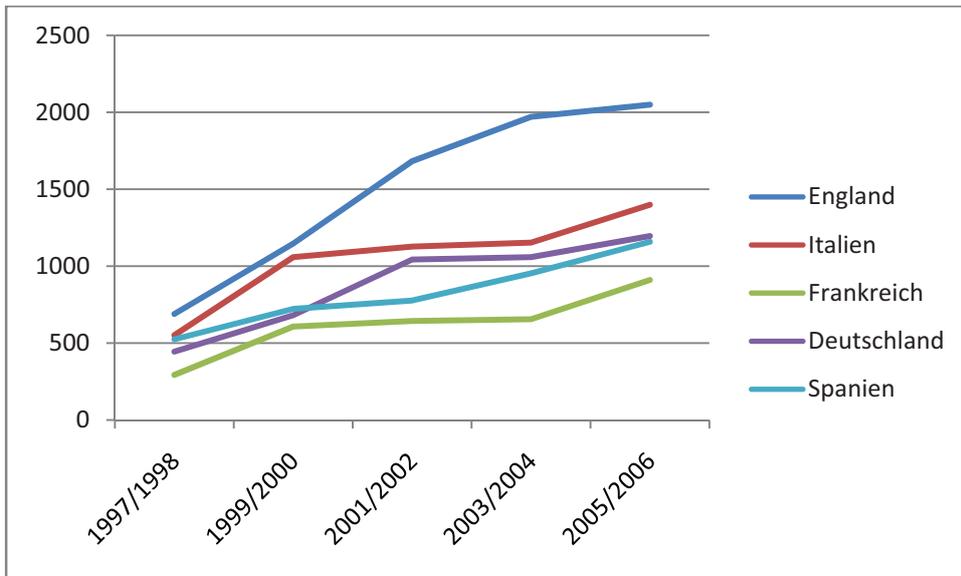


Abbildung 32: Umsatzentwicklung der Top 5 Ligen  
(Quelle: Weilguny, M. (2008), S.39.)

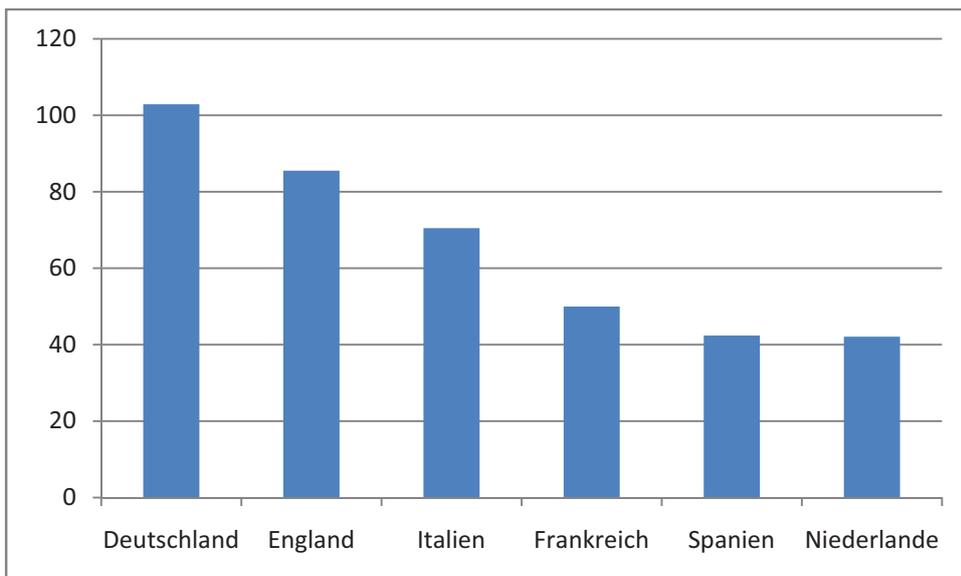


Abbildung 33: Gesamteinnahmen Trikotsponsorng 2008/2009 in Mio. Euro  
(Quelle: European Jersey Report 2008/2009, Stand: November 2008.)

$$K_0 = \frac{D_1}{r - g} = \frac{B_0 * ROE * b}{r - ROE * (1 - b)}$$

$$\frac{K}{G} = \frac{K_0}{G_1} = \frac{\frac{B_0 * ROE * b}{r - ROE * (1 - b)}}{ROE * B_0} \frac{b}{r - ROE * (1 - b)} = \frac{b}{r - g}$$

$K_0$  = aktueller Kurs der Aktie in  $t = 0$

$G_1$  = Gewinn je Aktie in  $t = 1$

$D_1$  = nächste geschätzte Dividende in  $t = 1$

$B_1$  = Buchwert je Aktie in  $t = 0$  (ökonomischer Buchwert inkl. stiller Reserven)

$r$  = Eigenkapitalkosten<sup>323</sup>

$g$  = dauerhafte konstante Wachstumsrate der Dividenden

$b$  = Ausschüttungsquote<sup>324</sup>

$ROE$  = Eigenkapitalrendite

Abbildung 34: Einflussparameter auf das KGV – aufbauend auf dem DDM nach Gordon  
(Quelle: Adrian, Felix (2005), S.62 ff.)

#### Jahresüberschuss/-fehlbetrag

+ Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen

+ Veränderung langfristiger Rückstellungen (z.B. Pensionsrückstellungen)

+/- Veränderung der Sonderposten mit Rücklageanteil (bei HGB-Abschlüssen)

+/- Bereinigung nicht zahlungswirksamer Aufwendungen/Erträge (z.B. latente Ertragssteuern)

= **Cash Earnings**

+/- zahlungswirksame/zahlungsunwirksame Aufwendungen aus Sondereinflüssen

= **Cash Earnings nach DVFA/SG**

./ Anzahl der dividendenberechtigten Aktien (Jahresdurchschnitt)

= **Cash Earnings nach DFVFA/SG je Aktie**

Abbildung 35: Ermittlung der Cash Earnings nach DVFA/SG Methode<sup>325</sup>  
(Quelle: Adrian, Felix (2005), S.62 ff.)

<sup>323</sup> Eigenkapitalkosten entstehen aus: risikofreier Alternativrendite + erwartete Inflationsrate + Risikoaufschlag für Verzinsung der Aktie Adrian, Felix (2005).

<sup>324</sup> Genaue Zusammensetzung siehe Adrian (2005), S.62.

<sup>325</sup> Vgl. Trageser, R. (2005), S.89, Seppelfricke, P. (2003), S.147.

$$K_0 = \frac{D_1}{r - g} = \frac{B_0 * ROE * b}{r - ROE * (1 - b)} \quad \frac{K}{B} = \frac{K_0}{B_0} = \frac{ROE * b}{r - ROE * (1 - b)} = \frac{ROE - g}{r - g}$$

$K_0$  = aktueller Kurs der Aktie in  $t = 0$

$B_0$  = Buchwert je Aktie in  $t = 1$

$D_1$  = nächste geschätzte Dividende in  $t = 1$

$B_1$  = Buchwert je Aktie in  $t = 0$  (ökonomischer Buchwert inkl. stiller Reserven)

$r$  = Eigenkapitalkosten (risikofreie Alternativrendite + erwartete Inflationsrate + Risikoaufschlag für Verzinsung der Aktie)

$g$  = dauerhafte konstante Wachstumsrate der Dividenden

$b$  = Ausschüttungsquote<sup>326</sup>

$ROE$  = Eigenkapitalrendite

Abbildung 36: Herleitung des KBV aus dem DDM nach Gordon (Quelle: Kuhlmann (2005b), S. 97 ff.)

<sup>326</sup> Genaue Zusammensetzung siehe Adrian (2005), S.62.

Bundestlig.	BVB	Silkeborg IF	Athos Elite	AS Rom	Lazio Rom	Juventus Turin	Sporting Lissa.	Benf. Lissabon	FC Porto	Olymp. Lyon								
<b>Kapitalstruktur</b>																		
EK	31,40%	11,54%	9,66%	27,17%	6,26%	36,63%	-5,49%	48,43%	6,37%	-1,81%	44,75%	15,55%	27,39%	11,15%	31,79%	47,38%	-4,44%	
FK	68,60%	-11,54%	-9,66%	-27,17%	93,74%	-36,63%	105,49%	-48,43%	-6,37%	101,81%	44,75%	84,45%	-27,39%	88,85%	-31,79%	52,62%	4,44%	
<b>Vermögenstruktur</b>																		
Immaterielles Vermögen	6,00%	21,46%	26,04%	6,10%	43,00%	19,54%	23,60%	3,86%	-7,13%	19,99%	7,47%	44,90%	17,49%	33,04%	-5,58%	27,76%	-0,30%	
> Anteil Spielvermögen	99%	-2,64%	-1,25%	k.a.	73,97%	21,39%	87%	9,39%	14,99%	100%	-3,64%	99%	-3,09%	96,53%	-0,17%	97,01%	-0,65%	
Sachanlagevermögen	9,44%	69,50%	4,88%	5,53%	3,91%	9,18%	25,95%	-16,51%	-0,08%	0,24%	9,20%	12,26%	-2,82%	1,85%	7,59%	5,11%	4,33%	
Finanzanlagevermögen	0,19%	33,17%	37,95%	52,07%	18,71%	32,05%	5,11%	28,25%	33,01%	0,16%	33,20%	0,00%	33,36%	1,02%	32,34%	41,58%	-8,22%	
Vorräte	0,53%	-0,14%	0,48%	0,10%	0,43%	-0,58%	0,03%	0,50%	k.a.	k.a.	0	0,53%	0	0,03%	0,50%	0,15%	0,38%	
Forder, lat. Steuern, sonst	19,01%	2,90%	16,45%	31,33%	12,12%	12,95%	39,71%	-20,70%	44,79%	79,27%	69,26%	42,56%	-21,55%	61,85%	-22,84%	23,99%	-4,98%	
Kasse/Bank	10,21%	7,13%	10,16%	4,87%	5,94%	12,15%	5,60%	4,61%	10,74%	0,33%	9,88%	0,28%	9,93%	2,20%	8,01%	1,41%	8,80%	
<b>operative Erlösstruktur</b>																		
Ticketing	23,51%	1,81%	19,39%	8,73%	14,78%	3,04%	11,18%	12,39%	7,49%	16,02%	-6,64%	21,14%	2,37%	22,73%	0,78%	13,99%	9,52%	
Mediale Verwertung	33,09%	8,09%	29,59%	12,22%	20,87%	21,95%	62,47%	-29,38%	66,59%	33,50%	5,93%	27,16%	16,85%	34,00%	-0,91%	48,16%	15,07%	
Comercial (Merch., Werb., Spons., Hos. sonstiges)	32,81%	-3,63%	16,26%	63,48%	60,67%	17,46%	18,51%	14,30%	22,06%	10,75%	15,16%	17,55%	24,44%	27,27%	5,54%	21,25%	11,56%	
sonstiges	10,59%	-6,27%	33,12%	15,57%	-4,98%	1,46%	7,84%	2,75%	3,86%	6,73%	14,55%	25,14%	37,57%	16,00%	-5,41%	16,60%	-6,01%	
<b>Operative Ausgabenstruktur</b>																		
Materialkosten	k.a.			k.a.	0,00%		0,00%		0,00%	k.a.				k.a.		0,00%		
Spielbetrieb	20,86%	0,21%	10,26%	10,77%	10,30%	13,85%	20,09%	0,98%	15,05%	6,02%	6,64%	14,43%	6,47%	68,37%	-8,24%	68,73%	-8,60%	
Personal	60,13%	11,56%	-1,34%	58,82%	1,31%	-4,19%	57,49%	2,64%	72,66%	27,13%	8,21%	51,92%	63,54%	31,63%	-12,83%	31,27%	-12,47%	
sonstiges	18,80%	-11,77%	-8,92%	30,41%	-11,61%	-9,66%	22,42%	-3,62%	12,29%	6,51%	-14,85%	33,65%	28,99%	16,00%	-5,41%	16,60%	-6,01%	
<b>Umsatz aus Spielertransfers</b>																		
% zum Umsatz	9,0%	3,80%	2,60%	16,6%	-7,60%	3,90%	3,4%	5,60%	9,2%	-0,20%	3,00%	26,0%	17,00%	55,0%	-45,99%	35,9%	-26,92%	

Übereinstimmungen (Abweichung < 12%)

Bundestlig.	Watford FC	Celtic Glasgow	Birmingham FC	Millwall	Tottenham Hots.	Preston Nord
<b>Kapitalstruktur</b>						
EK	-18,75%	61,69%	5,51%	31,90%	11,04%	19,62%
FK	118,75%	-61,69%	5,51%	68,10%	-11,04%	80,38%
<b>Vermögenstruktur</b>						
Immaterielles Vermögen	27,87%	-0,41%	13,53%	1,73%	25,73%	28,74%
> Anteil Spielvermögen	99%	-2,64%	-2,64%	80%	15,95%	100%
Sachanlagevermögen	47,69%	38,25%	56,77%	90,11%	80,67%	34,13%
Finanzanlagevermögen	0,00%	33,36%	0,00%	0,00%	33,36%	0,00%
Vorräte	0,39%	0,14%	-2,30%	0,42%	0,11%	0,87%
Forder, lat. Steuern, sonst	17,12%	1,89%	11,89%	6,55%	12,46%	20,02%
Kasse/Bank	6,93%	3,28%	0,26%	1,19%	9,02%	16,24%
<b>operative Erlösstruktur</b>						
Ticketing	22,00%	1,51%	19,49%	56,24%	32,73%	24,93%
Mediale Verwertung	69,00%	35,91%	8,09%	9,12%	23,97%	35,13%
Comercial (Merch., Werb., Spons., Hos. sonstiges)	6,00%	26,81%	10,81%	20,08%	12,73%	32,67%
sonstiges	3,00%	7,59%	0,59%	0,00%	10,59%	7,27%
<b>Operative Ausgabenstruktur</b>						
Materialkosten	k.a.			k.a.		
Spielbetrieb	k.a.			k.a.		
Personal	75,07%	14,94%	7,86%	15,38%	5,69%	62,66%
sonstiges	24,93%	-6,13%	-8,60%	73,06%	12,93%	37,34%
<b>Umsatz aus Spielertransfers</b>						
% zum Umsatz	33,89%	24,89%	1,19%	11,1%	-2,10%	14,3%

Übereinstimmungen (Abweichung < 12%)

Tabelle 15: Strukturbewertung europäischer börsennotierter Fußballunternehmen (Quellen: die jeweiligen Geschäftsberichte)

Club	BVB	Porto	Ol. Lyon	Celtic G.
Aktienzahl 15.04.09	61,0 Mio.	15,0 Mio.	13. Mio.	90. Mio.
*Aktienkurs 15.04.09 <sup>327</sup>	0,88 €	1,40 €	7,1 €	0,512 €
<b>= Marktkapitalisierung</b>	<b>54,05 Mio. €</b>	<b>21,00 Mio. €</b>	<b>94,01 Mio. €</b>	<b>45,93 Mio. €</b>
Zinsaufwand <sup>328</sup>	9,13 Mio. €	4,47	1,14 Mio. €	0,52 Mio. €
/ durchschnittlicher Zinssatz	6,35 %	6,00%	4,9%	6,25%
<b>= durchschnittlich verzinstes FK</b>	<b>143,78 Mio. €</b>	<b>74,50 Mio. €</b>	<b>23,27 Mio. €</b>	<b>8,30 Mio. €</b>
<b>+ ausstehende Optionen</b>	-	-	-	<b>0,544</b>
<b>+ Anteile Dritter</b>	<b>0,045 Mio. €</b>	<b>0,084 Mio. €</b>	<b>0,062 Mio. €</b>	-
<b>= EV</b>	<b><u>197,88 Mio. €</u></b>	<b><u>95,58 Mio. €</u></b>	<b><u>117,34 Mio. €</u></b>	<b><u>54,77 Mio. €</u></b>

Tabelle 16: Berechnung der Enterprise-Values der Peer-Group Unternehmen  
Zur Zusammensetzung des EV siehe Kapitel C – Punkt 3.2.<sup>329</sup>

<sup>327</sup> Kurse an den jeweiligen nationalen Börsenplätzen.

<sup>328</sup> In der Regel ist als Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals der durchschnittliche Fremdkapitalbestand abzuleiten (Zinsaufwand/Zinssatz), weiterhin beinhaltet es die Größen Bankkredite, Gesellschafterdarlehen, Anleihen und Genussscheine, siehe dazu: Krolle (2005), S.34 und S. 37.

<sup>329</sup> Beteiligungsabzüge und nicht betriebsnotwendiges Vermögen werden außen vor gelassen, da die assoziierten Unternehmen in allen Fällen mit dem Hauptgeschäftsfeld Fußball in Verbindung stehen und daher in den Ergebniszahlen und somit auch im Unternehmenswert anzusetzen sind. Weithin stehen alle großen Vermögenspositionen mit dem Hauptgeschäftsfeld Fußball in Verbindung.

# Literaturverzeichnis

**11Freunde** (2009). Heft 94 September 2009, S.33.

**Aarhus.Elite.A/S.** (2008). Arsrapport 2007/08.

**Aders, C., Galli, A., & Wiedemann, F.** (4. April 2000). Unternehmenswerte auf Basis der Multiplikatormethode. *Finanz-Betrieb*, S. 197-204.

**Adrian, F.** (2005). Kurs/Gewinn-Verhältnis und PEG. In S. Krolle, G. Schmitt, & B. Schwetzler, *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung* (S. 60-86). Stuttgart: Schäffer Poeschel-Verlag.

**AS.Roma.SPA.** (2008). BILANCIO D'ESERCIZIO E CONSOLIDATO AL 30 GIUGNO 2008.

**Ballwieser, W.** (2007). *Unternehmensbewertung - Prozeß, Methoden und Probleme*. München: Schäffer Poeschel Verlag.

**Barthel, C. W.** (12. November 2007). Unternehmenswert: Auswahl der Bezugsgrößen bei Market Multiples. *Finanz-Betrieb*, S. 666-674.

**Barthel, C. W.** (2007a). Unternehmenswert: Rechtsformabhängige Bewertung? *Finanz-Betrieb* (Heft 9), S. 508-513.

**Bausch, A.** (2000). Die Multiplikator-Methode. *Finanz-Betrieb*, S. 448-459.

**Beckmann, C., Meister, J., & Meitner, M.** (4. Februar 2003). Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis. *Finanz-Betrieb*, S. 103-105.

**Berner, C., & Rojahn, J.** (5. März 2003). Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren. *Finanz-Betrieb*, S. 155-163.

Birmingham.City.plc. (2008). Report and Financial Statements for the year ended 31st August 2008.

**Böcking, H.-J., & Nowak, K.** (1. August 1999). Marktorientierte Unternehmensbewertung. *Finanz-Betrieb*, S. 169-176.

**Borussia.Dortmund.GmbH.&.KGaA.** (2008). Geschäftsbericht 2007/2008.

**BorussiaDortmund.** (2008). *Geschäftsbericht 2008*. Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA.

**Brösel, G., & Hauttmann, R.** (2007). Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren zur Bestimmung von Konzessionsgrenzen sowie in Verhandlungssituationen. *Finanz-Betrieb* (Heft 4), S. 223-238.

**Bruns, C., & Meyer-Bullerdiek, F.** (2008). *Professionelles Portfoliomanagement - Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien (4. Auflage)*. Stuttgart: Schäffer Poeschel.

**Celtic.plc.Limited.** (2008). Annual Report Year Ended 30 June 2008.

**Coenenberg, A. G., & Schultze, W.** (2002a). Das Multiplikator-Verfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik. *Finanz-Betrieb*, S. 697-703.

- Creutzmann, A., & Deser, N.** (2005). Einführung. In S. Krolle, G. Schmitt, & B. Schwetzler, *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung* (S. 1-4). Stuttgart: Schäfer Poeschel Verlag.
- Deloitte&Touche.** (2008). *Annual Review of Football Finance - Highlights* . Deloitte & Touche GmbH.
- Deloitte&Touche.** (2008). *Deloitte Football Money League* . Deloitte & Touche GmbH.
- DFL.** (2006). *Lizenzierungsordnung (LO)* . Deutsche Fußballliga GmbH.
- DFL.** (2008). *Bundesliga-Report 2008* . DFL - Deutsche Fußballliga GmbH.
- DFL.** (2009). *Bundesliga-Report 2009*. DFL - Deutsche Fußballliga GmbH.
- DFL.** (30. November 2008). *www.bundesliga.de*. Abgerufen am 8. Januar 2009 von <http://www.bundesliga.de/de/liga/news/2008/index.php?f=0000112557.php>
- DFL.** (28. November 2008). *www.bundesliga.de*. Abgerufen am 8. Januar 2009 von <http://www.bundesliga.de/de/liga/news/2008/index.php?f=0000112506.php>
- Drukarczyk, J., & Schüler, A.** (2007). *Unternehmensbewertung*. München: Verlag Franz Vahlen.
- Ernst&Young.** (2004). *Bälle, Tore und Finanzen II* . Ernst & Young AG.
- Ernst&Young.** (2006). *Bälle, Tore und Finanzen III* . Ernst & Young AG.
- Ernst&Young.** (2008). *Bälle, Tore und Finanzen V* . Ernst & Young AG.
- Escher, M.** (2007). *Unternehmensbewertung im Profifußball*. Saarbrücken: VDM Verlag Dr.Müller.
- FCBayern.** (2008). *Finanzdaten* . FC Bayern München AG.
- FCBayern.** (2008). *Bilanz* . FC Bayern München AG.
- Futebol.Clube.do.Porto-Futebol.SAD.** (2008). *Relatório e Contas Consolidado 2007/2008*.
- Golz, W.** (2007). Abgerufen am 11. Januar 2009 von [www.guten-morgen-hamburg.de](http://www.guten-morgen-hamburg.de): <http://www.guten-morgen-hamburg.de/42+M541b9e5b11c.html>
- Guthardt, S.** (Februar 2009). *Merchandising Report 2008. Sponsors - Wissen für Sportbusiness* , S. 34-35.
- Jörg, P., Pichler, K., Roth, L., & Zraggen, P.** (2005). *Handbuch der Bewertung 3.Auflg.* Zürich: Verlag Neue Züricher Zeitung.
- Juventus.Football.Club.SpA.** (2008). *Reports and Financial Statements at 30. June 2008*.
- Klimmer, I.** (2003). *Profifußballunternehmen an der Börse*. Bayreuth: Sportökonomie Uni Bayreuth e.V.
- Korthals, J. P.** (2005). *Bewertung von Fußballunternehmen*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Krolle, S.** (2005). *Enterprise-Value/EBIT(DA)-Verhältnis*. In S. Krolle, G. Schmid, & B. Schwetzler, *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung* (S. 21-48). Stuttgart: Schäfer-Poeschel.
- Kuhlmann, H.-P.** (2005a). *Enterprise-Value/Capital-Employees-Verhältnis*. In S. Krolle, G. Schmitt, & B. Schwetzler, *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung* (S. 58-60). Stuttgart: Schäfer Poeschel-Verlag.

**Kuhlmann, H.-P.** (2005b). Kurs/ Buchwert-Verhältnis. In S. Krolle, G. Schmitt, & B. Schwetzler, *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung* (S. 95-102). Stuttgart: Schäffer Poeschel Verlag.

**Küting, K., & Eidel, U.** (5. September 1999). Marktwertansatz contra Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Verfahren. *Finanz-Betrieb*, S. 225-232.

**Langguth, H.** (2008). *Kapitalmarktorientiertes Wertpapiermanagement*. München: Verlag Franz Vahlen GmbH.

**Maier, D.** (2001). Der Betafaktor in der Unternehmensbewertung. *Finanz-Betrieb* (Heft 5), S. 298-302.

**Matschke, M. J., & Brösel, G.** (2007). *Unternehmensbewertung - Funktionen, Methoden, Grundsätze* (3. Auflage). Wiesbaden: Verlag Dr. Th. Gabler.

**Millwall.Holdings.plc.** (2008). Report and Accounts for the period ended 30 June 2008.

**Moser, U., & Auge-Dickhut, S.** (7. Januar 2003). Unternehmensbewertung: Der Informationsgehalt von Marktpreisschätzungen auf Basis von Vergleichsverfahren. *Finanz-Betrieb*, S. 10-22.

**o.A.** (23. Januar 2009). *11 Freunde*. Abgerufen am 5. April 2009 von [http://www.11freunde.de/newsticker/117349/\\_bundesliga\\_holt\\_laut\\_britischer\\_studie\\_auf\\_](http://www.11freunde.de/newsticker/117349/_bundesliga_holt_laut_britischer_studie_auf_)

**o.A.** (22. Mai 2007). *golem.de*. Abgerufen am 6. Januar 2009 von <http://www.golem.de/0705/52433.html>

**o.A.** (01. April 2009). *Kicker-Online*. Abgerufen am 10. April 2009 von <http://www.kicker.de/news/fussball/intligen/startseite/artikel/506672>

**o.A.** (März 2009). *Sponsors - Wissen für Sportbusiness*.

**o.A.** (12. Juni 2008). *www.sportbasis.com*. Abgerufen am 8. Januar 2009 von <http://www.sportbasis.com/fussball/dfbpokal/dfb-neue-verteilung-tv-gelder-im-pokal-21904.html>

**o.A.** (11. Januar 2009). *www.sportbild.de*. Abgerufen am 11. Januar 2009 von <http://www.sportbild.de/sportbild/generated/article/fussball/2009/01/11/11292100000.html>

**o.A.** (14. Januar 2009). *www.sportbild.de*. Abgerufen am 14. Januar 2009 von <http://www.sportbild.de/sportbild/generated/article/fussball/2009/01/14/11355500000.html>

**o.A.** (2. Februar 2006). *www.wiwo.de*. Abgerufen am 8. Januar 2009 von <http://www.wiwo.de/lifestyle/dfi-beschliesst-verteilungsschluesel-fuer-tv-gelder-129471/>

**Obermeier, T., & Gasper, R.** (2008). *Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung*. München: Oldenbourg Verlag.

**Oedinger, F.** (Februar 2009). Ticketingpotenzial der Bundesliga. *Sponsors - Wissen für Sportbusiness*, S. 36-40.

**OL.Group.** (2008). ANNUAL FINANCIAL REPORT 07-08.

**Peemöller, V., Meister, J., & Beckmann, C.** (2. April 2002). Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung. *Finanz-Betrieb*, S. 197-209.

**Preston.North.End.plc.** (2008). Annual Report and Accounts 2007/08.

- Primke, D.** (Januar 2009). Glücksspielstaatsvertrag. *Sponsors - Wissen für Sportbusiness*, S. 32-33.
- Rams, A.** (1999). Realloptionsbasierte Unternehmensbewertung. *Finanz-Betrieb* (11), S. 349-364.
- Schewe, G., & Littkemann, J.** (2002). *Sportmanagement - Der Profi-Fußball aus sportökonomischer Perspektive*. Schorndorf: Verlag Karl Hofmann.
- Schwetzler, B., & Warfsmann, J.** (2005). Enterprise-Value/Umsatz-Multiplikator und Non-Financial Multiples. In S. Krolle, G. Schmitt, & B. Schwetzler, *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung* (S. 48-57). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Seppelfricke, P.** (2003). *Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft.
- Siegloch, J.** (2001). Sportverein - Idealsituation oder Unternehmen? In S. Jochen, & C. Klimmer, *Unternehmen Profifußball - Vom Sportverein zum Kapitalmarktunternehmen* (S. 1-15). Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Silkeborg.IF.Invest.A/S.** (2008). ÅRSRAPPORT 2008.
- Sport.Lisboa.e.Benfica-Futebol.SAD.** (2008). RELATÓRIO & CONTAS CONSOLIDADO 2007/2008.
- Sporting.SAD.** (2008). RELATÓRIO E CONTAS DA SPORTING SAD ÉPOCA 2007 » 2008.
- SS.Lazio.SPA.** (2008). BILANCIO AL 30 GIUGNO 2008.
- Stober, K. L.** (2008). *Multiplikatoren als Vergleichswertorientierte Methode der Unternehmensbewertung*. Konstanz: Hartung-Gorre Verlag.
- The.Watford.Association.Football.Club.Limited.** (2008). Report and Financial Statements 2008.
- Tottenham.Hotspur.plc.** (2008). Annual Report 2008.
- Trageser, R.** (2005). Kurs/Cash-Earnings-Verhältnis. In S. Krolle, G. Schmitt, & B. Schwetzler, *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung* (S. 86-95). Stuttgart: Schäffer Poeschel Verlag.
- Wagner, T.** (2005). Konzeption der Multiplikatorverfahren. In S. Krolle, G. Schmitt, & B. Schwetzler, *Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung* (S. 5-19). Stuttgart: Schäffer Poeschel.
- Weilguny, M.** (September 2008). Alkoholverbot. *Sponsors - Wissen für Sportbusiness*, S. 12.
- Weilguny, M.** (Juli 2008). Europas Fußball auf Wachstumskurs. *Sponsors - Wissen für Sportbusiness*, S. 38-39.
- WGZ-Bank.** (2004). FC Euro AG. WGZ-Bank.
- Zacharias, E.** (1999). *Going Public einer Fußball-Kapitalgesellschaft*. Bielefeld: Erich Schmidt Verlag.