

Geleitwort

In den letzten Jahrzehnten nahm die Kommerzialisierung des Profifußballs stark zu. Während die 18 Bundesligaclubs in der Saison 1974/1975 noch € 29 Millionen umsetzten, betrug der Gesamtumsatz aller Erstligisten in der letzten Spielzeit deutlich über € 1 Milliarde. Mit € 163 Millionen belegte der FC Bayern München in der Saison 2002/03 den Spitzenplatz gefolgt von Borussia Dortmund mit € 162 Millionen und Schalke 04 € 119 Millionen.

Trotz der deutlichen Umsatzsteigerung gelang es den Proficlubs nicht, nachhaltige Gewinne zu erwirtschaften. Im Gegenteil. In den letzten Jahrzehnten häuften die Erstligisten immer höhere Schuldenberge an. Mittlerweile beträgt der Schuldenberg aller Erstligisten über € 700 Millionen. Der einzige deutsche börsennotierte Proficlub, die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA stand trotz großer sportlicher Erfolge (Deutscher Meister und UEFA-Cup Finalist 2002) bereits am Rande des Konkurses. Der Aktienwert büsste gegenüber dem Emissionskurs in Höhe von € 11 über 80% ein. Hierbei handelt es sich jedoch um kein deutsches Problem. In vielen anderen europäischen Profiligen ist die Situation zum Teil noch dramatischer. Man denke nur an Clubs wie den AC Florenz, AS Rom, FC Sevilla oder Servette Genf.

Trotz dieser Probleme wagen immer mehr Clubs die Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft. In der 1. Bundesliga ist derzeit bereits die Hälfte aller Clubs als Kapitalgesellschaft organisiert. Die meisten davon streben langfristig eine Börseneinführung an. Allerdings zeigt das Beispiel der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, dass der Kapitalmarkt derzeit noch nicht in der Lage ist, den Börsenwert eines Proficlubs korrekt zu bestimmen. Auch der Wissenschaft gelang es bislang nicht, ein schlüssiges Bewertungskonzept vorzulegen. Die vorliegende Dissertationsschrift versucht, diese Lücke zu schließen.

Die Finanzpraxis bedient sich bislang bei der Bewertung von Fußballklubs der traditionellen Substanzwert-, Discounted Cash Flow- und Multiplikatorverfahren. Dabei finden jedoch die ökonomischen Besonderheiten des Profifußballs keine ausreichende Berücksichtigung. Diese Besonderheiten werden zwar in einigen Veröffentlichungen herausgestellt, allerdings meist in anderem Zusammenhang und ohne sie in einem konsistenten Bewertungsverfahren zu integrieren. Herr Korthals versucht, die bestehende Forschungslücke zu schließen, indem er aufbauend auf den ökonomischen Besonderheiten des Profifußballs zunächst die vorhandenen Bewertungsverfahren kritisch hinterfragt, um dann ein eigenes Bewertungsmodell zu entwickeln. Dabei stellt sich vor allem die Frage, wie das besondere Risiko von Fußballunternehmen, das aufgrund der Abhängigkeit vom sportlichen Erfolg entsteht, bei der Bewertung adäquat zu berücksichtigt werden kann.

Die vorliegende Arbeit enthält eine Reihe bewertungsrelevanter Methoden. Aufbauend auf einer Analyse der Ticket-, Fernseh-, Sponsoring- und Merchandisingerträge entwickelt Herr Korthals ein Prognosenmodell für die Einnahmen von Fußballklubs.

Dabei wird für jede Einnahmequelle ein Teilmodell entwickelt und anschließend zu einem Gesamtmodell zusammengefasst. Dieses Gesamtmodell verdeutlicht die starke Abhängigkeit der Clubeinnahmen vom sportlichen Erfolg. Folgerichtig versucht Herr Korthals deshalb den sportlichen Erfolg zu modellieren bzw. zu prognostizieren. Hierzu identifiziert er die potenziellen Determinanten des sportlichen Erfolges, um darauf aufbauend ein Prognosemodell zu entwickeln. Dieses Prognosemodell basiert auf der Monte-Carlo-Simulationsmethode. Die Stärke des Prognosemodells liegt somit auch nicht in der Punktprognose, sondern darin, eine Wahrscheinlichkeitsverteilung für den sportlichen Erfolg (im vorliegenden Fall ist dies der Tabellenplatz am Saisonende) zu ermitteln.

Des weiteren beschäftigt sich die vorliegende Arbeit mit der Bestimmung des relevanten Diskontierungssatzes bei der Bewertung von Fußballclubs. Da der wirtschaftliche Erfolg eines Fußballclubs in erster Linie vom sportlichen Erfolg abhängt, besitzen börsennotierte Fußballaktien einen relativ geringen β -Faktor. Fußballaktien besitzen somit trotz der hohen Volatilität des sportlichen und damit auch des wirtschaftlichen Erfolges ein relativ geringes systematisches Risiko. Bei konsequenter Anwendung des CAPM dürfte somit nur ein relativ geringer Risikoaufschlag berechnet werden. Diese Argumentation gilt natürlich nur für Investoren, die ein breit diversifiziertes Portfolio besitzen. Für Großinvestoren treten hingegen strategische Überlegungen in den Vordergrund, die sich aber ohnehin in der Regel nicht verallgemeinern lassen.

Schließlich widmet sich die vorliegende Arbeit der Schätzung des Fortführungswertes. Hierfür kommen drei Verfahren in Betracht: Fortführungsansatz, Liquidationswertansatz und Wiederbeschaffungsansatz. Alle drei Ansätze werden kurz vorgestellt und dann hinsichtlich der Eignung für die vorliegende Fragestellung überprüft.

Prof. Dr. Helmut Dietl