

## Unternehmens Analyse

## Mid Caps/Small Caps

## Underperform

<b>Kurs am 07.01.04</b>	<b>EUR 3,35</b>
Hoch/Tief (12M)	3,82/2,65
<b>Kursziel</b>	<b>EUR 3,50</b>

## AKTIENDATEN

Reuters	BORG.DE
Bloomberg	BVB GR
WPK	549309
Börsenumsatz (St. Tsd.)	24,5
Free Float (%)	58,9

## UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mrd.)	0,065
Anzahl der Aktien (Mio.)	19,5
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	19,5
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	-
Aktionärsstruktur	BVB 09 e.V. Dortmund 30,8%, Norman Rentrop 14,77%, Rest Streubesitz
Hauptversammlung	Nov-04
H1/Q2	Feb-04
Bilanzpressekonferenz	Okt-04

## KURS CHART



## RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	3M	6M
DAX	-13,5	-15,9	-13,1
Euro STOXX 50	-13,4	-9,0	-4,9
ES Media	-11,1	-9,1	-7,3

**Peter-Thilo Hasler**  
peter-thilo.hasler@hvb.de  
+49 (0) 89 378-13244

## Borussia Dortmund

## AFFRONT GEGEN INFRONT UND DIE FOLGEN

- In den kommenden beiden Spielzeiten erwarten wir einen deutlichen Ergebniseinbruch und bestätigen unser Anlageurteil von Underperform. Unser Kursziel liegt bei EUR 3,50.
- Angesichts des aktuellen Tabellenstandes ist in der laufenden Saison erneut zu befürchten, dass der BVB das sportliche Ziel der Champions League-Teilnahme verfehlt. Damit werden die erfolgsabhängig gestaffelten Einnahmen wie Merchandising, Sponsoring und TV weiterhin unter Druck bleiben.
- Wir halten es für ausgeschlossen, dass die DFL die TV-Rechte zu einem Preis vermarkten kann, der über dem letzten Infront-Angebot liegt.
- Nike-Deal und Verkauf der Namensrechte am Stadion bringen insgesamt nur wenig ein, angesichts des erwarteten Liquiditätsabflusses sind Spielerverkäufe zu Saisonende unumgänglich.

	2001/02	2002/03	2003/04e	2004/05e
<b>Umsatz (EUR Mio.)</b>	113	129	88	96
% Veränd.	33,1	14,2	-31,4	8,3
<b>Jahresüberschuss (EUR Mio.)</b>	0,6	3,2	-44,8	-46,7
% Veränd.	-105,0	449,4	-1523,6	4,3
<b>EPS reported (EUR)</b>	0,04	0,16	-2,30	-2,40
% Veränd.	-106,9	313,3	-1538,5	4,3
<b>EPS adjusted (EUR)</b>	0,04	0,16	-2,30	-2,40
% Veränd.	-106,9	313,3	-1538,5	4,3
<b>EPS adj. vor Goodwill (EUR)</b>	0,04	0,16	-2,30	-2,40
% Veränd.	-106,9	313,3	-1538,5	4,3
<b>CFPS (EUR)</b>	1,54	1,60	-1,07	-1,38
% Veränd.	159,3	3,9	-166,7	29,3
<b>Dividende (EUR)</b>	0	0	0	0
<b>EBITA-Marge (%)</b>	5,2	5,3	-50,4	-46,8
<b>CAGR (Umsatz; 02-05e)</b>				-5,4%
<b>CAGR (EBITADA; 02-05e)</b>				-297,0%
<b>EV/Umsatz</b>	0,7	0,1	0,2	0,5
<b>EV/EBITDA</b>	2,1	0,3	-1,1	-1,8
<b>EV/EBITA</b>	12,9	1,4	-0,5	-1,0
<b>EV/EBIT</b>	11,5	1,4	-0,5	-1,0
<b>KGV (EPS adj. vor Goodwill)</b>	117,3	20,9	-1,5	-1,4
<b>PEG-Ratio</b>				0
<b>KCF</b>	2,9	2,1	-3,1	-2,4
<b>Div. Rendite (%)</b>	0	0	0	0

## **Inhalt**

- 4 Bewertung
  - 4 Die Performance der BVB-Aktie seit dem IPO
- 7 Affront gegen Infront und die Folgen
  - 8 Neue Vermarktungsmodelle für die Fußball-Bundesliga?
  - 10 Säbelrasseln beim Pay-TV
  - 12 Die ABS-Anleihe
  - 13 Der Verkauf der Namensrechte am Westfalenstadion
  - 14 Spielerverkäufe als kurzfristige Option? Leichter gesagt als getan
  - 15 Der Nike-Deal oder: Aus goool.de wird fool.de
- 16 Rekordverlust und deutliche Cash-Abflüsse in den kommenden beiden Spielzeiten
- 18 Segmentergebnisse
- 19 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung
- 20 Cashflow-Entwicklung
- 21 Konzernbilanz
- 22 Bundesliga-Bilanz des BVB gegen andere Vereine
- 23 Bundesliga-Endstand des BVB

## Das Geschäftsmodell basiert auf dem Erreichen der Champions League

Nicht anders ist es zu erklären, dass nach dem Nichterreichen der CL, dem Ausscheiden aus dem UEFA-Cup und dem DFB-Pokal jeweils in der zweiten Runde und dem derzeitigen Bundesliga-Tabellenstand in der laufenden und der kommenden Saison derart deutliche Verluste zu erwarten sind. Ebenfalls beträchtlich sind die erwarteten Liquiditätsabflüsse für die beiden Spielzeiten. Die diskutierte Begebung einer ABS-Anleihe, bei der Teile der Zuschauereinnahmen langfristig als Sicherheit abgetreten werden, wirkt zwar kurzfristig entlastend, führt aber zu einem weiteren Anstieg des Fixkostenblocks.

Welche Konsequenzen verbleiben dem BVB? Nach medienwirksamen Versuchen, einen „einseitigen Konsens“ bei Gehaltskürzungen zu finden, und den beinahe allumfassenden Androhungen sonstiger Konsequenzen werden Spielerverkäufe nach Saisonende unumgänglich sein. In erster Linie dürften dabei – nach einem erwarteten erfolgreichen Abschneiden der tschechischen Mannschaft bei der EM – Spielmacher Rosicky und Stürmer Koller zu nennen sein. Beide sind mit langfristigen Verträgen an den Verein gebunden, so dass hohe Ablösesummen gefordert werden können. Ein Verkauf der Namensrechte am Westfalenstadion dürfte frühestens in der folgenden Saison zu entlastenden Einnahmen führen.

Dagegen halten wir es für ausgeschlossen, dass es der DFL gelingen wird, nach dem Scheitern der Verhandlungen mit Infront die Free-TV-Rechte zu einem höheren Preis als dem zuletzt von Infront angebotenen Preis zu verkaufen. Die Neigung eines TV-Senders, bewusst Verluste aus der Bundesliga in Kauf zu nehmen, dürfte im gegenwärtigen Werbeumfeld wenig ausgeprägt sein. Die Vorstellungen der DFL, beim Pay-TV deutlich höhere Erlöse zu generieren, halten wir nur nach der Wiedereinführung von Freitagsspielen für realistisch. Wie ein Damokles-Schwert schwebt dagegen die Drohung der EU-Kommission über den TV-Einnahmen, die Bundesliga-Sondergenehmigung zurückzuziehen, was die Neu-Ausschreibung sämtlicher Lizenzrechte für die kommenden Spielzeiten zur Folge hätte.

## Die Diversifizierung sehen wir als gescheitert an

Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass der Verein, der laut seiner Geschäftsführung „in sämtlichen Erlösbereichen gut aufgestellt ist“, vieles von dem, was zum Börsengang versprochen wurde, nicht eingehalten hat. Insbesondere die Diversifizierung der Erlösstruktur („Steine und Beine“) erachten wir nicht nur aufgrund des zwischenzeitlich erfolgten Verkaufs der „Steine“, also des Westfalenstadions, als fehlgeschlagen. Sports & Bytes, B.E.S.T. und Orthomed erzielten auch vier Jahre nach dem Börsengang kaum erwähnenswerte Erlöse, und selbst die Erträge des Sportartikelherstellers goool.de liegen trotz nachhaltiger Vermarktungsbemühungen des Vereins nur im unteren einstelligen Bereich. Nachhaltiger Schaden wird der Marke goool.de in der kommenden Saison zugefügt, wenn der BVB nicht länger in Trikots der eigenen Marke, sondern des Marktführers Nike antritt.

## Bewertung

Wir sehen die Aktie des BVB auf dem gegenwärtigen Kursniveau von EUR 3,50 als ausreichend bewertet an. Wir bestätigen daher unser Anlageurteil von Underperform. Grundsätzlich ziehen die zu erwartenden Verluste eine Änderung unserer Bewertungsmethode nach sich, da wir ein Substanzwertverfahren wie das KBV bei Unternehmen, die ihre Kapitalkosten nicht erwirtschaften, für nicht anwendbar ansehen. Ertragswertverfahren führen allerdings beim BVB ob der erwarteten Verluste selbst auf EBITDA-Ebene zu keinem sinnvollen Ergebnis.

# Bewertung

Die Bewertung eines Fußballvereins stellt Analysten wie Investoren grundsätzlich vor ungewohnte Probleme. Auf der einen Seite sind langfristige Bewertungsverfahren wie das DCF-Modell aufgrund der geringen Vorhersagbarkeit des Tabellenstands zum Saisonfinale nicht anwendbar, auf der anderen existiert kurzfristig eine relativ starke Korrelation zwischen Aktienkurs und Spielergebnis, eine Abart des so genannten Montags-Effekts.

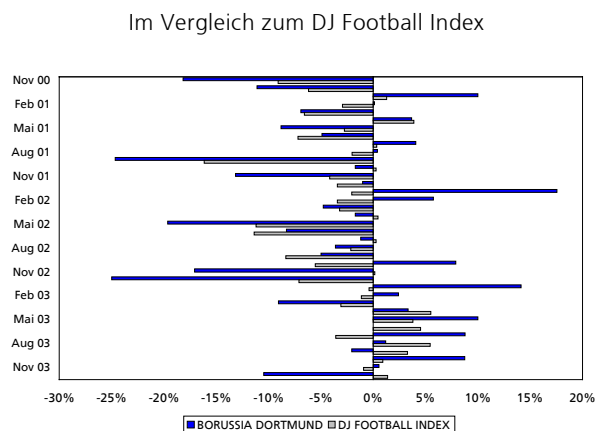
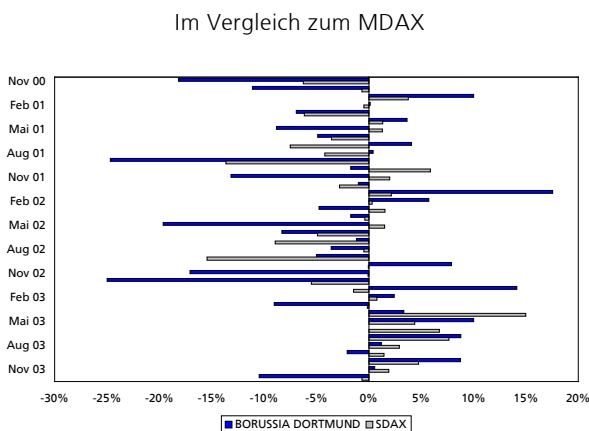
Beim BVB wird der Fall zusätzlich dadurch erschwert, dass Substanzwertverfahren wie das Kurs/Buchwert-Verhältnis bei Unternehmen, die ihre Kapitalkosten nicht erwirtschaften, in den Hintergrund gedrängt werden. Ertragsorientierte Bewertungsverfahren können beim BVB aber nicht angewendet werden können, weil wir für die laufende wie die kommende Saison auf Konzernebene mit einem deutlichen Verlust selbst auf EBITDA-Ebene rechnen. Bestenfalls sehen wir die Aktie des BVB auf dem aktuellen Niveau von EUR 3,50 als fair bewertet an und bestätigen unser Anlageurteil von Underperform.

## Die Performance der BVB-Aktie seit dem IPO

Underperformance gegenüber dem MDAX, Outperformance gegenüber den Peers

Im vergangenen Jahr zeigte die BVB-Aktie eine unterdurchschnittliche Performance gegenüber dem MDAX; dagegen konnte der DJ Football-Index per Saldo outperformt werden. Nachdem die BVB-Aktie im Dezember letzten Jahres nach negativen Presseberichten binnen eines Tages rund 10% ihres Wertes eingebüßt hatte konnte sie sich auch in den darauffolgenden Wochen das negative Sentiment nicht abschütteln. Dennoch konnte die Aktie mit dem aktuellen Jahresschlusskurs von EUR 3,50 auf Jahressicht gegenüber 2002 deutlich zulegen:

### AKTIEN-PERFORMANCE SEIT IPO



Quelle: Thomson Financial Datastream

„Wer weg will,  
kann gehen“  
(Michael Zorc)

**Der Substanzwert von Borussia Dortmund liegt bei rund EUR 150 Mio. und damit erheblich über der aktuellen Marktkapitalisierung von rund EUR 65 Mio.** Den Substanzwert des BVB errechnen wir mit Hilfe des aktuellen Transferwertes des Spielerkaders. Dabei unterstellen wir (theoretisch), dass sämtliche Spieler zu ihrem aktuellen Marktwert verkauft, die Transfererlöse zuzüglich der Nettofinanzposition an die Aktionäre ausgeschüttet werden und der Verein aufgelöst wird. Addiert man zum Spielerkader, den wir bei EUR 130 Mio. veranschlagen, die Nettofinanzposition von EUR 22 Mio. per 30.06.03 (wobei unberücksichtigt geblieben ist, dass der BVB einen Kassenbestand von EUR 48,5 Mio. als Sicherheit für den Rückkauf des Westfalenstadions verpfändet hat), so ergibt sich mit EUR 150 Mio. ein Wert, der deutlich über der aktuellen Marktkapitalisierung von EUR 65 Mio. liegt.

#### TRANSFERWERT DES SPIELERKADERS BVB PER 31.12.2003

Spieler	Nr.	Position	Alter	Nationalität	Vertragslaufzeit	Transferwert (EUR Mio.)
Tomas Rosicky	10	Mittelfeld	22	CZE	2000-2008	28,0
Marcio Amoroso	22	Sturm	29	BRZ	2001-2005	15,0
Jan Koller	9	Sturm	30	CZE	2001-2006	15,0
Dede	17	Abwehr	25	BRZ	1998-2005	12,0
Christoph Metzelder	21	Abwehr	22	GER	2000-2005	11,0
Torsten Frings	8	Mittelfeld	26	GER	2002-2006	10,0
Ewerthon	12	Sturm	22	BRZ	2001-2006	9,0
Sebastian Kehl	5	Mittelfeld	23	GER	2001-2006	9,0
Christian Wörns	4	Abwehr	31	GER	1999-2006	6,0
Ahmed Reda Madouni	23	Abwehr	22	FRA	2001-2005	2,5
Roman Weidenfeller	1	Torwart	23	GER	2002-2006	2,5
Otto Addo	19	Sturm	28	GER	1999-2004	2,0
Guillaume Warmuz	26	Torwart	33	FRA	2003-2004	1,5
Juan Ramon Fernández	3	Abwehr	23	ARG	2002-2007	1,0
Niclas Jensen	15	Abwehr	28	DEN	2003-2006	1,0
Malte Metzelder	20	Abwehr	21	GER	2003-2005	1,0
Giuseppe Reina	13	Sturm	31	GER	1999-2005	0,8
Guy Demel	14	Mittelfeld	22	FRA	2003-2005	0,7
Heiko Herrlich	11	Sturm	31	GER	1995-2005	0,6
Leandro	16	Mittelfeld	26	BRZ	2001-2006	0,6
Sahr Senesie	25	Sturm	18	GER	2000-2007	0,5
Andre Bergdölmo	28	Abwehr	31	NOR	2003-2005	0,3
David Odonkor	24	Sturm	19	GER	2002-2006	-
Evanilson	2	Abwehr	27	BRZ	2001-2007	-
Flavio Conceição	6	Mittelfeld	29	BRZ	2003-2004	-
Lars Ricken	18	Mittelfeld	27	GER	1993-2006	-
Stefan Reuter	7	Abwehr	36	GER	1992-2004	-
<b>Summe</b>						<b>130,0</b>

Quelle: HVB Equity Research

„Wir können es uns  
nicht leisten, uns nicht  
für die Champions  
League zu qualifizieren“  
(Michael Meier)

**Zur Hebung dieser Kurspotenziale sind allerdings positive Signale vom Spielfeld und vom Kapitalmarkt erforderlich.** Langfristig ist eine Substanzbewertung des BVB nur dann zu rechtfertigen, wenn der Verein keine Ertragswarnungen ausspricht. Dies ist aber genau für die laufende Saison zu erwarten: Das Ausscheiden aus der Champions League reißt ein Loch in die Ertragsseite des Vereins, das aus dem operativen Geschäftsverlauf allein nicht gestopft werden kann. In einer solchen Situation tritt ein Substanzwertverfahren vollständig in den Hintergrund. Wir sehen daher die Aktie auf dem aktuellen Kursniveau für fair bewertet an und bestätigen unser Anlageurteil von Underperform.

## Affront gegen Infront und die Folgen

**Erstmals in seiner Geschichte hat die DFL ab der kommenden Spielzeit die Rechte an der Fußball-Bundesliga nicht vollständig verkauft. Ursächlich hierfür ist das Scheitern der Verhandlungen mit dem bisherigen Rechteinhaber Infront, der, nachdem vorab Teile aus dem Rechtenkatalog herausgenommen wurden, zur Vermeidung eigener Verluste eine Verringerung der Zahlungen gefordert hat.**

**Schon lange sind Free-TV-Rechte über den Verkauf von Werbezeiten nicht mehr finanzierbar. Im gegenwärtigen Werbeumfeld halten wir die Bereitschaft der TV-Sender, Verluste in Kauf zu nehmen, für wenig ausgeprägt. Damit ist es unwahrscheinlich, dass die geplante Eigenvermarktung der Senderechte an der Bundesliga zu attraktiveren Konditionen erfolgen wird als das letzte, von Infront vorliegende Angebot. In der kommenden Saison müssen die Vereine mit weiteren Einnahmerückgängen aus der TV-Vermarktung rechnen.**

„Das war die beste Sitzung, seit es die DFL gibt“  
(Karl-Heinz Rummenigge)

**Mitte Dezember haben die 36 Profiklubs der Deutschen Fußball-Liga (DFL) die angekündigte Reduzierung der TV-Honorare durch den Vermarktungspartner Infront abgelehnt.** Daraufhin hat Infront seine Option auf eine Verlängerung der TV-Vermarktungsrechte um weitere zwei Jahre nicht wahrgenommen. In unerwarteter Einmütigkeit erteilten die Vereine der vom Vermarktungspartner Infront angekündigten Reduzierung der TV-Honorare von vertraglich vereinbarten EUR 295 Mio. auf EUR 272,5 Mio. für die kommende Saison 2004/05 eine Absage. Auch das Angebot einer Kürzung von EUR 300 Mio. auf EUR 277 Mio. für die anschließende Spielzeit 2005/06 wurde abgelehnt. Die Schweizer Agentur Infront, die Optionsrechte für sämtliche zentral vermarkteten Bundesligarechte zwecks Weiterverkauf inne hatte, begründete die Kürzung der zu zahlenden Gelder damit, dass mehrere Rechte des Gesamtpaketes an die Vereine zurückgefallen sind, darunter die Lizenz für die Bildübertragung auf Handys. U. E. wurden diese zuvor quasi als „Beschwichtigung“ aus dem Paket herausgebrochen und einzeln vermarktet, um einer kompletten Zerschlagung der Zentralvermarktung durch die EU-Kommission zuvorzukommen. Hätten die Vereine das reduzierte Infront-Angebot angenommen, würden jedem Erstligisten rund EUR 1 Mio. und jedem Zweitligisten EUR 0,23 Mio. pro Saison an TV-Einnahmen fehlen.

„Sollten wir noch weitere Einbußen hinnehmen müssen, ... dann ist die Liga mausetot“  
(Karl-Heinz Wildmoser)

**Ab Juli existiert nur ein einziger gültiger Vertrag zwischen der DFL und den TV-Sendern.** Nachdem zum Jahresende 2003 keine Einigung erzielt werden konnte, gibt es für die kommenden beiden Spielzeiten nur einen gültigen Vertrag der TV-Sender mit der DFL, den der Bundesliga-Zusammenfassung in der Sportschau, den die ARD mit einem Zusatzvertrag mit der DFL angeschlossen hat und der damit von dem Scheitern der Verhandlungen mit Infront nicht tangiert wird. Alle übrigen Rechte fallen an die DFL zurück, die für diesen Fall vorsorglich eine Vermarktung der Rechte in Eigenregie angekündigt hat. Allerdings dürfte der Liga-Verband dann auch an Premiere und Infront jeweils EUR 25 Mio. zurückzahlen müssen; diese sind der DFL als Darlehen gewährt worden, nachdem die zahlungsunfähige KirchMedia ihre letzte Rate für die Fernsehrechte nicht mehr aufbringen konnte.

„Wie heißt noch der Typ, der Samstags die Werbung moderiert? ... Ach ja, Reinhold Beckmann“  
(Harald Schmidt)

**Die Exklusivität der Berichterstattung hat ihren Preis.** Free-TV-Rechte der Bundesliga sind über den Verkauf von Werbezeiten schon lange nicht mehr finanzierbar. Die Gründe für die bewusste Inkaufnahme pekuniärer Verluste liegen in der Imageverbesserung und der Erhöhung der Zuschauerquote nachfolgender Programme. Allein die Schmerzgrenze über die Höhe der einzugehenden Verluste ist von Sender zu Sender unterschiedlich und wird im Wesentlichen bestimmt von qualitativen Faktoren in der Senderpositionierung. Hier liegt auch der Hauptgrund unserer Erwartung sinkender Einnahmen: Werden die einzelnen Fußball-Ligen (Bundesliga, DFB, CL, UEFA-Cup) in unterschiedlichen Kanälen gesendet, oder, wie in Deutschland, mit der Bundesliga sogar eine Liga auf zwei Kanäle übertragen, dann gelingt es den Sendern nicht mehr, das Image eines Fußball-Senders aufzubauen.

#### BUNDESLIGA-RECHTE, 2004/05E

Gesamtbetrag	EUR Mio.	295
<b>Erstverwertungsrechte</b>		
Premiere	EUR Mio.	150
ARD	EUR Mio.	50
DSF	EUR Mio.	10
<b>Zweitverwertungsrechte</b>		
ARD	EUR Mio.	10
ZDF	EUR Mio.	5
DSF	EUR Mio.	20
Eurosport	EUR Mio.	5
Radio	EUR Mio.	10
Deutsche Telekom (Online-Rechte)	EUR Mio.	10
Finanzierungslücke	EUR Mio.	25

Quellen: DFL, EM.TV, HVB Equity Research

## Neue Vermarktungsmodelle für die Fußball-Bundesliga?

„Eier, wir brauchen Eier!“  
(Oliver Kahn)

**Ein Rechtstreit könnte der Auftakt zu einer Revolution des Rechtemarketings im Deutschen Fußball sein.** Eine besondere Bedeutung erfährt die Konfrontation zwischen Infront und der DFL dadurch, dass im Fall der Nichteinigung die EU-Kommission ihre Bundesliga-Sondergenehmigung zurückziehen könnte, so dass nun sämtliche Lizenzrechte für die kommenden Spielzeiten neu ausgeschrieben werden müssten. Einige Vereine haben bereits den Bescheid über den Freistellungsantrag zur Zentralvermarktung bei der EU-Kommission verzögert, indem sie verschiedene gesonderte Bemerkungen abgaben. Darin verlangten sie die Einzelvermarktung bestimmter Dienste, beispielsweise von Spielausschnitten gegen eine Gebühr im Internet oder per SMS bzw. MMS. Dies ist Wasser auf die Mühlen der EU-Kommission, die seit längerem fordert, die Fußball-Sendelizenzen in transparenteren Ausschreibungsverfahren und einzelnen Paketen anzubieten. Wir erwarten, dass die Vorstellungen der EU-Kommission nun neuen Vorschub erhalten. Wie könnten diese aussehen?

„Es müssen  
Veränderungen her“  
(Karl-Heinz Wildmoser)

**Vorstellbar wären beispielsweise unterschiedliche Fernsehpakete mit Live-Übertragungsrechten, die sowohl von Free-TV- als auch von Pay-TV-Anbietern erworben werden können.** Unterschiedliche Szenarien sind vorstellbar, der Phantasie in der Ausgestaltung sind keine Grenzen gesetzt. Unter anderem könnten die Pakete wie folgt ausgestaltet sein:

- Ein Paket deckt dann die Samstagsspiele der 1. Bundesliga und die Sonntagsspiele der 2. Bundesliga ab,
- ein zweites die Sonntagsspiele der 1. Bundesliga und die Freitagsspiele der 2. Bundesliga, während
- ein drittes Paket die Free-TV-Rechte für eine Highlight-Erstberichterstattung enthält und
- ein viertes Paket die Live-Übertragungen von Spielen der 2. Bundesliga im Free-TV vorsehen könnte.
- Weitere Pakete könnten dann Zweit- und Drittverwertungsrechte für das Free-TV umfassen.
- Darüber hinaus könnte jeder Verein seine Heimspiele 24 Stunden nach der Begegnung dezentral im Free-TV vermarkten und aktuelle Clips im UMTS-Mobilfunk anbieten.

Die Exklusivität der  
Rechte bestimmt  
den Preis

**Der drohende Aufbruch der exklusiven Berichterstattung wird deutliche Einnahmeverluste der Vereine mit sich bringen.** Dies zeigt uns einmal mehr das Mutterland des Fußballs, England. Dort erwarb der langjährige exklusive Rechteinhaber, BSkyB, Mitte letzten Jahres sämtliche vier Rechtepakete für den Zeitraum 2004-2007 zum Preis von GBP 1,024 Mrd. Nach Einwendungen der EU-Kommission wurde BSkyB schließlich verpflichtet, bis zu acht Live-Übertragungen pro Spielzeit an einen Wettbewerber (BBC, ITV, Channel 4 oder Channel 5) abzutreten und damit die exklusive Berichterstattung zu verlieren oder – für den Fall einer Weigerung – sogar eines der vier Pakete komplett abzutreten.

Diese Situation wird spätestens nach der Saison 2006/07 eintreten, wenn die EU-Kommission vorschreibt, dass die TV-Live-Rechte der Premier League in jedem Fall zwischen mindestens zwei Rechteinhabern aufgeteilt werden müssen. Die Vergabe von Unterlizenzen soll dann nicht länger gestattet sein. Den Vereinen drohen dann empfindliche Einnahmeverluste: Obwohl BSkyB angekündigt hat, tendenziell Spiele aus dem am wenigsten attraktiven Paket abtreten zu wollen, ließ der Sender verlautbaren, dass die zusätzlichen Einnahmen durch den neuen Sender keinesfalls ausreichen werden, die entstehenden Finanzierungslücken von BSkyB zu decken.

## Säbelrasseln beim Pay-TV

„Früher haben die Fans für die Borussia ihr letztes Hemd gegeben. Da müssen wir wieder hinkommen“  
(Michael Meier)

**Wir sehen wenig Spielraum beim Bezahl-Fernsehen. Dagegen erwarten sich die Erstliga-Vereine vor allem von der Pay-TV-Lizenz höhere Einnahmen.** Bereits Anfang Oktober hat Premiere von Infront die Erstverwertungs-Rechte an der Bundesliga für die Spielzeiten 2004/2005 und 2005/2006 zum Preis von je EUR 150 Mio. erworben. Damit hätte Premiere auch in Zukunft nahezu alle Spiele der 1. und 2. Fußball-Bundesliga live ausgestrahlt, einzeln und in der Konferenzschaltung, wenn Infront ihrerseits ihre Option ausgeübt hätte. Die Tatsache, dass Premiere die Option ohne weitere Nachverhandlungen gezogen hat, scheint nun von einigen Vereinen dahingehend interpretiert zu werden, dass diese Rechte zu günstig abgegeben wurden. Unter anderem berufen sie sich in ihren Forderungen auf England, wo BSkyB bereits Mitte der 90er Jahre die damals kaum fassbare Summe von GBP 675 Mio. für sämtliche Fußballrechte bezahlte. Nachdem gleichzeitig dem Free-TV die Live-Berichterstattung an der Premier League entzogen und die Zusammenfassung der Höhepunkte des Spieltags auf das späte Abendprogramm verschoben wurde, begründete BSkyB die größte (und bislang einzige) nachhaltige Erfolgsgeschichte des europäischen Pay-TV.

Die Änderung der Anstoßzeiten und ihre Konsequenzen

**Nur für den Fall, dass in der Bundesliga Freitagsspiele wiedereingeführt werden, können wir uns eine höhere Zahlungsbereitschaft von Premiere vorstellen.** Zur Erhöhung der Einnahmen steht offenbar auch eine Verlegung der Spielzeiten zur Disposition. So gibt es Ideen, einige Spiele wieder am Freitag Abend stattfinden zu lassen, andere sollen auf Samstag Mittag vorgezogen werden. Das ist um so interessanter, als dass infolge der „Aktion 15:30“ gerade die für viele Fans unattraktiven Freitagsspiele abgeschafft wurden. Hierfür ist es allerdings erforderlich, dass der Donnerstag kein Uefa-Cup-Spieltag mehr ist. Dazu könnte es allerdings kommen, wenn die Überlegungen, im Uefa-Cup – ähnlich zur Champions League – Gruppenspiele einzuführen, für die kommende Saison Wirklichkeit werden. Ansonsten sehen wir keinen Spielraum für eine Erhöhung der Fernsehgelder seitens Premiere. Beide Maßnahmen jedenfalls wären durchaus geeignet, die Zahlungsbereitschaft von Premiere zu erhöhen. Vorstellbar wären EUR 10 Mio. pro Spielzeit. Andererseits dürfte eine Vorverlegung der Spiele von Sonntag auf Freitag die Zahlungsbereitschaft bei DSF deutlich unterminieren. Erstmals in der Geschichte von Premiere konnte im dritten Quartal 2003 im operativen Geschäft ein Gewinn verbucht werden. Zwei entscheidende Gründe für den langjährigen Misserfolg von Premiere im Vergleich zu ausländischen Pay-TV-Sendern können ausgemacht werden:

- Erstens das breit gefächerte Angebot des Free-TV, das, wenngleich zeitlich versetzt, doch eine vollständige Berichterstattung des Spieltags garantiert,
- und zweitens die GEZ-Gebühren, die bereits einen Großteil der Zahlungsbereitschaft für das Fernsehen abschöpfen.

Erfahrungsgemäß sinkt die Zahlungsbereitschaft für Pay-TV schnell gegen Null, wenn der Fußball-Fan seine Leidenschaft ohne zusätzliche Ausgaben bereits im regulär empfangbaren Fernsehen befriedigen kann, vor allem wenn wie hierzulande der zeitliche Abstand zwischen Abpfiff und ARD Sportschau weniger als eine Stunde beträgt. Dabei ist es offensichtlich nur von untergeordneter Bedeutung, dass der Fan über die Premiere-Konferenzschaltung bereits gegen eine geringe Gebühr von lediglich EUR 5 pro Monat (ohne Decodermiete) alle Tore live sehen kann.

„Es braucht eine gewisse Intelligenz, um die Zusammenhänge in der Bundesliga zu begreifen“  
Winni Schäfer

**Die Vorstellungen einiger Bundesligavereine, einen eigenen Liga-Sender aufzubauen, halten wir für waghalsig.** Sie unterliegen offenbar einer krassen Fehleinschätzung in Bezug auf die voraussichtlich anfallenden Kosten und Erträge. Um dies zu untermauern, lohnt ein Blick nach England, wo mit ManU-TV der einzige halbwegs erfolgreiche Fußball-Bezahlssender der Welt seine Sendetätigkeit aufgenommen hat. Ein ManU-TV-Abonnement kostet den Fan derzeit GBP 6,00 pro Monat. Zwischen 17:00 und 23:00 Uhr werden täglich sechs Stunden Sendezeit ausgestrahlt. Unter anderem umfasst das Paket

- die sonntägliche Ausstrahlung des Premier League-Spieles von Manchester United, sofern dieses nicht bereits im Free-TV am Samstag live ausgestrahlt wurde, und
- die tägliche Ausstrahlung von Nachrichten, Dokumentationen, Spielklassikern, Interviews mit aktiven und ehemaligen Spielern, Verantwortlichen und Sachverständigen.

Mit knapp 100.000 Abonnenten belaufen sich die Erlöse auf gerade GBP 7 Mio. pro Jahr. Dabei ist zu berücksichtigen, dass ManU weltweit 54 Mio. Fans hat, in den vergangenen elf Jahren achtmal den Premier League-Titel gewinnen konnte und zum siebtenmal in Folge zumindest das Achtelfinale der Champions League erreichen konnte, Zahlen, die in England – und in Deutschland! – ohne Gleichen sind.

„Aber mit allen Wenn, Könnte und Aber kommen wir nicht weiter“  
(Franz Beckenbauer)

**Premiere wird auf absehbare Zeit kein Wettbewerb von Seiten eines DFL-Bezahlssenders erwachsen.** Wie ist die aktuelle Situation im deutschen Bezahlfernsehen?

- Zum 30.6.2003 hatte Deutschlands einziger Pay-TV-Sender Premiere 2,69 Mio. Abonnenten. Die ARPU des Programm-Abonnementes beliefen sich auf EUR 20,83 pro Monat; hochgerechnet auf ein Kalenderjahr generiert Premiere mithin Programm-Umsätze von EUR 673 Mio.
- Ein Blick auf die Verteilung des Abonnentenbestandes zum 30.6.2003 zeigt, dass sich 7,9% der Premiere-Abonnenten für Premiere Sport und 64,4% für Premiere Super entschieden haben, mit dem auch Sport empfangen werden kann. Eine detaillierte Nutzeranalyse zeigt, dass 23,9% der Premiere-Nutzung auf Sport wie Bundesliga- und Champions-League-Fußball, Formel 1 oder Basketball entfallen. Sie stellen damit eine Art Obergrenze für einen DFL-Bezahlssender dar. Mit anderen Worten: Würde die DFL Ernst machen mit der Drohung, einen eigenen Bezahlssender ins Leben zu rufen, dann könnten sie daher maximal 23,9% der Premiere-Abonnenten (643.000) für sich gewinnen.
- Im unrealistischen Fall, dass der DFL-Sender sofort nach Programmstart dieselben ARPU wie Premiere erlösen würde, ergäben sich für die DFL Erlöse in Höhe von EUR 160 Mio.
- Da absehbar ist, dass die ARPU eines reinen Bundesliga-Senders deutlich geringer ausfällt – wir unterstellen vereinfacht einen Beitrag von EUR 10 pro Monat – so würden sich nur dann Erlöse in derselben Größenordnung ergeben, falls der DFL-Sender neben den 643.000 bisherigen Premiere-Abonnenten weitere 700.000 Neukunden akquirieren würde.

- Unnötig zu erwähnen, dass ein solcher Sender mit enormen Anlaufverlusten zu kämpfen hätte, deren Aufteilung auf die Vereine völlig ungeklärt ist: Bekanntlich verteilen sich die Einnahmen des Bezahlfernsehens auf die Vereine der ersten und der zweiten Bundesliga nach bestimmten Verteilungsschlüsseln. Doch wie sollen die Verluste aufgeteilt werden? Nicht einmal die finanzstärkere Minderheit der Vereine dürfte bereit (und in der Lage) sein, Verluste in welcher Größenordnung auch immer zu akzeptieren.
- Von den laufenden Kosten, die dieser Sender zu tragen hätte, ganz zu schweigen! Wir schätzen die Fixkosten aus Übertragung und Technik, aus Abonnentenbetreuung, Werbung und Vertrieb sowie Organisation auf EUR 200 Mio. pro Jahr ein.

## Die ABS-Anleihe

„Wir haben auf keinen Fall irgendein Liquiditätsproblem“  
(Michael Meier)

**Dortmund erwägt die Begebung einer Anleihe, die durch Zuschauereinnahmen aus dem Westfalenstadion besichert wird.** Diskutiert wird eine Laufzeit, die deutlich kürzer ist als die vergleichbare 23-Jahres-Anleihe des Schalke 04. Als Investment-Grade dürfte der BVB analog zum „Erzrivalen“ Schalke 04 mit einem BBB beurteilt und damit am unteren Ende der Investment-Grade-Kategorie eingeordnet werden. Für eine vergleichbare Anleihe hätte ein Club zum Jahresende 2003 einen jährlichen Kupon von etwa 6,5% (entsprechend einer 10-jährigen Bundesanleihe plus BBB-Spread) zuzüglich einer Liquiditätsprämie aufgrund der geringeren Fungibilität bezahlen müssen. Wir schätzen die Effektivverzinsung einer derartigen Anleihe auf knapp 10% ein.

„Die Luft, die nie drin war, ist raus aus dem Spiel“  
(Gerhard Delling)

**Bei kalkulierten jährlichen Ticket-Einnahmen von EUR 22,3 Mio. für 2003/04 wird** – diskutiert wird eine Anleihe in der Größenordnung von EUR 80-100 Mio. – **ein Gutteil der Eintrittskarten-Erlöse an die Anleihegläubiger überwiesen.** Den jährlichen Schuldendienst aus der Anleihe, den der BVB bis zum Vertragsende zurückzahlen hat, dürfte bei einem unterstellten Anleihevolumen von EUR 100 Mio. bei bis zu EUR 10 Mio. liegen. Nach seiner Erweiterung bietet das Westfalenstadion 83.500 Zuschauern Platz. Seit dem Saisonauftakt erreichte der BVB einen Zuschauerschnitt von 80.000 und damit eine Auslastungsquote von 96%. Hochgerechnet ergibt sich damit eine Zuschauerzahl von knapp 1,4 Mio. pro Saison und damit Ticketing-Einnahmen in Höhe von etwa EUR 22,3 Mio.

## UMSÄTZE AUS SPIELBETRIEB 2001/02-2004/05E

		2001/02	2002/03	2003/04e	2004/05e
Spielbetrieb	EUR Mio.	17,837	17,898	22,287	23,408
I. Bundesliga	EUR Mio.	14,0	15,1	19,9	20,9
Stadionkapazität		68.600	68.600	83.500	83.500
Verkaufte Dauerkarten			45.000	52.500	53.000
Durchschnittliche Zuschauerzahl		62.221	63.777	80.000	80.000
Auslastungsgrad	%	90,7	93,0	95,8	95,8
Durchschnittlicher Kartenpreis	EUR	13,28	13,94	14,64	15,37
Anzahl Heimspiele		17	17	17	17
Gesamte Zuschauerzahl je Saison		1.057.757	1.084.209	1.360.000	1.360.000
II. DFB Pokal	EUR Mio.	0,2	0,8	0,5	0,5
Anzahl Heimspiele		1	3	2	2
III. Internationale Wettbewerbe	EUR Mio.	5,0	2,0	1,9	2,0
Anzahl Heimspiele		8	3	2	2
IV. Sonstige	EUR Mio.	-1,5	0	0	0

Quellen: BVB, HVB Equity Research

## Der Verkauf der Namensrechte am Westfalenstadion

„Es war uns schon lange ein Dorn im Auge, dass zwei Drittel unserer Anhänger sich im Stadion ein Magengeschwür einreden will, ...

... obwohl weit mehr Klubs in der Tabelle hinter uns stehen als vor uns“  
(Dr. Gerd Niebaum)

**Für einen kurzfristigen Mittelzufluss könnte auch der Verkauf der Namensrechte am Westfalenstadion sorgen.** Nach unseren Schätzungen liegen die jährlichen Zahlungen für die Namensrechte bei der AOL Arena in Hamburg bei EUR 3,1 Mio., AWD in Hannover und RheinEnergie in Köln zahlen jeweils EUR 2,0 Mio., während Allianz für die Namensrechte an der Allianz Arena bis 2021 EUR 90 Mio. zahlen wird, was pro Saison rund EUR 6,0 Mio. entspricht (die sich allerdings auf zwei Vereine, FC Bayern München und TSV 1860 München, aufteilen). Für den BVB können wir uns einen Betrag in der Größenordnung von EUR 4 Mio. pro Spielzeit vorstellen.

**E.ON und Nike sind die von uns favorisierten Kandidaten.** Als möglichen Namenspatron sehen wir den Hauptsponsor E.ON als favorisiert an, nachdem unsere Recherchen bei Denic ergeben haben, dass eon-stadion.de, eon-arena.de und eon-westfalenstadion.de bereits Mitte 2003 registriert wurden – vom BVB! Allerdings ist zu befürchten, dass der Verkauf der Namensrechte in der Fangemeinde für ungleichmäßig größeren Unmut sorgen dürfte als in den anderen Spielstätten in München oder Hamburg. Schließlich genießt das Stadion beinahe kulturelle Verehrung unter den Fans und bereits die unten beschriebene Benennung der vier neu gebauten Ecken in „Nike Corners“ führte zu Proteststürmen im Stadion und auf [www.schwatzgelb.de](http://www.schwatzgelb.de)!

### NAMENSRECHTE AN BUNDESLIGASTADIEN

	Aktueller Name	Vorheriger Name	Laufzeit	Lizenz p. a.	Stadionkapazität
Hannover	AWD Arena	Niedersachsenstadion	2002-2007	2,0	50.400
Köln	RheinEnergieStadion	Müngersdorfer Stadion	2002-2009	2,0	51.000
Hamburg	AOL Arena	Volksparkstadion	2001-2006	3,1	55.000
München	Allianz Arena	–	2006-2021	6,0	66.000

Quelle: HVB Equity Research

## Spielerverkäufe als kurzfristige Option? Leichter gesagt als getan

„Was sie hier auf dem Rasen sehen, kostet viele viele viele Millionen Geld, wenn man diese Spieler kauft“  
(Waldemar Hartmann)

„Ein bißchen Strafe haben wir auch verdient“  
(Torsten Frings)

„Meine Vertragsauflösung ist bei der derzeitigen Situation der Borussia durchaus logisch“  
(Tomas Rosicky)

„Das ist die schwierigste Situation, seitdem ich in Dortmund bin, also seit Januar 1993. Schlimmer als viele denken“  
(Matthias Sammer)

**Wohin driftet der BVB, der nach Meinung seines Managers Meier „dreimal soviel“ für Spieler ausgibt wie der CL-Teilnehmer VfB Stuttgart?** Seit dem Börsengang hat der BVB brutto nicht weniger als EUR 101 Mio. in neue Spieler investiert. Höhepunkt der Investitionstätigkeit stellt dabei die Meistersaison 2001/02 dar, in der brutto über EUR 45 Mio. für Spieler ausgegeben wurden. Noch in der vergangenen Saison beliefen sich die Lohnaufwendungen des Vereins auf EUR 67,9 Mio., was einer Gehaltsquote von 52,7% entspricht (ManU zum Vergleich liegt bei 46%). Damit dürfte der BVB der teuerste Kader der Bundesliga sein. Spitzenverdiener dürfte Amoroso mit einem Jahreseinkommen von EUR 4 Mio. sein.

**In einer Art „einseitiger Konsens“ wurden die Spieler gedrängt, 20% ihres Festgehalts in eine leistungsabhängige Zahlung umzuwandeln.** Die Spieler gehen damit quasi eine Wette auf ihre eigene Leistung ein. Von Anfang an befand sich der Verein in der prekären Situation, über einen Konsens zu einem Gehaltsverzicht zu gelangen: Einseitige Gehaltskürzungen des Vereins bringen arbeitsrechtlich eine Ungültigkeit des Arbeitsvertrags mit sich, so dass die Spieler ablösefrei den Verein wechseln könnten.

**Auf einer Pressekonferenz wurde bekannt gegeben, dass der BVB mit Spielerverkäufen eine „klassische Einnahmequelle wiederbeleben“ wolle.** Nun wird der BVB seinen Kader verschlanken. Dies ist allerdings leichter gesagt als getan, denn um nennenswerte Beträge erzielen zu können, sind gravierende Einschnitte erforderlich (siehe Tabelle oben: Transferwert des Spielerkaders BVB per 31.12.2003), es sei denn, die Vereinsführung erwägt den Verkauf von Führungsspielern vom Kalibern eines Tomas Rosicky oder Jan Koller, die jeweils mit langfristigen Verträgen bis 2008 bzw. 2006 an den BVB gebunden sind. Wie andere Spieler auch haben sie allerdings in der laufenden Saison bislang wenig aufsehenerregend gespielt, so dass die verbleibenden zahlungskräftigen Vereine wie FC Chelsea oder Real Madrid zur Zeit kaum die erforderlichen hohe Beträge für sie ausgeben dürften. Für ihre Rückkehr ins internationale Rampenlicht könnte jedoch ein gutes Abschneiden der tschechischen Nationalmannschaft während der Fußball-EM 2004 sorgen. Bei Marcio Amoroso, Dede und Christoph Metzelder, sämtlich nur bis 2005 unter Vertrag, sehen wir angesichts ihrer langwierigen Verletzungen auf kurzfristige Sicht keine lukrativen Verkaufsmöglichkeiten; hinzu kommt, dass die drei Spieler nach Ablauf der Saison nur noch für ein weiteres Jahr an den Verein gebunden sind, was ebenfalls gegen eine höhere Ablösesumme sprechen würde.

**Allerdings ist für einen Verkauf auch eine entsprechende Nachfrage erforderlich, und da könnte es eng werden.** Nicht nur in Deutschland haben sich die Transferausgaben im letzten Jahr drastisch verringert. Nach EUR 181 Mio. in 2001/02 und EUR 102 Mio. in 2002/03 wurden in 2003/04 lediglich EUR 40 Mio. in neue Spieler investiert, wobei die Verpflichtungen von Roy Makaay bei FC Bayern München und von D'Alessandro bei Wolfsburg allein mit rund EUR 17,8 Mio. bzw. für EUR 9,0 Mio. zu Buche schlugen. Von den 138 zu Saisonbeginn verpflichteten Spielern waren mindestens 73 Spieler ablösefrei. Die Vereine Werder Bremen, SC Freiburg, 1. FC Köln, Eintracht Frankfurt und VfB Stuttgart blieben völlig ohne Transferausgaben, obwohl sie insgesamt 38 Spieler verpflichteten. VfL Bochum, Borussia Dortmund und TSV 1860 München haben sogar netto Transfereinnahmen erwirtschaftet. Mit einem weiteren Absinken der Erlöse aus den TV-Einnahmen halten wir es für sehr unwahrscheinlich, dass der BVB Spieler innerhalb der Bundesliga verkaufen könnte.

## Der Nike-Deal oder: Aus goool.de wird fool.de

Zukünftig im Trikot  
der Siegesgöttin

**Nur drei Spielzeiten ist der BVB in Trikots der eigenen Firma goool.de aufgelaufen, dann kam die Kehrtwende.** Ab der Saison 2004/2005 spielt der BVB wieder exklusiv in Nike. Die Laufzeit des Vertrages beträgt fünf Jahre. Wir rechnen mit Einnahmen in der Größenordnung von etwa EUR 38 Mio., wovon allerdings EUR 14,3 Mio. bereits in der abgelaufenen Saison 2002/03 vereinnahmt worden sind. Bestandteil des Vertrags ist ferner, dass Nike die Namensrechte an den vier neuen Ecken des Westfalenstadions erhält, die dann vermutlich Nike-Corner heißen werden.<sup>1</sup>

„Wer sich rar macht,  
macht sich teuer“  
(Michael Meier,  
über goool.de)

**Trotz des Einstiegs von Nike soll die Marke goool.de nicht aufgegeben werden. Wirklich?** Nachdem der Ausrüstervertrag mit Bielefeld in der vergangenen Saison durch deren Abstieg in letzter Sekunde platzte, dürfte es goool.de auf absehbare Zeit nicht gelingen, eine Bundesliga-Mannschaft auszurüsten. Seit jeher sieht der Verein die Zukunft von goool.de eher im Breitensport als im Spitzensport, wo inzwischen mehr als 2.000 Teamsport-Mannschaften und Amateurvereine wie Dynamo Dresden ausgerüstet werden. Doch ob der BVB damit Geld verdienen kann, ist fraglich. Ausgedrückt in Finanzkennzahlen kann jedenfalls der Versuch, die Marke goool.de als ernst zu nehmenden Sportartikelhersteller im Niedrigpreissegment abseits der globalen Sportartikelhersteller wie adidas-Salomon, Puma oder Nike zu etablieren, als gescheitert angesehen werden: So lagen in 2002/03 und mehr als drei Jahre nach dem Start der Marke die externen Umsätze bei lediglich EUR 5,1 Mio. (+46% gegenüber 2001/02), der Jahresüberschuss lag bei EUR 0,004 Mio. (-96%). Dabei ist zu vermuten, dass ein Großteil der Erlöse mit der BVB-Kollektion erzielt wurde, die sich aber nach dem Einstieg von Nike atomisieren dürften.

<sup>1</sup> Im Internet-Shop des BVB wurden für kurze Zeit bereits Tickets für die Nike-Corners verkauft; nach wenigen Tagen war dieser Name allerdings wieder verschwunden.

## Rekordverlust und deutliche Cash-Abflüsse in den kommenden beiden Spielzeiten

Offensichtlich basiert das Geschäftsmodell des BVB auf dem Erreichen der Champions League. Zumindest waren deren möglichen Erträge in dem Budget des Vereins enthalten. Nicht anders ist es zu erklären, dass der Verein die laufende Saison mit einem Vorsteuerverlust in Höhe von EUR 44,2 Mio. abschließen wird. Nachdem aus dem Tabellenstand zur Winterpause zu erwarten ist, dass der BVB auch in die kommende Saison nicht an der höchsten europäischen Spielklasse teilnehmen wird, wird sich dieser Verlust in der kommenden Saison in leicht reduzierter Größenordnung wiederholen.

Walk on ...  
walk on ...  
with hope in  
your heart  
and you'll never  
walk alone  
you'll never walk alone

**Das Ausscheiden aus der Champions League, dem UEFA-Cup und dem DFB-Pokal zieht gravierende Umsatz- und Ertragsrevisionen nach sich.** Im TV-Bereich allein ergeben sich folgende Auswirkungen:

- Noch in der vergangenen Saison erwirtschaftete der BVB aus der Vermarktung der TV-Rechte der Champions League Einnahmen in Höhe von EUR 33,7 Mio. Diesen stehen in dieser Spielzeit Einnahmen aus der dezentralen Vermarktung der beiden UEFA-Cup-Heimspiele gegenüber, die wir in der Größenordnung von EUR 5 Mio. einschätzen.
- Die Einnahmen aus dem DFB-Pokal (Ausscheiden in der zweiten Runde gegen Mönchengladbach) dürften EUR 0,5 Mio. nicht überschreiten.
- Verbleiben als Erlösquelle die Einnahmen aus der Bundesliga-Vermarktung. Der bisherige Rechteinhaber, die schweizerische Infront, zahlt der DFL für die laufende Saison einen Betrag in Höhe von EUR 290 Mio., die in Abhängigkeit von der Platzierung der laufenden sowie der drei vorhergehenden Spielzeiten auf die 36 Erst- und Zweitligacclubs verteilt werden. Nach den beiden dritten Plätzen in den Spielzeiten 2000/01 und 2002/03 sowie dem Meistertitel in der Saison 2001/02 erwarten wir in der laufenden Saison eine weitere Verschlechterung der Tabellenposition, nachdem der BVB zur Winterpause bereits zehn Punkte Abstand zu einem Champions League aufweist. Eine Erhöhung der Fernsehgelder seitens des zu findenden neuen Rechteinhabers halten wir im gegenwärtigen Werbeumfeld für völlig ausgeschlossen, da bereits bisher die Refinanzierung der Übertragungsrechte nicht sicher gestellt war.

„Die Situation ist bedrohlich, aber nicht bedenklich“  
(Friedhelm Funkel)

**Die gesamten TV-Erlöse des BVB (national und international) werden sich von EUR 49,8 Mio. in 2002/03 auf EUR 20,4 Mio. mehr als halbieren.** Da wir erwarten, dass der BVB auch in der laufenden Saison die Qualifikation für die CL verfehlen wird, ist damit zu rechnen, dass die TV-Erlöse erneut unter Druck kommen. Ebenfalls rückläufig werden sich damit die verschiedenen erfolgsabhängigen Einnahmen entwickeln, also zum Beispiel Werbung und Sponsoring sowie Merchandising.

„Konzepte sind  
Kokolores“  
(Erich Ribbeck)

**Die freiwillige 20%ige Kürzung der Spielergehälter war einmalig und endet mit dieser Saison.** Eine Verlängerung halten wir nicht für durchsetzbar. Interessanterweise enden nach dieser Saison mit Addo, Warmuz, Conceicao und Reuter nur vier, zudem tendenziell geringer dotierte Verträge. Ohne Berücksichtigung von Spielertransfers werden die Spielergehälter daher in der kommenden Saison deutlich ansteigen, und zwar von EUR 53,3 Mio. auf EUR 65,1 Mio.

**Damit zeigt sich, dass der BVB in der laufenden und der kommenden Saison deutliche Liquiditätsabflüsse aufweisen wird.** Die Liquiditätsabflüsse aus der operativen Tätigkeit belaufen sich in 2003/04 auf EUR 10,7 Mio. Sollte sich der Verein – wie von uns erwartet – nicht für die CL qualifizieren, wird sich dieser Abfluss in der folgende Spielzeit 2004/05 auf EUR 22,8 Mio. mehr als verdoppeln. Zeitungsberichten zufolge, wonach der BVB bereits in 2003/04 Liquiditätsprobleme bekommen könnte, sind daher übertrieben, da der BVB zum Geschäftsjahresende über ausreichende Finanzierungsmittel von EUR 70,3 Mio. verfügte. Hiervon sind allerdings EUR 48,5 Mio. in einem Festgeldkonto als Sicherheit für die Rückzahlung des Westfalenstadions verpfändet. Allerdings ist damit klar, dass spätestens in der kommenden Saison der BVB zusätzliche Finanzierungsquellen wie die Aufnahmen weiterer Bankverbindlichkeiten, die Begebung einer Zuschaueranleihe oder den Verkauf der Namensrechte am Westfalenstadion erschließen muss.

## Segmentergebnisse

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04e	2004/05e
<b>Konzernumsatz</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	80,3	113,0	128,9	88,4	95,7
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-13,3	40,7	14,1	-31,4	8,3
<b>Spielbetrieb</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	13,8	17,8	17,9	22,3	23,4
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-21,6	29,0	0,3	24,5	5,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	16,3	15,8	13,9	25,2	24,5
<b>Hörfunk, TV</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	14,8	46,0	49,8	20,4	19,0
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-57,8	211,3	8,3	-59,1	-6,7
<i>Umsatzanteil</i>	%	17,4	40,7	38,6	23,0	19,9
<b>Werbung/Sponsoring</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	13,2	27,9	44,3	27,0	34,4
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-49,2	111,1	58,4	-39,0	27,6
<i>Umsatzanteil</i>	%	15,6	24,7	34,3	30,6	36,0
<b>Merchandising</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	5,2	8,8	15,7	14,1	15,1
<i>Umsatzwachstum</i>	%	-46,3	69,2	77,9	-10,0	7,1
<i>Umsatzanteil</i>	%	6,1	7,8	12,2	16,0	15,8
<b>Umsatz Tochterunternehmen</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	8,0	11,2	0,9	1,6	3,7
<i>Umsatzwachstum</i>	%	572,3	39,6	-91,7	71,9	131,3
<i>Umsatzanteil</i>	%	9,4	9,9	0,7	1,8	3,9
<b>Transfererlöse</b>						
<b>Umsatz</b>	EUR Mio.	25,3	1,2	0,3	3,0	0
<i>Umsatzwachstum</i>	%	728,9	-95,1	-74,4	849,4	-100,0
<i>Umsatzanteil</i>	%	29,8	1,1	0,2	3,4	0

## Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04e	2004/05e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>84,8</b>	<b>112,9</b>	<b>128,9</b>	<b>88,4</b>	<b>95,7</b>
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Aktiviert Eigenleistungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>84,8</b>	<b>112,9</b>	<b>128,9</b>	<b>88,4</b>	<b>95,7</b>
Materialaufwand	EUR Mio.	-3,0	-4,6	-6,5	-6,6	-5,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>3,6</i>	<i>4,1</i>	<i>5,1</i>	<i>7,5</i>	<i>5,2</i>
Personalaufwand	EUR Mio.	-53,0	-66,9	-67,9	-53,3	-65,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>62,4</i>	<i>59,2</i>	<i>52,7</i>	<i>60,4</i>	<i>68,0</i>
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	29,7	37,5	33,2	5,1	5,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>35,0</i>	<i>33,2</i>	<i>25,8</i>	<i>5,8</i>	<i>5,4</i>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-44,4	-43,6	-52,5	-53,9	-55,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>52,4</i>	<i>38,6</i>	<i>40,8</i>	<i>60,9</i>	<i>58,0</i>
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,9</b>	<b>35,2</b>	<b>35,0</b>	<b>-20,5</b>	<b>-24,9</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>16,4</i>	<i>31,2</i>	<i>27,2</i>	<i>-23,2</i>	<i>-26,1</i>
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	-22,5	-29,3	-28,2	-24,0	-19,8
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>26,6</i>	<i>26,0</i>	<i>21,8</i>	<i>27,2</i>	<i>20,7</i>
<b>EBITA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-8,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>	<b>-44,5</b>	<b>-44,7</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-10,2</i>	<i>5,2</i>	<i>5,3</i>	<i>-50,4</i>	<i>-46,8</i>
Goodwillabschreibungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-7,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>-44,5</b>	<b>-44,7</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-9,0</i>	<i>5,8</i>	<i>5,3</i>	<i>-50,4</i>	<i>-46,8</i>
Abschreibungen auf FAV und UV	EUR Mio.	-0,6	-3,3	-3,2	0	0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	0,1	0,1	0	0,2	0,2
Zinsergebnis	EUR Mio.	-3,0	-2,4	-0,4	-0,5	-2,2
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-3,5</i>	<i>-2,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,6</i>	<i>-2,3</i>
<b>Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,9</b>	<b>1,1</b>	<b>3,4</b>	<b>-44,6</b>	<b>-46,5</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-12,9</i>	<i>1,0</i>	<i>2,6</i>	<i>-50,5</i>	<i>-48,6</i>
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor EE-Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-11,1</b>	<b>0,9</b>	<b>3,3</b>	<b>-44,8</b>	<b>-46,7</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-13,1</i>	<i>0,8</i>	<i>2,5</i>	<i>-50,7</i>	<i>-48,9</i>
EE-Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,4	-0,1	0	0
<i>EE-Steuerquote</i>	%	<i>-2,2</i>	<i>39,1</i>	<i>3,0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-11,4</b>	<b>0,6</b>	<b>3,2</b>	<b>-44,8</b>	<b>-46,7</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-13,4</i>	<i>0,5</i>	<i>2,5</i>	<i>-50,7</i>	<i>-48,9</i>
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	-11,4	0,6	3,2	-44,8	-46,7
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-13,4</i>	<i>0,5</i>	<i>2,5</i>	<i>-50,7</i>	<i>-48,9</i>
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,4	0,2	0	0	0
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,9</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>-44,9</b>	<b>-46,8</b>
<b>EPS reported</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,56</b>	<b>0,04</b>	<b>0,16</b>	<b>-2,30</b>	<b>-2,40</b>
<b>EPS adjusted</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,56</b>	<b>0,04</b>	<b>0,16</b>	<b>-2,30</b>	<b>-2,40</b>
Goodwillabschreibungen je Aktie	EUR	0	0	0	0	0
<b>EPS adjusted vor Goodwill</b>	<b>EUR</b>	<b>-0,56</b>	<b>0,04</b>	<b>0,16</b>	<b>-2,30</b>	<b>-2,40</b>

# Cashflow-Entwicklung

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04e	2004/05e
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-11,4</b>	<b>0,6</b>	<b>3,2</b>	<b>-44,8</b>	<b>-46,7</b>
Abschreibungen auf Anlagevermögen	EUR Mio.	23,1	32,6	31,4	24,0	19,8
- Zuschreibungen des Anlagevermögens	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Veränderung der Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Veränderung der langfristigen sonstigen Rückstellungen	EUR Mio.	-0,6	0,8	0,3	0,2	0
Ergebnis aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens	EUR Mio.	-47,0	-23,1	0	0	0
Veränderung des Sonderpostens	EUR Mio.	0	0,7	0	0,1	0
- Veränderung des Vorratsbestandes	EUR Mio.	-0,5	-1,2	0,5	-1,1	0
- Veränderung der Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	-27,5	5,5	-5,5	5,4	3,0
- Veränderung der Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände	EUR Mio.	-2,1	-1,1	0,1	-0,4	0
- Veränderung der aktiven RaP / latenten Steuern	EUR Mio.	1,0	1,8	-2,4	1,3	0
Veränderung der kurzfristigen sonstigen Rückstellungen	EUR Mio.	-1,7	2,4	0,8	0,7	0,1
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	11,4	1,1	-5,9	3,0	0
Veränderung der sonstigen Verbindlichkeiten ohne passivierte Anzahlungen	EUR Mio.	-0,3	0,2	-7,2	0,8	1,0
Veränderung der passiven RaP / latente Steuern	EUR Mio.	3,8	1,3	-0,2	0,2	0
Veränderung passivierte erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Operative Bereinigungsfaktoren	EUR Mio.	1,5	0	-18,7	-0,1	0
<b>Mittelzu-/abfluss aus laufender Geschäftstätigkeit = operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-50,1</b>	<b>21,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-10,7</b>	<b>-22,8</b>
Abgänge des Anlagevermögens ohne Leasing	EUR Mio.	4,7	8,3	4,1	2,7	2,7
Investitionen in das Anlagevermögen	EUR Mio.	-44,3	-56,5	-34,4	-4,3	-4,0
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-14,4	-8,1	-21,7	0	0
Akquisitionen; Mittelzu-/abfluss durch Veränderungen im Konsolidierungskreis	EUR Mio.	0	0	63,6	0	0
Ergebnis aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens	EUR Mio.	47,0	23,1	0	0	0
Bereinigungsgrößen	EUR Mio.	-3,3	2,9	-18,6	0	0
<b>Mittelzu-/abfluss aus der Investitionstätigkeit = investiver Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-10,3</b>	<b>-30,3</b>	<b>-7,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>
<b>Free-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-60,4</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,8</b>	<b>-12,3</b>	<b>-24,1</b>
Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen (inkl. Agio)	EUR Mio.	137,5	-0,1	0	0	0
Veränderung der Bankverbindlichkeiten (verzinslichen Verbindlichkeiten)	EUR Mio.	8,7	8,1	-15,0	0,7	0
Veränderung der Wertpapiere	EUR Mio.	-18,2	4,6	12,2	0	-0,1
abzüglich der Dividendenzahlung für das vorherige Geschäftsjahr	EUR Mio.	0	0	0	0	0
abzüglich Rückkauf eigener Aktien	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Bereinigungsgrößen (Ergebnisneutrale Veränderung der Gewinnrücklagen)	EUR Mio.	-4,3	-4,6	20,1	0	0
<b>Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit = Finanz-Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>123,7</b>	<b>8,1</b>	<b>17,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,1</b>
<b>Anfangsbestand liquide Mittel am Beginn der Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,1</b>	<b>66,4</b>	<b>65,8</b>	<b>72,3</b>	<b>60,6</b>
<b>Veränderung der liquiden Mittel aus Cashflow-Rechnung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>63,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>6,4</b>	<b>-11,6</b>	<b>-24,1</b>
<b>Endbestand der liquiden Mittel am Ende der Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>66,4</b>	<b>65,8</b>	<b>72,3</b>	<b>60,6</b>	<b>36,5</b>

## Konzernbilanz

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04e	2004/05e
<b>AKTIVA</b>						
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>135,2</b>	<b>159,0</b>	<b>116,1</b>	<b>93,7</b>	<b>75,2</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	59,3	75,7	55,3	31,9	12,7
Sachanlagen	EUR Mio.	60,0	66,1	27,5	28,5	29,2
Finanzanlagen	EUR Mio.	15,8	17,1	33,3	33,3	33,3
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>110,1</b>	<b>106,3</b>	<b>117,7</b>	<b>102,1</b>	<b>75,1</b>
Vorräte	EUR Mio.	1,3	2,4	1,9	3,0	3,0
Forderungen	EUR Mio.	38,4	32,9	38,4	33,0	30,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	4,7	5,7	5,6	6,0	6,0
Wertpapiere und flüssige Mittel	EUR Mio.	65,8	65,3	71,8	60,1	36,1
<b>Rechnungsabgrenzungsposten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,6</b>	<b>3,8</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>250,9</b>	<b>269,0</b>	<b>240,0</b>	<b>200,8</b>	<b>155,3</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>146,8</b>	<b>150,3</b>	<b>148,5</b>	<b>103,5</b>	<b>56,8</b>
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Kapitalrücklagen	EUR Mio.	135,6	135,5	135,5	135,5	135,5
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Bilanzgewinn	EUR Mio.	-10,9	0,8	3,3	-44,9	-46,8
Unterschiede aus Währungsumrechnung	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	2,4	5,1	0,1	0,1	0,1
Sonderposten mit Rücklagenanteil	EUR Mio.	0	0,7	0,7	0,8	0,8
<b>Rückstellungen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,2</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>8,5</b>	<b>8,7</b>
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	3,2	6,4	7,5	8,5	8,7
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>92,3</b>	<b>101,7</b>	<b>73,5</b>	<b>78,0</b>	<b>79,0</b>
Verb. gg. Kreditinstituten	EUR Mio.	56,2	64,3	49,3	50,0	50,0
Verb. aus L. u. L.	EUR Mio.	21,8	22,9	17,0	20,0	20,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	14,2	14,4	7,2	8,0	9,0
<b>Rechnungsabgrenzungsposten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,8</b>	<b>10,0</b>	<b>10,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>250,9</b>	<b>269,0</b>	<b>240,0</b>	<b>200,8</b>	<b>155,3</b>

## Bundesliga-Bilanz des BVB gegen andere Vereine

Gegner	Spiele	G	U	V	Tore
TSV Alemannia Aachen	6	4	0	2	09:08
Blau-Weiß 90 Berlin	2	1	1	0	08:01
Hertha BSC Berlin	37	16	10	11	73:58
SC Tasmania 1900 Berlin	2	2	0	0	05:01
Tennis Borussia Berlin	2	2	0	0	07:02
DSC Arminia Bielefeld	24	11	4	9	47:29
VfL Bochum	49	18	16	15	78:73
Eintracht Braunschweig	34	11	10	13	44:55
Werder Bremen	71	25	14	32	107:129
FC Energie Cottbus	6	5	1	0	16:02
SV Darmstadt 98	4	2	1	1	09:04
1.FC Dynamo Dresden	8	5	1	2	14:06
MSV Duisburg	44	23	11	10	88:57
Fortuna Düsseldorf	36	15	7	14	68:54
SC Rot-Weiss Essen	8	5	3	0	25:10
Eintracht Frankfurt	65	31	10	24	121:94
SC Freiburg	17	9	6	2	30:22
Hamburger SV	73	23	25	25	131:138
Hannover 96	25	13	7	5	58:35
FC 08 Homburg/Saar	6	4	2	0	16:05
1.FC Kaiserslautern	71	28	20	23	125:106
Karlsruher SC	42	20	12	10	80:59
1.FC Köln	67	24	18	25	102:108
VfB Leipzig	2	1	0	1	03:03
Bayer 04 Leverkusen	49	16	15	18	73:80
Borussia M'gladbach	65	18	24	23	105:123
SV Waldhof Mannheim	14	5	3	6	21:14
TSV 1860 München	39	18	9	12	72:57
FC Bayern München	69	16	22	31	87:128
SC Preußen Münster	2	1	1	0	02:01
Borussia Neunkirchen	6	5	0	1	19:06
1.FC Nürnberg	46	22	12	12	77:55
Rot-Weiß Oberhausen	6	4	1	1	10:06
Offenbacher FC Kickers	6	2	2	2	11:09
Hansa Rostock	19	12	0	7	32:22
1.FC Saarbrücken	10	5	3	2	19:14
FC Schalke 04	63	24	20	19	103:90
FC St. Pauli	14	9	3	2	28:13
Stuttgarter Kickers	4	3	1	0	07:03
VfB Stuttgart	71	23	16	32	112:127
KFC Uerdingen 05	26	18	2	6	57:28
SSV Ulm 1846	2	1	1	0	02:01
SpVgg Unterhaching	4	2	0	2	08:05
SG Wattenscheid 09	8	5	3	0	18:06
VfL Wolfsburg	13	7	4	2	24:12

## Bundesliga-Endstand des BVB

Saison	Platz	Spiele	G	U	V	Punkte	Tore
2003/2004	6	17	7	4	6	25	29:25
2002/2003	3	34	15	13	6	58	51:27
2001/2002	1	34	21	7	6	70	62:33
2000/2001	3	34	16	10	8	58	62:42
1999/2000	11	34	9	13	12	40	41:38
1998/1999	4	34	16	9	9	57	48:34
1997/1998	10	34	11	10	13	43	57:55
1996/1997	3	34	19	6	9	63	63:41
1995/1996	1	34	19	11	4	68	76:38
1994/1995	1	34	20	9	5	49:19	67:33
1993/1994	4	34	15	9	10	39:29	49:45
1992/1993	4	34	18	5	11	41:27	61:43
1991/1992	2	38	20	12	6	52:24	66:47
1990/1991	10	34	10	14	10	34:34	46:57
1989/1990	4	34	15	11	8	41:27	51:35
1988/1989	7	34	12	13	9	37:31	56:40
1987/1988	13	34	9	11	14	29:39	51:54
1986/1987	4	34	15	10	9	40:28	70:50
1985/1986	16	34	10	8	16	28:40	49:65
1984/1985	14	34	13	4	17	30:38	51:65
1983/1984	13	34	11	8	15	30:38	54:65
1982/1983	7	34	16	7	11	39:29	78:62
1981/1982	6	34	18	5	11	41:27	59:40
1980/1981	7	34	13	9	12	35:33	69:59
1979/1980	6	34	14	8	12	36:32	64:56
1978/1979	12	34	10	11	13	31:37	54:70
1977/1978	11	34	14	5	15	33:35	57:71
1976/1977	8	34	12	10	12	34:34	73:64
1971/1972	17	34	6	8	20	20:48	34:83
1970/1971	13	34	10	9	15	29:39	54:60
1969/1970	5	34	14	8	12	36:32	60:67
1968/1969	16	34	11	8	15	30:38	49:54
1967/1968	14	34	12	7	15	31:37	60:59
1966/1967	3	34	15	9	10	39:29	70:41
1965/1966	2	34	19	9	6	47:21	70:36
1964/1965	3	30	15	6	9	36:24	67:48
1963/1964	4	30	14	5	11	33:27	73:57

## Hinweis:

Zitate können, müssen aber nicht im Zusammenhang mit dem Text stehen.

### Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten und bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

### Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bestimmt, die professionelle Marktteilnehmer („market counterparties“) oder institutionelle Kunden („intermediate customers“) (jeweils gemäß der Definition der Financial Services Authority – „FSA“) sind und nicht zur Nutzung durch irgendeine andere Person vorgesehen, insbesondere nicht für Privatkunden gemäß der Definition der Regeln der FSA. Dieser Bericht stellt keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren dar. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch können wir deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf unserer heutigen Einschätzung und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Wir und/oder andere Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können bezüglich der in dieser Publikation erörterten Wertpapiere Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen. Wir und/oder Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können als Investment- und/oder Geschäftsbank für Emittenten der genannten Wertpapiere tätig sein, in den Organen ihrer Emittenten vertreten sein und/oder als „Market Maker“ für diese Wertpapiere fungieren. Die Bank und ihre verbundenen Unternehmen können ggf. auch für ein hier erwähntes Unternehmen als Berater tätig sein.

Die in diesem Bericht diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und ihrer finanzielle Verhältnisse für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Investoren sollten vor einem Investment den Rat ihrer Bank/ihrer Brokers einholen.

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London unterliegt der Aufsicht der FSA.

### Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind ausschließlich für institutionelle Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, New York Branch („HypoVereinsbank“) und HVB Capital Markets, Inc. („HVB Capital“ und, zusammen mit HypoVereinsbank, „HVB“) in den Vereinigten Staaten bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier diskutierten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein.

In Gerichtsbarkeiten, in denen die HVB nicht für den Handel mit Wertpapieren, Waren oder anderen Finanzprodukten eingetragen oder zugelassen ist, dürfen Transaktionen nur gemäß der geltenden Gesetze und gesetzlichen Bestimmungen durchgeführt werden, die sich von einer Gerichtsbarkeit zur anderen unterscheiden und erfordern können, dass Transaktionen gemäß geltender Ausnahmen von Eintragungs- und Zulassungsanforderungen durchgeführt werden.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die HVB deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der HVB zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die HVB kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die HVB und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle Vorbehalte zu in die Zukunft gerichteten Aussagen in diesem Bericht sind durch diese Warnung vollständig abgedeckt.