

**Schuss, Tor, Hurra?**  
**Extreme Aktienkursreaktionen und neue Informationen –**  
**Das Reversed-News-Modell am Beispiel der Borussia Dortmund GmbH & Co KGaA**

GEORG STADTMANN, Jürgen Weigand, Markus Wissmann

Institute for Industrial Organization, WHU Koblenz, Burgplatz 2, 56179 Vallendar

---

\*Tel.: +49-261-6509-273, Fax: +49-261-6509-279, E-mail address: [stadtman@whu.edu](mailto:stadtman@whu.edu)

**Zusammenfassung:**

Ende des Jahres 2003 geriet der einzige deutsche börsennotierte Fußballverein – die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – in die Kritik der Öffentlichkeit. Im Rahmen des Reversed News Modells nachgewiesen, dass die aktuellen Veröffentlichungen bezüglich der Liquiditäts- bzw. Profitabilitätslage von Borussia Dortmund den Börsenkurs erheblich beeinflusst haben. Eine Verbesserung der Corporate Governance scheint somit dringend angebracht.

**Schlüsselbegriffe:** Finanzmarkteffizienz, News Model, Corporate Governance, Sportökonomik

**JEL-Klassifikation:** G14

## 1. Einleitung

Ende des Jahres 2003 geriet der einzige deutsche börsennotierte Fußballverein – die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA – in die Kritik der Öffentlichkeit. Es wird befürchtet, dass die aus der Kirch-Pleite resultierenden geringeren Einnahmen aus der TV-Vermarktung und das frühe Aus in den europäischen Wettbewerben erhebliche Liquiditätsengpässe und Ertragsprobleme im laufenden Geschäftsjahr hervorrufen könnten. Im *Kicker* (Hennecke 2003a) und der *Süddeutschenzeitung* (Röckenhaus 2003) war zu lesen, dass Dortmund plane, eine 100.000.000 € Anleihe aufzunehmen, um den etwaig existierenden Liquiditätsschwierigkeiten zu begegnen. Der Vorstand von Borussia Dortmund dementierte hingegen auf einer eiligst einberufenen Pressekonferenz wesentliche Aussagen der beiden o. g. Artikel. Was ist also tatsächlich dran an den Gerüchten? In diesem Beitrag wird der Versuch unternommen, anhand der veröffentlichten Geschäftsberichte eine Klärung des Sachverhalts vorzunehmen. Es zeigt sich jedoch, dass die Transparenz der Geschäftsberichte nicht ausreicht, um diesen Sachverhalt abschließend zu klären.

In einem weiteren Analyseschritt wird im Rahmen des Reversed News Modells nachgewiesen, dass die aktuellen Veröffentlichungen bezüglich der Liquiditäts- bzw. Profitabilitätslage von Borussia Dortmund den Börsenkurs signifikant beeinflusst haben. Eine Verbesserung der Corporate Governance scheint somit dringend angebracht.<sup>1</sup>

## 2. Der Versuch einer Analyse der Geschäftsberichte

### 2.1 Die Analyse der Bilanz

Wofür steht das BVB im Vereinsnamen von Borussia Dortmund? Bisher konnte man stets davon ausgehen, dass dieses Kürzel für einen Ballspielverein genutzt wurde. Schaut man sich jedoch die Bilanz von Borussia Dortmund an, so könnte man auch auf den Gedanken kommen, dass aus dem Ballspielverein ein Bankspielverein geworden ist: So findet man auf der Aktivseite der Bilanz zum Stichtag 30.06.2003 mehr als 100 Mill. € an finanziellen Mitteln, was mehr als 40 % der Bilanzsumme entspricht. Diese finanziellen Mittel werden in Form von

- Kasse und Guthaben bei Kreditinstituten (70,3 Mill. €),

---

<sup>1</sup> Unter Corporate Governance versteht man den Aufbau und die Struktur jener Institutionen, welche das Management dazu anregen und zwingen, den Gewinn für den Shareholder bzw. Stakeholder zu maximieren. Siehe Lehmann/Weigand (2002) für eine detaillierte Analyse der Besonderheit der Corporate Governance von deutschen Fußballunternehmen.

- Wertpapieren des Anlage- (13,8 + 17,5 Mill. €) sowie
- des Umlaufvermögens (1,4 Mill. €)

gehalten (vgl. Tabelle 1). Der Marktwert von Borussia Dortmund liegt gegenwärtig bei 66,7 Mill. €<sup>2</sup> und ist somit sogar geringer als das Guthaben bei den Kreditinstituten. Besitzt die Marke ‚Borussia Dortmund‘ über die liquiden Mittel hinaus überhaupt keinen eigenen Wert? Anders ausgedrückt: Warum steht die Aktie so schlecht da, obwohl in 2002/2003 ein Konzerngewinn in Höhe von 3,3 Mio. € ausgewiesen werden konnte? Besteht etwa doch die Möglichkeit, dass Finanzmärkte Informationen ineffizient verarbeiten und sich somit der gesamte Finanzmarkt über den wahren Wert von Borussia Dortmund irrt?

**Tabelle 1: Borussia Dortmund Konzernbilanz zum 30. Juni 2003**

<b>Aktiva</b>		<b>Passiva</b>	
<b>A. Anlagevermögen</b>		<b>A. Eigenkapital</b>	
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	55,3	I. Gezeichnetes Kapital	19,5
II. Sachanlagen	27,5	II. Kapitalrücklagen	135,6
III. Finanzanlagen		III. Gewinnrücklagen	0,2
1. Anteile an verbundenen Unternehmen	0,0	IV. Verlustvortrag	-10,1
2. Beteiligungen	1,9	V. Konzerngewinn	3,3
3. Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	0,1	VI. Ausgleichsposten für Anteile in Fremdbesitz	0,8
4. Wertpapiere des Anlagevermögens	13,8		
5. Sonstige Ausleihungen	17,5		
<b>B. Umlaufvermögen</b>		<b>B. Sonderposten mit Rücklagenanteil</b>	0,7
I. Vorräte	1,9	<b>C. Rückstellungen</b>	7,5
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		<b>D. Verbindlichkeiten</b>	73,5
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	38,4	<b>E. Rechnungsabgrenzungsposten</b>	9,8
2. Forderungen gegen assoziierte Unternehmen	0,0		
3. Sonstige Vermögensgegenstände	5,6		
III. Wertpapiere			
1. Eigene Anteile	0,8		
2. Sonstige Wertpapiere	1,4		
IV. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	70,3		
<b>C. Rechnungsabgrenzungsposten</b>	6,3		
	<b>240,0</b>		<b>240,0</b>

Quelle: Geschäftsbericht von Borussia Dortmund 2002/2003, S. 59. Angaben in Mio. Euro.

Wenn diese liquiden Mittel jedoch drei Jahre nach dem Börsengang immer noch in der Bilanz schlummern, müssen sich die Verantwortlichen schon der Frage stellen, warum Dortmund überhaupt an die Börse gegangen ist. Im Verkaufsprospekt wurde noch darauf hingewiesen, das in Steine & Beine investiert würde. Das Stadion ist inzwischen ausgebaut. Die Finanzierung wurde jedoch über eine externe Quelle abgewickelt.<sup>3</sup> Welche Art von Geschäft sich jedoch genau hinter der Stadiontransaktion verbirgt, wird nicht genau erläutert. Im Geschäftsbericht (2002/2003, S. 26) heißt es vieldeutig: „Nach 15 Jahren besteht für

<sup>2</sup> 19,5 Mio. Aktien zu einem Kurs von 3,42 € (31.12.2003) je Stück bewertet.

<sup>3</sup> Vgl. Dietl/Pauli (2002) für eine ökonomische Analyse der verschiedenen Möglichkeiten der Stadionfinanzierung in der Fußball Bundesliga.

*Borussia Dortmund die Möglichkeit, 94 % der Anteile an der Stadiongesellschaft zu übernehmen. Der Rückkaufspreis für das schuldenfreie Westfalenstadion kann aus den Erträgen eines aufgezinsten Depots aufgebracht werden, das Borussia Dortmund mit 48,5 Mio. Euro eingerichtet und zur Besicherung des zukünftigen Kaufpreisanspruchs verpfändet hat.“* Im Finanzteil des Geschäftsberichts heißt es weiter: Im Berichtszeitraum hat die Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA ihre Beteiligung an der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG veräußert und einen Ertrag von 26.263 T€ als Entkonsolidierungserfolg im Konzernabschluss erzielt. (vgl. Borussia Dortmund 2002/2003, S. 26).

Dieses Geschäft lässt bei gegenwärtigen und potenziellen Investoren folgende Fragen aufkommen:

- Besteht nur die *Möglichkeit* (oder wie es auf der Hauptversammlung titulierte wurde: eine *Option*) eines Rückkaufs des Stadions oder besteht eine konkrete vertragliche Verpflichtung zum Rückkauf? Wenn tatsächlich nur eine Option bestünde, warum wurde dann das Depot als Sicherheit verpfändet? Falls Borussia Dortmund verfügungsbeschränkt ist, und somit über das Depot nicht frei verfügen darf, verändert sich die ausgangs gezeichnete Liquiditätslage erheblich!
- Die Tatsache, dass der Käufer – die Molsiris GmbH & Co. KG – „*alle Anteile an der Westfalenstadion GmbH & Co. KG über einen geschlossenen Immobilienfonds unter einer breiten Anlegerschaft platziert hat*“ (Borussia Dortmund 2002/2003, S. 26) lässt darauf schließen, dass die finalen Erwerber einen marginalen Einkommenssteuersatz besitzen, welcher über dem Körperschaftssteuersatz von Borussia Dortmund liegt. Das Geschäft weist scheinbar Züge eines Steuersparmodells auf. Dies ist ein weiterer Hinweis darauf, dass eine Rückabwicklung des Geschäfts erfolgen muss, wenn die steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten entfallen.
- Durch die Veräußerung der Kommanditbeteiligung an der Westfalenstadion GmbH & Co. KG wurden stille Reserven gehoben und somit sonstige betriebliche Erträge realisiert. Beachtet man, dass der Konzerngewinn im Geschäftsjahr 2002/2003 bei 3,3 Mio. € liegt, wird deutlich, dass ohne diese Transaktion ein deutlicher Verlust hätte ausgewiesen werden müssen.

Liegt vielleicht in der GuV-Position der „*sonstigen betrieblichen Erträgen*“ die Antwort auf die Frage verborgen, warum Borussia Dortmund nur einen solch geringen Marktwert

aufweist? Zumindest erscheint es interessant, sich diese Position im Zeitablauf einmal genauer anzuschauen (vgl. Tabelle 2).

## 2.2 Analyse der Ertragslage

**Tabelle 2: Wichtige Kennzahlen der Gewinn- und Verlustrechnung**

	2002/2003	2001/2002	2000/2001
Ticketing	17.898,0	19.619,6	14.972,4
Sponsoring	44.260,0	30.782,1	16.258,8
TV-Vermarktung	49.919,0	45.975,7	19.339,1
Transfererlöse	316,0	1.235,5	25.259,6
Merchandising	15.692,0	12.672,7	7.512,6
Vermietung und Verpachtung	97,0	532,3	212,4
Übrige Umsatzerlöse	931,0	2.161,1	1.290,0
<b>Gesamte Umsatzerlöse</b>	<b>129.113,0</b>	<b>112.979,0</b>	<b>84.844,9</b>
<b>Sonstige betriebliche Erträge</b>	<b>26.263,0</b>	<b>37.406,6</b>	<b>29.720,5</b>
<b>Konzerngewinn</b>	<b>3.256,9</b>	<b>755,4</b>	<b>-10.920,7</b>

Quelle: Jeweiliger Geschäftsbericht der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA. Die Kennzahlen des Jahres 2001/2002 sind somit nicht an den Konsolidierungskreis des Jahres 2002/2003 angepasst. Angaben in tausend Euro.

Wie bereits erläutert resultieren die sonstigen betrieblichen Erträge des Geschäftsjahres 2002/2003 zu einem großen Teil aus dem Entkonsolidierungserfolg der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG und beeinflussen das Konzernergebnis somit einmalig. Operativ aus der laufenden Geschäftstätigkeit resultiert ein um den Entkonsolidierungserfolg bereinigter Verlust von ca. 23 Mio. €.

Im Geschäftsjahr 2001/2002 wird das Konzernergebnis ebenfalls nachhaltig durch einmalige Ergebnisbeiträge aus Einräumung einer Unterbeteiligung von 32 % an der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG erzielt. Durch dieses Geschäft mit der Düsseldorfer Molakra Vermietungsgesellschaft wurde ein Ertrag von 22.948 T€ erzielt.<sup>4</sup> Um diesen Effekt bereinigt ergibt sich ein operativer Verlust in Höhe von mehr als 22 Mio. €. Aus diesem Geschäft ergeben sich für den externen Bilanzleser weitere Fragen:

- Warum wird in der Saison (2001/2002) der Molakra Vermietungsgesellschaft eine Unterbeteiligung eingeräumt, die im darauffolgenden Geschäftsjahr wieder rückgängig

<sup>4</sup> Ferner wurden Agenturträge aus der Neuordnung der Vertragssituation bei der Vermarktung von Fernsehrechten, Werbung und Sponsoring i. H. v. 9.561 T€ erzielt. (vgl. Borussia Dortmund 2001/2002, S. 78).

gemacht wird? Ist dieses Geschäft Ausdruck einer langfristig ausgerichteten strategischen Planung?

- Oder diene dieses Geschäft ebenfalls nur dazu, Löcher in der GuV zu schließen?

Auch scheint die Geschäftsentwicklung in den fuballaffinen Geschäftsfeldern nicht immer so zu laufen wie geplant. Im Jahr 2000/2001 wurde mit dem Unternehmen goool.de Sportswear GmbH ein eigenes Unternehmen gegründet, welches die Lizenzmannschaft mit Sportartikeln ausrüstet.<sup>5</sup> Nimmt man an, dass Borussia Dortmund alternativ einen Vertrag mit einem etablierten Sportartikelhersteller hätte abschließen können, so müssen die Opportunitätskosten dieser Entscheidung in das ökonomische Kalkül einbezogen werden: Unterstellt man, dass Dortmund eine ähnliche Werbewirkung aufweist wie Bayern München, so verzichtet Dortmund auf ca. 6 Mio.  pro Spielzeit.<sup>6</sup>

Die Marke goool.de konnte sich jedoch gegen die etablierten Marken wie adidas, Puma oder kappa nicht wirklich durchsetzen. Puma (2002) weist beispielsweise einen konsolidierten Konzernumsatz in Höhe von mehr als 900 Mio.  aus und verausgabte allein für Werbung und Vertrieb 114 Mio. . Trigema, ein Unternehmen, welches in den 80er Jahren noch als Ausrüster in der Bundesliga aktiv war, sich in den letzten Jahren jedoch zurückgezogen hat, weist derzeit einen Umsatz von 80,7 Mio.  aus (vgl. Böttcher 2003). Im Geschäftsjahr 2002/2003 erzielte das 100 % tige Tochterunternehmen goool.de jedoch nur Umsatzerlöse in Höhe von 6,1 Mio. , der Jahresüberschuss betrug lediglich 4,1 T (Borussia Dortmund 2002/2003, S. 29).

Auch die Geschäftsführung von Borussia Dortmund scheint die potenzielle Einnahmequelle „Ausrstervertrag“ wiederentdeckt zu haben: So steht als Ausrüster der Lizenzspielermannschaft ab der Saison 2004/2005 mit Nike wieder einer der ganz großen Sportartikelhersteller als Partner zur Verfügung. Doch was soll aus der Hausmarke goool.de werden? Zwar wurde von Nike – wie Dr. Niebaum erläuterte – vertraglich eine friedliche Koexistenz der beiden Marken zugesichert, jedoch ist mehr als fraglich, wie eine kleine, unbekannte Marke ohne langjährige Tradition im imagerchtigen und daher werbeintensiven

<sup>5</sup> Borussia Dortmund (2000), S. 47 beschreibt die angestrebte Marktpositionierung von goool.de wie folgt: „Das Unternehmen goool.de will sich im Markt als klassischer Sport- und Freizeithersteller positionieren und sieht daher vor allem die Sportausrster adidas und Nike sowie im Freizeitbereich Dickies, Fishbone und H&M als Konkurrenten an.“

<sup>6</sup> Bayern München, die Nummer 1 in Sachen Ausrstervertrge, erhält 6,13 Mio.  pro Spielzeit von adidas, Hertha BSC an zweiter Position erhält 3,01 Mio.  pro Jahr von Nike. Eine Aufstellung bezüglich der Ausrstervertrge aller Bundesligavereine findet man in WGZ-Bank (2002), S. 57.

Markt der Sportbekleidung zukünftig ohne den Rückenwind der Profimannschaft auskommen soll.<sup>7</sup> Warum zieht sich Borussia Dortmund nicht komplett aus diesem Geschäftsbereich zurück und veräußert konsequenterweise die goool.de Sportswear GmbH? Eine „Antwort“ findet man im Geschäftsbericht des Jahres 2000/2001. Dort heißt es:

*„Unter den sonstigen betrieblichen Erträgen sind im Geschäftsjahr 2000/2001 Erträge aus dem Verkauf der Marken „goool“ und „Borussia Park“ in Höhe von rd. 27.483 T € realisiert worden, die wesentlichen Einfluß auf das Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage haben. Die Gesellschaft hat ausschließlich Rücklizenzierungsverträge über die Marken abgeschlossen, die ihr eine umfassende, weltweite und ausschließliche Lizenz einräumen. Ab 30. Juni 2005 besteht jährlich die Möglichkeit des Rückerwerbs bzw. der Rückübertragung der Marken durch die Gesellschaft zu festgelegten Bedingungen.“* (Borussia Dortmund, 2000/2001, S. 43). *„Die Erträge aus der Vermarktung dieser Namensrechte dienen der Anschubfinanzierung sowie dem weiteren Ausbau der Teamsporamarke „goool“ und des Hospitality-Bereichs der Nordtribüne.“* (Borussia Dortmund, 2000/2001, S. 16).

Somit wird deutlich, dass auch im Bilanzjahr 2000/2001 das Konzernergebnis (-10,9 Mio. €) noch deutlich schlechter ausgefallen wäre, wenn dieses Geschäft nicht initiiert worden wäre. Diese Feststellung ist um so brisanter, da in 2000/2001 auch der umstrittene Evanilson-Transfer mit dem AC Parma durchgeführt wurde, welcher in der aktuellen Tages- und Sportpresse ebenfalls kritisch hinterfragt wurde (vgl. Hennecke 2003b und Röckenhaus 2003).<sup>8</sup>

Viel interessanter für den Investor ist jedoch, wie sich das zum Aufbau der Marke *goool* in der Vergangenheit initiierte Finanzierungsmodell auf die zukünftige Entwicklung von Borussia Dortmund auswirken wird. Diesbezüglich sind dem Verkaufsprospekt einige wichtige Details zu entnehmen: Zur Finanzierung des Ausbaus der Marke *goool* wurde ein Kauf- und Rücklizenzierungsvertrag mit einem deutschen Finanzdienstleister abgeschlossen. Der Preis betrug 20 Mio. € zzgl. Mehrwertsteuer. Die Lizenzgebühr wurde auf 10 % des jährlichen

<sup>7</sup> Im Zulassungsprospekt hieß es noch hoffnungsvoll: *„Die enge Beziehung zu Borussia Dortmund halten die Tochtergesellschaften für einen großen Wettbewerbsvorteil, da sie das nationale und internationale Netzwerk an bestehende Geschäftskontakten für sich verwerten können. Darüber hinaus kann die überdurchschnittliche Bekanntheit der Marke „Borussia Dortmund“ über einen Imagetransfer für den eigenen Markenaufbau genutzt werden, ohne dass ein erheblicher Marketingaufwand erforderlich wird.“* Vgl. Borussia Dortmund (2000), S. 47.

<sup>8</sup> Borussia Dortmund hat in 2000/2001 mit rund 25 Mio. € seine bislang höchsten Transfererlöse erzielen können. Der Verkauf der Transferrechte für Evanilson an den AC Parma nahm dabei den größten Anteil ein. *„Evanilson spielt jedoch in der Saison 2001/2002 weiterhin auf der Basis eines Leihvertrages für Borussia Dortmund“* (Borussia Dortmund 2000/2001, S. 16).

Umsatzes, mindestens jedoch auf 7,35 % p. a. des Kaufpreises von 20 Mio. € vertraglich festgeschrieben. Ab dem 30. Juni 2005 kann Borussia Dortmund eine Option auf den Rückkauf der Marke für 20 Mio. € zzgl. Mehrwertsteuer ausüben (Borussia Dortmund 2000, S. 50).

Zieht man die derzeitige Geschäftsentwicklung von *gool.de* gepaart mit dem Einstieg von Nike als Ausrüster der Lizenzspielermannschaft in Betracht, so ist die derzeitige Belastung aus der Anschubfinanzierung als relativ hoch einzustufen. Borussia Dortmund täte gut daran, die Option zum nächstmöglichen Zeitpunkt auszuüben um das *gool.de*-Abenteuer zu beenden. Benötigt Borussia Dortmund unter Umständen für diesen strategischen Zug die vorgehaltene bzw. aus einer weiteren Anleihe resultierende Liquidität?

### 2.3 Analyse der Aufwendungen

Um einen weiteren Einblick in das operative Ergebnis zu erhalten, werden die wesentlichsten Aufwandspositionen des Geschäftsjahres 1999/2000 – dies ist das letzte Geschäftsjahr vor dem Börsengang – mit den aktuellen Aufwendungen in Tabelle 3 zwecks Analyse der Kostendynamik verglichen. Um diesen Vergleich zu erleichtern, ist in der letzten Spalte der Tabelle 3 die Veränderung der jeweiligen Aufwandsposition berechnet.

**Tabelle 3: Vergleich der Aufwandsstruktur**

	2002/2003 in T€	in % der Umsatzerlöse	1999/2000 in T€	in % der Umsatzerlöse	Veränderung in T€	Veränderung in %
Umsatzerlöse	129.113	100,0 %	97.028	100,0 %	32.085	33,1 %
Personalaufwand	67.921	52,6 %	47.646	49,1 %	20.275	42,6 %
Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen	28.163	21,8 %	19.085	19,7 %	9.078	47,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	52.547	40,7 %	25.893	26,7 %	26.654	102,9 %
<b>Konzerngewinn</b>	<b>3.257</b>	<b>2,5 %</b>	<b>-803</b>	<b>-0,8 %</b>	<b>4.060</b>	

Quelle: Borussia Dortmund (2002/2003), S. 59 sowie Borussia Dortmund (2000), S. 96.

Größter Kostenblock ist der Personalaufwand, eine Position, die maßgeblich durch die Spielergehälter beeinflusst wird. Aktuell beträgt das Verhältnis von Personalaufwand zu den Umsatzerlösen 52,6 %, für das Geschäftsjahr 1999/2000 ca. 49,1 %. In absoluten Zahlen



erhöhte sich der Personalaufwand um 20,3 Mio. €, was insbesondere auf die Neuverpflichtungen im Spielerbereich zurückzuführen ist.

Mittelbar wird auch die Position „*Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände und Sachanlagen*“ durch die Neuverpflichtungen beeinflusst. Hier zeigt sich als Besonderheit in der Rechnungslegung von Fußballunternehmen, dass die Transfersumme, also die Anschaffungskosten eines Spielers aktiviert und über die jeweilige Vertragslaufzeit abgeschrieben werden.<sup>9</sup> Aktuell beträgt die Relation von Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände zur Betriebsleistung 21,8 %. Für 1999/2000 ergibt sich eine Relation von ca. 19,7 %. Absolut hat sich dieser Kostenblock von 19,1 Mio. € auf 28,1 Mio. € erhöht.

Den zweiten wesentlichen Kostenblock stellt die Position „sonstige betriebliche Aufwendungen“ dar. Vom Geschäftsjahr 1999/2000 bis zum Geschäftsjahr 2002/2003 hat sich diese Position von 25,9 Mio. € auf 52,5 Mio. € mehr als verdoppelt. Somit wird deutlich, dass zwei Kostentreiber ausgemacht werden können: Dies sind zum einen die GuV-Positionen *Personalaufwand und Abschreibungen*. Diese Position spiegelt wider, dass Borussia Dortmund in erheblichem Maße in neue Spieler investiert hat, was entsprechende Gehaltszahlungen und Abschreibungen auf die aktivierten Transferzahlungen nach sich zog.

**Tabelle 4: Spielertransfers seit Börsengang**

Saison	Zugänge	Transfer in Mio. €	Abgänge	Transfer in Mio. €
2000/2001	Heinrich	4,1	Barbarez	3,5
	Laux	0,2		
	Metzelder	0,2		
	Oliseh	6,1		
	Rosicky	12,5		
2001/2002	Koller	10,7	Nerlinger	6,0
	Ewerthon	7,1		
	Kehl	3,2		
	Amoroso	25,5		
2002/2003	Frings	8,5	Kringe	0,05
	Fernandez	1,5		
2003/2004	Jensen	1,25	Lehmann*	6,0
<b>Summe</b>		<b>80,85</b>		<b>15,55</b>

Quelle: Kicker (verschiedene Ausgaben) und Bild 23.12.2003, S. 13,  
\*Schätzung ([www.transfermarkt.de](http://www.transfermarkt.de))

Die größte Veränderung hat es jedoch in der GuV-Position „sonstige betriebliche Aufwendungen“ gegeben. Somit erscheint es sinnvoll, diese Position genauer zu analysieren.

<sup>9</sup> Vgl. Hierzu das BFH Urteil IR 24/91 sowie den Konzernanhang von Borussia Dortmund.

Die Zusammensetzung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen für die gewählten Vergleichszeitpunkte kann der Tabelle 5 entnommen werden.

**Tabelle 5: Sonstiger betrieblicher Aufwand**

	2002/2003 in T€	1999/2000 in T€	Veränderung in T€	Veränderung in %
Spielbetrieb	22.534	10.614	11.920	112,3 %
Werbung	20.758	6.032	14.726	244,1 %
übrige	9.255	9.247	8	0,1 %
<b>Summe sonstiger betrieblicher Aufwand</b>	<b>52.547</b>	<b>25.893</b>	<b>26.654</b>	<b>102,9 %</b>

Quelle: Borussia Dortmund (2002/2003), S. 73 sowie Borussia Dortmund (2000), S. 112.

Insbesondere die Aufwendungen für Werbung, u. a. Agenturprovisionen sowie Kosten für den Spielbetrieb, im Wesentlichen also wohl Kosten der Stadionbewirtschaftung, sind für den Anstieg verantwortlich. Inwieweit diese Kosten in der kurzen Frist als fix zu betrachten sind, ist für den externen Betrachter nicht ersichtlich. Borussia Dortmund führt in ihrer Analyse der Geschäftsentwicklung für das Geschäftsjahr 2002/2003 aus, dass die Kosten der Stadionbewirtschaftung insbesondere aus dem geänderten Nutzungsvertrag mit der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG resultiert. Die Kommanditanteile an dieser Gesellschaft waren von Borussia Dortmund mit Wirkung zum 1.1.2003 an die Molsiris GmbH & Co. KG veräußert worden (vgl. Borussia Dortmund 2002/2003, S. 25/26). Da diese Transaktion nach Ablauf von sechs Monaten des Geschäftsjahres stattfand, ist ein weiterer Kostenanstieg für die Zukunft zu erwarten.

Borussia Dortmund führt in ihrer Ad-hoc Mitteilung hinsichtlich der Neuordnung der Beteiligungsverhältnisse der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG aus, dass bis zum 31.12.2017 durchschnittlich mit einer jährlichen Belastung von 12,6 Mio. € sowie kompensierenden Mehreinnahmen und Zinersparnissen von 16,2 Mio. € pro Jahr, also mit ca. 3,6 Mio. € zusätzlichen Erträgen pro Jahr zu rechnen sei.<sup>10</sup> Diese von der Gesellschaft erwartete positive Wirkung auf die zukünftige Ertragslage scheint momentan noch nicht Eingang in die Erwartungsbildung der Kapitalmarktteilnehmer, mit einem entsprechenden Anstieg des Aktienkurses, gefunden zu haben.

### 3. Das Reversed-News-Modell

<sup>10</sup> Vgl. Borussia Dortmund (2002).

Im Rahmen des News-Modells wird angenommen, dass rational handelnde Finanzmarktakteure jede öffentlich verfügbare Information aufgreifen und in den Assetpreis einfließen lassen. Dies hat zur Folge, dass die Finanzmarktpreise zu jedem Zeitpunkt alle verfügbaren öffentlichen Informationen widerspiegeln und die Finanzmärkte somit eine halb-strenge Informationseffizienz im Sinne von Fama (1970) aufweisen.<sup>11</sup> Preisveränderungen werden somit stets auf das Eintreffen neuer, bislang unbekannter und in der Preisbildung unberücksichtigter Informationen zurückgeführt.

Um das News-Modell zu testen, werden *normalerweise* in einem ersten Schritt bestimmte News-Kategorien identifiziert, um dann zu ermitteln, wie sich das Auftreten einer solchen Information auf die Aktienkursentwicklung ausgeübt hat. So kann man z. B. empirisch testen, welche Aktienkursreaktion durch einen Sieg oder eine Niederlage in der Bundesliga oder im UEFA-Pokalwettbewerb hervorgerufen wird (vgl. hierzu Stadtmann 2004).

Eine alternative Vorgehensweise stellt das Reversed-News-Modell dar (vgl. Ellison/Mullin 2001). Im Rahmen dieses empirischen Modells wird gerade *nicht* überprüft, wie sich neue Informationen auf den Aktienkurs auswirkt. Vielmehr werden in einem ersten Schritt extreme Aktienkursveränderungen identifiziert, um diese dann in einem zweiten Schritt bestimmten Informationen zuzuordnen.

Um für den Einfluss der allgemeinen Marktentwicklung auf den Aktienkurs zu korrigieren, wird zunächst die tägliche Aktienkursentwicklung von Borussia Dortmund auf eine Konstante und die Veränderung des SDAX regressiert. Führt man die Regression über den gesamten Beobachtungszeitraum, in dem Borussia Dortmund an der Börse notiert ist,<sup>12</sup> aus, so erhält man die folgenden Schätzergebnisse (t-Statistiken in Klammern):

$$(1) \quad \Delta BVB = -0,0012 + 0,459 \Delta SDAX$$

$$\quad \quad \quad (-1,40) \quad (3,75)$$

---

<sup>11</sup> Eine halb-strenge Informationseffizienz liegt vor, wenn ein Finanzmarktpreis zu jedem Zeitpunkt sowohl alle Informationen der Kursentwicklung der Vergangenheit als auch alle öffentlich verfügbaren Fundamentalfaktoren (Zinsen, Dividenden, Informationen über die allgemeine Geschäftsentwicklung) inkorporiert. Ist diese Bedingung erfüllt, kann weder durch eine Chart- noch durch Fundamentalanalyse eine Überrendite erzielt werden. Im Gegensatz dazu spricht man von strenger Informationseffizienz, wenn auch alle nicht-öffentlichen, d. h. privaten Informationen (Insiderinformationen) durch das jeweils aktuelle Kursniveau reflektiert werden. Die schwache Form der Informationseffizienz verlangt hingegen nur, dass die Kursentwicklung der Vergangenheit, im gegenwärtigen Kurs reflektiert ist, so dass die Chartanalyse nutzlos wird.

<sup>12</sup> Dies ist der Zeitraum: 31.10.2000 – 30.12. 2003.

Somit zeigt sich, dass die allgemeine Marktentwicklung (SDAX) im längeren Zeitraum durchaus einen signifikanten Einfluss auf die Aktienkursentwicklung von Borussia Dortmund ausgeübt hat und dieser Einfluss auf Grund des geschätzten Koeffizienten (0,459) auch ökonomisch bedeutsam ist. Verändert sich nämlich der SDAX um 1 %, so reagierte die Aktie mit einer 0,459 % igen Veränderung in die gleiche Richtung.

Wendet man dieses Verfahren jedoch für die gegenwärtige Saison an und lässt die Regression über den Zeitraum 01.08.2003 – 30.12.2003 laufen, so ergibt sich ein anderes Bild:

$$(2) \quad \Delta BVB = 9.63E - 6 + 0,078 \Delta SDAX$$

$$(0,005) \quad (0,22)$$

Aus dem nicht-signifikanten Wert des geschätzten Koeffizienten des SDAX ist ersichtlich, dass der Aktienkurs von Borussia Dortmund sich im Beobachtungszeitraum tendenziell von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelt hat: Verändert sich der SDAX um 1 %, so reagierte die Aktie nur mit einer 0,078 % igen Veränderung. Aus dieser Regressionsanalyse kann man schließen, dass im Beobachtungszeitraum unternehmensspezifische neue Informationen die Aktienkursentwicklung dominiert haben.

Die aus dieser Regression (2) gewonnenen absoluten Fehlerterme werden der Größe nach geordnet und über das zum Fehlerterm gehörige Datum einer Borussia Dortmund spezifischen neuen Information zugeordnet. Dies wurde für die zehn höchsten Kursausschläge in der Tabelle 6 exemplarisch durchgeführt.

Tabelle 6 zeigt, dass die

- Nicht-Qualifikation für die Champions League,
- das Aus im UEFA-Cup,
- der Einstieg von Norman Rentrop sowie
- die Information über eine laut Presseberichten geplante Begebung einer 100.000.000 € Anleihe

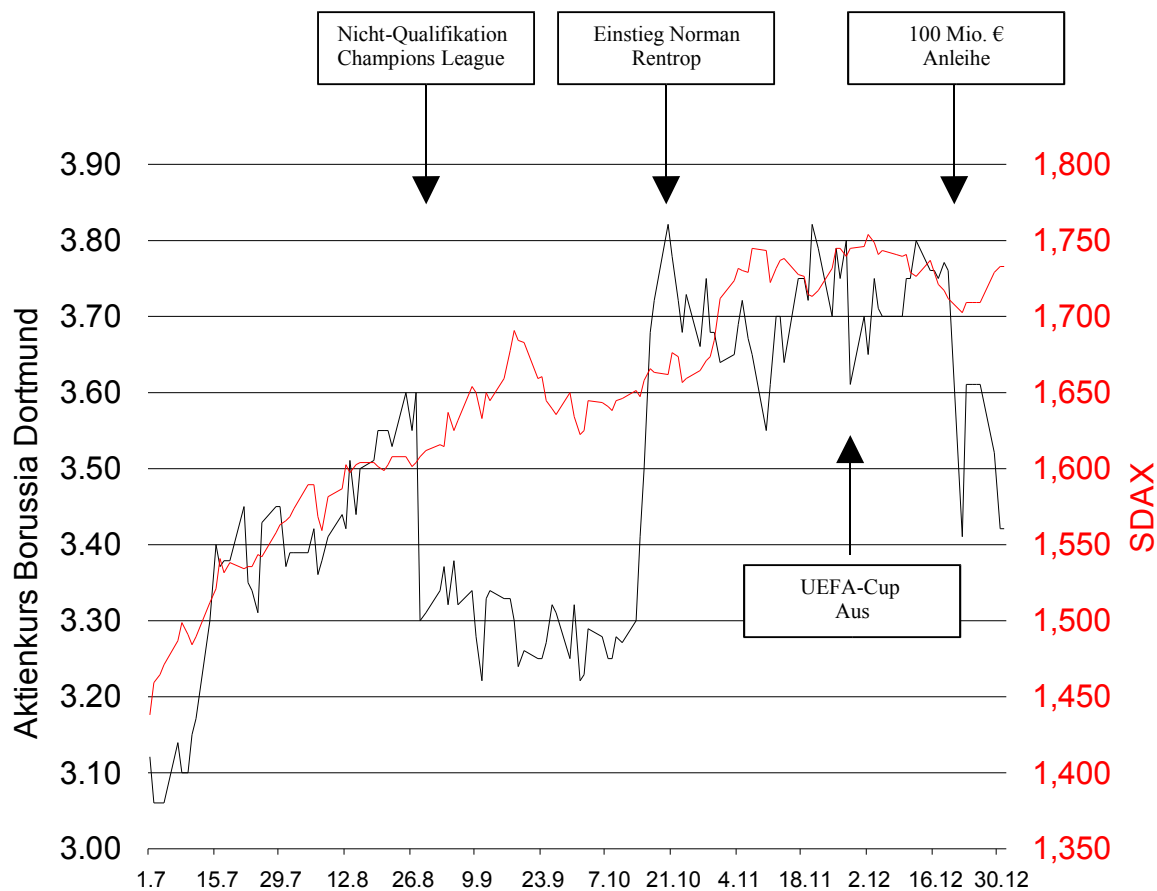
als jene Informationen anzusehen sind, welche die höchsten Kursreaktionen hervorgerufen haben.

**Tabelle 6: Die zehn höchsten Kursveränderungen**

Datum	BVB Kursniveau	Um allgemeine Marktentwicklung bereinigte relative Kursveränderung	Ereignis
22. Dez. 03	3.41	-9.24 %	100 Mio. € Anleihe
28. Aug. 03	3.30	-8.96 %	Nicht-Qualifikation CL
28. Nov. 03	3.61	-5.42 %	UEFA-Cup Aus
23. Dez. 03	3.61	5.35 %	100 Mio. € Anleihe
16. Okt. 03	3.68	4.47 %	Norman Rentrop
29. Dez. 03	3.52	-3.68 %	Diskussion um Transparenz
14. Okt. 03	3.41	3.57 %	Kein Ereignis identifiziert
17. Nov. 03	3.75	3.57 %	Kein Ereignis identifiziert
24. Nov. 03	3.70	-3.31 %	Dortmund – Leverkusen 2:2
30. Dez. 03	3.42	-3.09 %	Diskussion um Transparenz

In Abbildung 1 wird die Aktienkursentwicklung von Borussia Dortmund der Entwicklung des SDAX gegenübergestellt. Der Einfluss des Eintreffens o. g. Informationen ist mit Pfeilen hervorgehoben. Drei dieser wichtigen Ereignisse werden im Folgenden genauer analysiert.

**Abbildung 1: Aktienkursentwicklung im Vergleich zur allgemeinen Marktentwicklung**



Quelle: Datastream.

## 3.2 Drei Fallbeispiele

### 3.2.1 Nicht-Qualifikation für die Champions-League (27.08.2003)

Ein Ereignis, das für alle Finanzmarktteilnehmer eine neue Information darstellte, war die Nicht-Qualifikation für die Champions-League (CL) von BVB in der laufenden Saison 2003/2004. Nach einem 2:1 im Hinspiel gegen den FC Brügge hätten die Borussen am Abend des 27.08.2003 einen 1:0 Heimsieg oder einen Sieg mit mehr als zwei Toren Differenz benötigt, um sich für die erste Hauptrunde der CL zu qualifizieren. Nach regulärer Spielzeit sowie der Verlängerung stand es jedoch 2:1 für Dortmund, das anschließende Elfmeterschiessen konnte Dortmund jedoch nicht für sich entscheiden. Dieser Spielausgang bedeutete das Aus für die CL und gleichzeitig die Teilnahme am UEFA-Cup Wettbewerb, der

in Fachkreisen auf Grund der geringeren Öffentlichkeitswirksamkeit und dementsprechend geringeren Einnahmequellen auch als „*Cup der Verlierer*“ bezeichnet wird.

Am Börsentag nach dem Spielabend musste die Aktie erhebliche Verluste hinnehmen, der Kurs sank von 3,60 € auf 3,30 € und büßte somit ca. 8,3 % ein. Bei 19,5 Mio. ausgegebenen Aktien bedeutet dies einen Einbruch des Marktwertes um  $19,5 * 0,30 = 5,85$  Mio. €. Wie ist ein solcher drastischer Kursverlust im Rahmen des News-Modells zu erklären?

Zunächst ist zu berücksichtigen, dass die Nicht-Qualifikation für die CL die Finanzmarktteilnehmer nicht unerwartet getroffen hat. Aus den Wettquoten auf den Spielausgang kann abgeleitet werden, dass die Chancen für eine Qualifikation des BVB für die CL-Hauptrunde bei ca. 50:50 lagen. Durch die Nichtteilnahme an der ersten Hauptrunde der CL wurde eine garantierte Einnahme in Höhe von 15 Mio. € verpasst (Schnell 2003). Da die Chancen zur Qualifikation bei Handelsschluss am Spieltag 50:50 standen, waren 7,5 Mio. € der 15,0 Mio. € bereits „eingepreist“. Weiterhin konnte nach der Nicht-Qualifikation für die CL erwartet werden, dass zumindest ein Heimspiel im UEFA-Pokal in Eigenregie vermarktet werden kann. Der Rückgang der Marktwertes in Höhe von 5,85 Mio. € ist daher durchaus in einem Bereich, der rational zu begründen ist.

### **3.2.2 Der Einstieg von Norman Rentrop (16.10.2003)**

Ein weiteres Ereignis, welches die Aktie im Untersuchungszeitraum erheblich beeinflusst hat, ist die Veräußerung eines 14,4 % Aktienpakets durch die Deutsche Bank AG. Zu Beginn des Handelstages am 16.10.2003 wurde der Öffentlichkeit mitgeteilt, dass die Elsässer Beteiligungsgesellschaft im Auftrag des Bonner Verlegers Norman Rentrop dieses Aktienpaket übernommen hat (vgl. Borussia Dortmund 2003). Nach Bekanntwerden der Übernahme stiegen die Aktienkurse um bis zu 5,1 % an.

Die Kursreaktion kann durch zwei Phänomene hervorgerufen worden sein: Zum einen ist zu berücksichtigen, dass die Deutsche Bank AG nach dem IPO von BVB ein Aktienpaket von ca. 24,9 % übernahm bzw. im Rahmen der Kurspflege erwarb (vgl. Borussia Dortmund 2002).<sup>13</sup> Diese Beteiligung wurde dann sukzessive über die Börse abgebaut. Zum Zeitpunkt der Übernahme durch die Elsässer Beteiligungsgesellschaft war die o. g. Beteiligung praktisch auf

<sup>13</sup> Zum Einfluss der Deutschen Bank siehe auch die Ausführungen in WGZ-Bank (2002), S. 37 und S. 50.

die Hälfte geschrumpft. Im gesamten Zeitraum, in der der BVB an der Börse notiert war, herrschte somit ein Abgabedruck auf Seiten der Deutschen Bank, der die Kursentwicklung sicherlich nicht positiv beeinflusst hat. Dieser Abgabedruck wurde durch den Verkauf des Restpakets an einen Großaktionär beendet, was einen positiven Kurssprung erklären könnte. Zusätzlich ist zu beachten, dass ein engagierter Großaktionär einen gewissen Druck auf das Management ausüben kann, den Shareholder Value zu erhöhen bzw. zu maximieren.<sup>14</sup>

### **3.2.3 Die 100 Mio. € Anleihe (22.12.2003)**

Das dritte Ereignis, das jüngst eine erhebliche Volatilität im Börsenkurs von BVB hervorgerufen hat, ist die Berichterstattung im *Kicker* und der *Süddeutschen Zeitung* über etwaig existierende Liquiditätsengpässe beim BVB und die Gefahr der Generierung erheblicher Verluste in der Spielzeit 2003/2004 (Hennecke 2003a, 2003b und Röckenhaus 2003). Es wurde auch bekannt, dass beim BVB die Begebung einer 100.000.000 € Anleihe in Planung sei.

In o. g. Zeitungen wurde zunächst darauf hingewiesen, dass durch eine *kreative Buchführung* im Rahmen von Spielertransfers, dem Verkauf von Stadionanteilen sowie einer vorzeitigen Verbuchung von Sponsorengeldern (Ausrüstervertrag mit Nike) die wirtschaftliche Lage stets positiver gezeichnet wurde, als diese tatsächlich war. So wurden sowohl in der Bilanz 2001/2002 als auch in der Bilanz 2002/2003 sonstige betriebliche Erträge von jeweils mehr als 20 Mio. € ausgewiesen, die aus der Hebung stiller Reserven im Rahmen der Veräußerung der Anteile am Westfalenstadion resultierten.

Wie reagierte die Aktienkursentwicklung auf diese Enthüllungen? Am 22.12.2003 sanken die Kurse von 3,76 € auf 3,41 € um 9,3 %. Am Tag darauf stieg der Kurs jedoch wieder um 5,9 % an.

Somit bleibt festzuhalten, dass am Tag der „Enthüllung“ tatsächlich eine erhebliche Kurskorrektur stattgefunden hat. Im Eifer des Gefechts wurde jedoch womöglich übersehen, dass die Mehrzahl der enthüllten Fakten keine wirklich neuen Tatbestände darstellen, was am Tag darauf Korrekturen notwendig werden ließ.

---

<sup>14</sup> Einschränkend sind jedoch die Besonderheiten der Rechtsform der GmbH & Co. KGaA zu berücksichtigen. Vgl. hierzu Borussia Dortmund (2000).



- Es ist seit langem bekannt, dass auf Grund der Kirch-Pleite weniger Geld in die Bundesliga fließt und in der Saison 2003/2004 zu Mindereinnahmen führen wird.
- Zudem ist seit dem Abend des 27.08.2003 bekannt, dass der BVB nicht in der CL spielen wird und seit dem 27.11.2003 auch aus dem UEFA-Cup ausgeschieden ist.
- Auch der Transferdeal um Evanilson war in Fachkreisen offenkundig.<sup>15</sup>

Als einzig neue Information bleibt somit, dass das Management vom BVB prüft, eine neue Anleihe zu begeben – eine Information, die für sich allein genommen weder positives noch negatives kursbeeinflussendes Potenzial haben sollte.

Es verbleibt jedoch ein negativer Beigeschmack auf Grund der unzureichenden externen Kommunikation des Managements, was letztlich insgesamt zu einer negativen Aktienkursentwicklung geführt hat. Durch die Veröffentlichungen ist deutlich geworden, dass die Informationspolitik nicht besonders transparent ist. Finanzmarktakteuren wird es nicht leicht gemacht, sich einen *True and Fair View* von Borussia Dortmund zu verschaffen. Es bleibt zu hoffen, dass sich das Management diese Ereignisse zu Herzen genommen und noch einmal die neue Richtlinie des *Deutschen Corporate Governance Kodex* studiert hat und ggfs. umsetzt. Damit könnte das Management seinen Teil dazu beitragen, dem Finanzmarkt eine objektivere Bewertung zu vereinfachen.<sup>16</sup>

#### 4. Fazit

Analysiert man anhand der veröffentlichten Geschäftsberichte die Operationen der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, so resultieren aus der Lektüre scheinbar mehr Fragen, als Antworten generiert werden können. Ein befriedigender Ausblick auf die Ertrags Erwartungen des hier analysierten Unternehmens ist aus den vorliegenden Informationen nicht ableitbar. Vielmehr ergeben sich Fragen über die Nachhaltigkeit des Konzernserfolges, der wiederholt durch einmalige sonstige betriebliche Erträge wesentlich beeinflusst wurde.

---

<sup>15</sup> Vgl. Hennecke (2003b). So wurde das Transfersgeschäft von Bayern Münchens Manager Hoeneß bereits bei Abschluss kritisiert.

<sup>16</sup> Zur Informationsproblematik, Managementspielräumen und mangelnder Corporate Governance im Profifußball siehe Lehmann /Weigand (2002).

Ferner wurde im Rahmen des Reversed-News-Modells gezeigt, wie neue Informationen die Aktienkursentwicklung beeinflussen. Anhand von drei Fallbeispielen wurde gezeigt, dass nicht das Ereignis an sich, sondern nur der nicht erwartete und somit neue Teil dieses Ereignisses kursbeeinflussende Wirkung entfaltet. Somit wird deutlich, welche große Bedeutung der Erwartungsbildung der Finanzmarktteilnehmer für die Kursentwicklung beizumessen ist. *Spielraum, der aktiv im Rahmen eines effizienten Corporate Governance Konzeptes genutzt werden kann* (vgl. Schillhofer 2003).

Ein modernes Controllingssystem kann dies unterstützen und dem Kapitalmarkt zeitnah die für die Kursbildung relevanten Informationen zu Verfügung stellen, die Erwartungslücke also verringern. Wie das gewählte Fallbeispiel verdeutlicht, sollte unmissverständlich kommuniziert werden, wie sich die Ertragslage der Gesellschaft durch die Nicht-Qualifikation für die Champions League oder das Ausscheiden aus dem UEFA-Cup verändert und welche Implikationen sich für die nahe Zukunft hieraus ergeben.

Eine Frage, die sich anhand der Entwicklung bei Borussia Dortmund aufdrängt, ist die der Anreizkompatibilität der Verträge der Lizenzspieler. Wenn die Ertragssituation extremst von der Qualifikation und dem Weiterkommen im europäischen Wettbewerb abhängig ist, sollten auch die Arbeitsverträge über entsprechende Bonusse variabel ausgestaltet sein. Auch wenn Manager bezüglich des zukünftigen sportlichen Abschneidens der eigenen Mannschaft scheinbar einem Overconfidence Bias unterliegen (vgl. Franck/Müller 1997 und 2000), ist es gerade die Aufgabe des Controllers, die Rationalität im Unternehmen zu sichern (vgl. Weber 2002, S. 48 – 66).<sup>17</sup> Somit wird deutlich, dass das interne Controlling die Basis legen muss, auf welche dann die externe Kommunikation aufbauen kann.<sup>18</sup>

Ebenfalls verbesserungswürdig scheint die Kommunikation des Managements mit den Journalisten der Tages- und Sportpresse. Statt rechtliche Schritte für als unzutreffend erachtete Presseberichte anzudrohen, sollten diese Presseberichte als Anlass genommen werden, die Finanzkommunikation zu verbessern und dem Kapitalmarkt die gewünschten Informationen zur Verfügung zu stellen. Unzutreffende Veröffentlichungen sollten vielmehr

---

<sup>17</sup> Detlef Thiemann – Leiter Controlling bei Borussia Dortmund – charakterisiert seine Funktion im Unternehmen in einem Interview: „Zuweilen muss der Controller bremsen, z. B. wenn zur Erreichung von sportlichem Erfolg ein besonders teurer Spieler eingekauft werden soll, manchmal aber auch antreiben, wenn es gilt neue wirtschaftliche Möglichkeiten zu erschließen“ (Zayer/Kunz 2003, S. 228).

<sup>18</sup> Sollten jedoch Versäumnisse bezüglich der Ausgestaltung der Anreizstrukturen – auf Grund mangelnder variabler Gehaltskomponenten – existieren, kann auch eine noch so gut ausgestaltete externe Kommunikation nur Schadensbegrenzung vornehmen.

als Chance wahrgenommen werden, durch aktive Finanzkommunikation auf die Erwartungsbildung der Kapitalmarktakteure Einfluss zu nehmen.

Der Controller ist hier insoweit gefordert, als er zum einen festlegen muss, wie das Zahlenwerk im Rahmen der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt aufzubereiten ist, zum anderen sind Anpassungen der bestehenden Steuerungssysteme an sich verändernde Anforderungen erforderlich. Diese Steuerungssysteme sollten einheitliche Messgrößen und Kennziffern zwecks Vergleichbarkeit mit anderen Kapitalmarktteilnehmern zur Verfügung stellen. So hat zum Beispiel der VfB Stuttgart vor Kurzem das Konzept der *Balanced Scorecard* eingeführt, welches auf allen Managementebenen eine konsistente zielorientierte Unternehmenssteuerung gewährleistet (vgl. Handelsblatt 2004).<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Zur Balance Scorecard Konzeption, siehe Weber/Schäffer (2000).

## Literaturverzeichnis

**Böttcher**, Erhard (2003): Trigema: Textile Trutzburg, manager magazin online, 03.09.2003.

**Borussia Dortmund** (2000): Verkaufsprospekt.

**Borussia Dortmund** (2002): 07.01.2002 - Deutsche Bank hält knapp 28 Prozent an Borussia Dortmund, Ad hoc Mitteilung Borussia Dortmund.

**Borussia Dortmund (2002)**: Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA ordnet Beteiligungsverhältnisse der Westfalenstadion Dortmund GmbH & Co. KG neu, Ad hoc Mitteilung vom 30.12.2002. URL: <http://www.borussia-aktie.de>.

**Borussia Dortmund** (2003): 16.10.2003 - Deutsche Bank veräußert BVB-Beteiligung, Ad hoc Mitteilung Borussia Dortmund.

**Copeland**, Thomas E. und **Weston**, Fred J. (1988): Financial Theory and Corporate Policy, 3. Auflage, Addison-Wesley, Reading Massachusetts.

**Dietl**, Helmut M. und **Pauli**, Markus (2002): Die Finanzierung von Fußballstadien – Überlegungen am Beispiel des deutschen Profifußballs, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 4/2002, S. 239 – 262.

**Ellison**, Sara Fisher; **Mullin**, Wallace P. (2001): Gradual Incorporation of Information: Pharmaceutical Stocks and the Evolution of President Clinton's Health Care Reform; in: Journal of Law and Economics, Vol. 44(1), S. 89 – 129.

**Fama**, E.F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: The Journal of Finance, Vol. 25(2), S. 383 – 417.

**Franck**, Egon and **Müller**, Jens Christian (1997): Zur ökonomischen Struktur des sogenannten Rattenrennens, Freiburger Arbeitspapiere 97/15.

**Franck**, Egon und **Müller**, Jens Christian (2000): Fußball-Aktien: Nur ausnahmsweise ein Renner, in: Die Bank 3/2000, S. 152 – 157.

**Handelsblatt** (2004): VfB Stuttgart will auch im Controlling an die Spitze, 22.01.2004, S. 10.

**Hennecke**, Thomas (2003a): Borussia Dortmund bemüht sich um eine Riesen-Anleihe, in: Kicker, Nr. 104 vom 22. Dezember 2003, S. 17.

**Hennecke**, Thomas (2003b): Geheimer Evanilson-Deal kostet 15 Millionen, in: Kicker, Nr. 104 vom 22. Dezember 2003, S. 18.

**Kicker**: Sonderheft Bundesliga, verschiedene Ausgaben.

**Lehmann**, Erik und Jürgen **Weigand** (2002): Mitsprache und Kontrolle im professionellen Fußball: Überlegungen zu einer Corporate Governance, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 4/2002, pp. 43 – 61.

**Puma** (2002): Geschäftsbericht.

**Röckenhaus, Freddie** (2003): Horrorschulden und Bilanztricks: Borussia Dortmund vor dem Finanzcrash, Süddeutsche Zeitung online 22.12.2003.

**Schnell, Christian** (2003): Borussia Dortmund verliert auch an der Börse, Handelsblatt Freitag, den 29. August 2003.

**Stadtman, Georg** (2004): An Empirical Examination of the News Model: The Case of Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, erscheint in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft.

**Schillhofer, Andreas** (2003): Corporate governance and expected stock returns: empirical evidence from Germany, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden.

**Weber, Jürgen** (2002): Einführung in das Controlling, 9. Auflage, Schäffer Poeschel Verlag Stuttgart.

**Weber, Jürgen, Utz Schäffer** (2000): Balanced Scorecard & Controlling, Implementierung - Nutzen für Manager und Controller - Erfahrungen in deutschen Unternehmen, 3. überarbeitete Auflage, Wiesbaden, Gabler-Verlag.

**WGZ-Bank** (2002): FC Euro AG, Düsseldorf.

**Zayer, Eric und Jennifer Kunz** (2003): Controlling ist Pionierarbeit – Ein Gespräch mit Detlef Thiemann, Leiter Controlling bei Borussia Dortmund, in: Zeitschrift für Controlling & Management (ZfCM), Vol 47(4), S. 228 – 230.