

## Kapitel V Die Gestaltung der Vertragsbeziehungen zwischen Fußballklubs und Finanzinvestoren

Welche Finanzierungs-Optionen haben Fußballklubs vor dem Hintergrund der in den Kapiteln III und IV beschriebenen externen bzw. verhaltensbedingten Spieler- und Managementrisiken? In Kapitel V werden ausgewählte Vertragsbeziehungen, die Fußballklubs mit verschiedenen Typen von Finanzinvestoren eingehen, analysiert. Zunächst werden einige Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung (vgl. 1) und anschließend Constraints der Kapitalbeschaffung angesprochen (vgl. 2). Der besondere Investorentypus des „Fan-Investors“ wird in Abschnitt 3 vorgestellt. Die Abschnitte 4 bis 8 gehen auf einige ausgewählte Finanzierungsalternativen ein: Innenfinanzierung (vgl. 4), Eigenkapital-Außenfinanzierung (vgl. 5), Fremdkapitalfinanzierung (vgl. 6) sowie Mezzanine-Finanzierung (vgl. 7). Die Kapitalbeschaffung der Klubs über Vermarktungsgesellschaften sind sowohl der Innen- als auch Außenfinanzierung zuzuordnen (vgl. 8).

### 1 Optionen der Kapitalbeschaffung

Abb. 33 gibt einen Überblick über einige Alternativen der Kapitalbeschaffung von professionellen Fußballklubs. In den folgenden Abschnitten werden nur die in Abb. 33 kursiv gedruckten Kapitalbeschaffungsvarianten behandelt. Die Kapitalbeschaffungs-Optionen lassen sich grundsätzlich miteinander kombinieren.

Für die Fußball-Bundesliga fehlen leider zugängliche Informationen über die relative Bedeutung von Innen- und Außenfinanzierung bzw. einzelner Eigen- bzw. Fremdkapitalquellen. In der englischen Profiligena macht in der Saison 1999/2000 die Eigenkapitalfinanzierung der Klubs in der Premier League 66,7%, die Fremdkapitalfinanzierung 33,7% aus (vgl. Deloitte & Touche 2001: 39). In der Division One hat die Eigenkapitalfinanzierung einen Anteil von 21,2%, die Fremdkapitalfinanzierung von 78,8%. Auch wenn Deloitte & Touche „Share Capital & Retained Earnings“ leider nur in einem Posten zusammenfassen, ist davon auszugehen, dass die Innenfinanzierung in der Premier League und auch in der Ersten Fußball-Bundesliga deutlich höher liegen als in den jeweiligen Spielklassen darunter. Die Höhe der Selbstfinanzierungsspielräume hat wiederum auch Einfluss auf die Möglichkeiten der Außenfinanzierung (Beteiligungs- und Fremdfinanzierung). Im englischen Profifußball ist in der Saison 1999/2000 vor allem in den unteren Spielklassen der Anteil der sog. „sonstigen Kredite“ weitaus größer als der Anteil der Bankenkredite gewesen (vgl. Deloitte & Touche 2001: 38 ff.). Viele dieser Kredite stammen oftmals von den sog. „Fan-Kreditgebern“<sup>163</sup>. Dabei handelt es sich um Mischformen von Eigen- und Fremdkapital (Mezzanine-Finanzierung).

---

<sup>163</sup> Unter den „sonstigen Krediten“ finden sich neben „Fan-Krediten“ auch Anleihen, Kredite von Vermarktungsgesellschaften oder Geschäftsführern (vgl. Deloitte & Touche 2001: 36).

Bei einzelnen Vertragsbeziehungen im Profifußball sind Finanzbeziehungen verknüpft mit Leistungsbeziehungen (*Interlinked Transactions*, vgl. dazu Abschnitt 8.5 in diesem Kapitel). Ein Investor kann dabei z.B. gleichzeitig als Vermarkter, Sponsor, Aktionär und Fremdkapitalgeber auftreten (Auswertung Experteninterviews 1999).

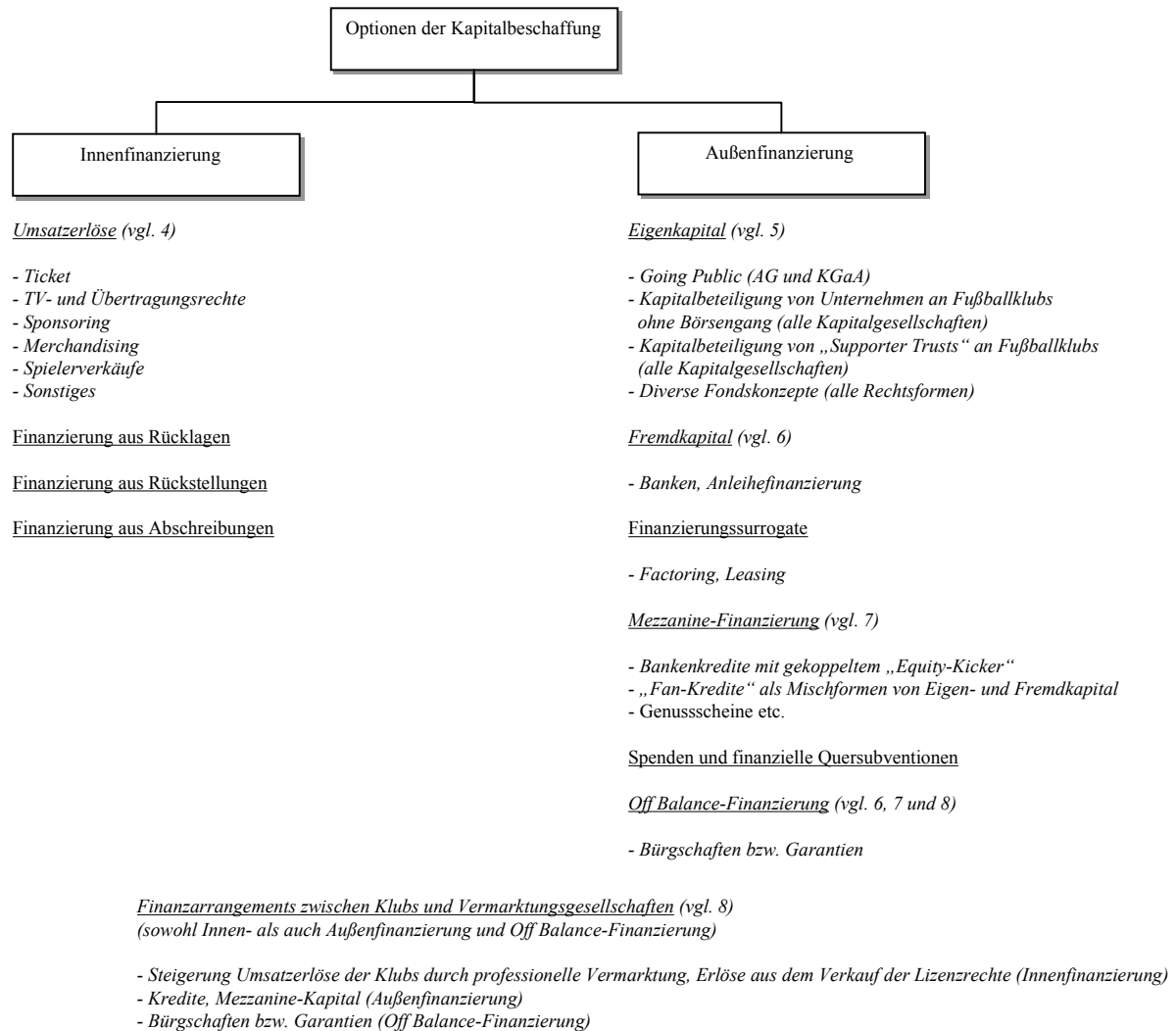


Abb. 33: Optionen der Kapitalbeschaffung

Quelle: Eigene Darstellung

## 2 Constraints der Kapitalbeschaffung: Branchenregulierung des Finanzinvestorenkreises

Finanzinvestoren werden i.d.R. nur bereit sein, Verträge mit Fußballklubs abzuschließen, wenn keine Spielabsprachen zwischen den Klubs angenommen werden. Fußballverbände haben daher die Aufgabe, glaubwürdig die *sportliche Integrität* des Ligawettbewerbs sicherzustellen (vgl. Franck 1995: 129 f.; Frick/Lehmann/Weigand 1999: 498).

Um den Verdacht der Manipulation der Spielergebnisse abzuschwächen, werden bestimmte „Finanzinvestoren“ von vornherein ausgeschlossen (2.1). Außerdem bestehen Auflagen, wenn ein Investor Beteiligungen bzw. Vertragsbeziehungen mit mehreren Fußballklubs eingeht (2.2).

### 2.1 Ausschluss bestimmter Finanzinvestoren

Bestimmte Personenkreise dürfen laut DFB überhaupt keine Finanzbeziehungen mit Fußballklubs bzw. keine Finanzbeziehungen mit bestimmten Klubs eingehen (vgl. DFB 1998b).

- (1) *Fußballspieler, Trainer und Manager*: Diese können sich am eigenen, aber nicht an anderen Klubs beteiligen (vgl. Ahlers 2000b: 49; DFB 1998b: 4). Würde z.B. ein Spieler Aktien eines fremden Klubs halten, könnte der Spieler beim direkten Aufeinandertreffen beider Klubs nicht glaubhaft die Interessen seines Arbeitgebers vertreten.
- (2) *Schiedsrichter*: Schiedsrichter dürfen keine Anteile an Fußballklubs oder an Unternehmen erwerben, die sich an Fußballklubs beteiligt haben (vgl. Ahlers 2000b: 49; Kebekus 1991: 90 f.; DFB 1998b: 4)<sup>164</sup>. Auch weitere Finanzbeziehungen zwischen Schiedsrichter und Fußballklubs sind nicht gestattet. Der Bundesliga-Bestechungsskandal während der Saison 1971/72, bei dem einzelne Schiedsrichter und Spieler den Ausgang der Spiele manipuliert haben, führte zu einem Rückgang der Zuschauerzahlen in der darauf folgenden Spielsaison.
- (3) *Sonstige Personen*: Auch Spielervermittler (vgl. Lenz 2000: 76), Aufsichtsräte von Fußballklubs oder die Lizenzprüfer des Ligaverbands dürfen keine Anteile an irgendeinem Fußballklub halten.

Nicht verboten, aber sehr kritisch betrachtet, werden die Investments von Medienunternehmen bzw. Vermarktungsgesellschaften (vgl. Brown 1999: 1 ff.; IMUSA 1998: 1 ff.). Dies wird folgenderweise begründet:

---

<sup>164</sup> Da Schiedsrichter im Vergleich zu Fußballspielern schlechter bezahlt werden, gleichzeitig aber einen großen Einfluss auf den Ausgang von Spielergebnissen haben, sind Schiedsrichter oftmals Ansatzpunkt von Bestechungsversuchen (vgl. Preston/Ross/Szymanski 2000: 2 f.). Bei nachgewiesener Bestechung verlieren die betreffenden Schiedsrichter unter anderem ihre Schiedsrichter-Lizenz.

- (1) *Einflussnahme auf die Ligaziele*: Viele sportpolitische Entscheidungen der Ligazentrale (z.B. Anstoßzeiten der Spiele) werden nicht mehr von den Verbänden, sondern zunehmend von Medienunternehmen beeinflusst (vgl. Kipker 2000a: 42, 49; Szymanski/Kuypers 2000: 37, 313 f.).
- (2) *Abnahme des Spannungsgrades*: Ein finanzkräftiger Medienkonzern könnte den ohnehin finanzkräftigsten Klubs soviel Kapital zuschießen<sup>165</sup>, so dass sie sich die besten Spieler leisten können und der Spannungsgrad der Liga abnimmt (vgl. Gerrard 1999: 277; Kipker 2000a: 51; Primault/Rouger 2000: 192). Diese Gefahr ist allerdings nicht unbedingt spezifisch auf Medienunternehmen beschränkt, sondern besteht auch immer dann, wenn man den Handel mit Anteilen an Fußballklubs vollständig liberalisiert (Franck/Müller 2000a: 156; Franck/Müller 2000c: 10).
- (3) *Einschränkung des Wettbewerbs um TV-Übertragungsrechte* (vgl. Franck/Müller 2000a: 154 f.; Franck/Müller 2000c: 9; KPMG 2000: 33): Bei einer Beteiligung an einem Klub kann das Medienunternehmen „geheime“ Informationen über die Preisangebote anderer Mitbewerber um die TV-Rechte erhalten. Die anderen Mitbewerber könnten durch etwas höhere Preisangebote ausgeschaltet werden. Dadurch wird insgesamt der Preiswettbewerb um die TV-Übertragungsrechte eingeschränkt.
- (4) *Manipulationen*: Medienunternehmen könnten ein Interesse daran haben, ihr Investment überzubewerten. Über die Zurückhaltung von Informationen bzw. die Verfälschung von Fakten ließen sich die Qualität und Preise von Fußballspielern und Fußballspielen manipulieren. Klubeigene Sender werden außerdem weniger dazu neigen, neutral und kritisch die Leistungen der eigenen Spieler und die des eigenen Managements in der Öffentlichkeit zu beurteilen (vgl. KPMG 2000: 34).

Neben dem Ausschluss bestimmter Finanzinvestoren wird auch geregelt, dass der Altverein die Mehrheit an der ausgegliederten Kapitalgesellschaft halten muss, d.h. mindestens 50% und 1 Aktie (vgl. Die Liga-Fußballverband e.V. 2001c: § 8 Nr. 2). Die Mehrheitsbeteiligungsregelung dient dem Schutz vor vertikaler Integration und feindlichen Übernahmen (vgl. Franck/Müller 2000c: 8 f.). Es wäre nicht auszuschließen, dass ein Konzern einen ganzen Fußballklub aufkauft und gegebenenfalls später wieder veräußert oder stilllegen lässt (vgl. Conn 1997: 166, 237 f.; Michie/Walsh 1999: 2). Es wäre auch möglich, dass bei niedrigen Aktienkursen, fanorientierte Großaktionäre (vgl. 5.1.1) einen „unbeliebten“ sportlichen Konkurrenten aufkaufen und zerschlagen. Mit der Majoritätsklausel soll außerdem die Gefahr der Verlegung von Firmensitzen in andere Städte und den damit zusammenhängenden Verlust emotionaler Bindung der Fußballfans zu „ihrem“ Klub verhindert werden. Außerdem soll die Ausbildungsfinanzierung der Nachwuchsspieler der Amateurabteilungen durch die Lizenzspieler-Fußballabteilung gesichert bleiben.

---

<sup>165</sup> Vgl. dazu den gescheiterten Übernahmeveruch des britischen Fernsehsenders BskyB von Manchester United im Jahr 1998 (vgl. z.B. Brown 1999: 2; Lee 1999: 1 ff.).

Der Ligaverband gestattet lediglich in zwei Fällen, dass der Altverein nicht Mehrheitsaktionär an der ausgegliederten Kapitalgesellschaft sein muss:

- (1) Eine mindestens zwanzigjährige Vertragsbeziehung zwischen Klub und Sponsor hat es der Bayer AG ermöglicht, 100% an der Bayer Leverkusen GmbH zu halten (sog. „Lex Leverkusen“) (vgl. Die Liga-Fußballverband e.V. 2001c: § 8 Nr. 2; WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 51). Auch die Volkswagen AG ist an der VFL Wolfsburg Fußball GmbH zu 90% und der Altverein zu 10% am Klub beteiligt (vgl. Kreuzer 2001: 48).
- (2) Eine Minderheitsbeteiligung des Altvereins an der ausgegliederten Kapitalgesellschaft wird auch bei der KGaA gestattet, weil der Komplementär unabhängig von der Höhe der Kapitalanteile der Kommanditisten die Stimmrechte in der ausgegliederten Lizenzspieler-Fußballabteilung hat (vgl. Hertha BSC 2000: 18; o.V. 1998e: 296).

## **2.2 Auflagen bei Finanzbeziehungen eines Investors mit mehreren Klubs und bei der Beteiligung eines Klubs an anderen Klubs**

Der Anreiz, den Ausgang von Spielen zu manipulieren, ist auch relativ groß, wenn ein Investor seine Investments auf mehrere Klubs diversifiziert hat bzw. in den Führungs- und Kontrollgremien mehrerer Klubs vertreten ist. Bei einem Mehrfachinvestment könnte der Investor außerdem während eines laufenden Meisterschaftswettbewerbs Spieler zwischen den Klubs tauschen, um einen Klub im Wettkampf mit anderen Rivalen zu stärken (vgl. Bishop 1998: 3; IMUSA 1998: 5; vgl. auch Kapitel III, 3.3.3).

In der Bundesliga sind Mehrfachbeteiligungen ausgeschlossen. Der Beirat des DFB hat durch Ergänzung des Lizenzspielerstatus (§ 7, Nr. 1 und 2.) am 17. April 1999 unter anderem beschlossen, dass ein Investor nicht gleichzeitig in den Führungs- bzw. Kontrollgremien mehrerer Klubs vertreten sein darf (*Lex Ufa*). Die UEFA untersagt ein direktes Aufeinandertreffen von Klubs in den europäischen Wettbewerben, wenn ein Investor eine Kapitalbeteiligung von über 10% an einem oder mehreren anderen Klubs besitzt<sup>166</sup>. In diesem Fall wird einer von diesen Klubs von der UEFA vom laufenden Wettbewerb ausgeschlossen. In der englischen Premier League sind Kapitalbeteiligungen eines Investors an mehreren englischen Klubs auf weniger als 10% begrenzt (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 42). Medienunternehmen halten bereits Beteiligungen an mehreren Klubs von bis zu 9,99% (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 43; WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 108). Sie werden vornehmlich als Vetoblock eingesetzt, um andere Medienunternehmen als potentielle Investoren eines Klubs fernzuhalten. In Italien gehören die beiden Klubs Juventus Turin und AC Turin mehrheitlich

---

<sup>166</sup> Ein Beispiel für Mehrfachbeteiligungen ist das umstrittene Investment-Portfolio der ENIC (English National Investment Company). Die ENIC ist beteiligt an Slavia Prag (97%), Vicenza (99%), AEK Athen (47%), Tottenham Hotspur (29,9%), Glasgow Rangers (20,2%) und FC Basel (11,8%) (vgl. o.V. 2000s: 1 f.; o.V. 2001e: 1 f.).

dem Fiat-Konzern (vgl. Berni 2001: 60). Dem Weltfußballverband FIFA bzw. der UEFA ist es bisher nicht gelungen, in solchen zentralen Wettbewerbsfragen eine weltweit bzw. europaweit einheitliche Regelung zu schaffen.

Ein Mehrfachinvestment hat für Ligawettbewerbe weitreichendere Folgen als für K.O.-Wettbewerbe (vgl. Bishop 2000: 3). Beeinflusst ein Investor den Ausgang eines Spiels in einem K.O.-Wettbewerb, hat dies unmittelbar nur Auswirkungen auf die beiden Kontrahenten<sup>167</sup>. In einem Ligawettbewerb haben jedoch Absprachen zwischen zwei Teams wegen der Ranginterdependenzen in einer Liga Auswirkungen auf alle anderen Klubs. Ein Investor, der veranlasst, dass zwei Klubs unentschieden spielen (sollte dies z.B. für beide Klubs zum Klassenerhalt ausreichen) könnte bewirken, dass die anderen Abstiegskandidaten automatisch absteigen.

Die deutschen Klubs könnten das Verbot der Mehrfachbeteiligung als Wettbewerbsnachteil gegenüber den anderen europäischen Klubs empfinden (vgl. Kipker 2000a: 55 f.). Die fehlende Möglichkeit der Investoren, sich formal Einfluss- und Kontrollrechte bei all ihren Investments zu sichern und ihre risikoreichen Geschäfte auf mehrere Klubs zu diversifizieren, mindert die Investitionsanreize. Es ist zu beobachten, dass die Investoren sich bei ihren Investments verstärkt auf die „Blue Chips“ der Branche konzentrieren (vgl. Kipker 2000a: 49), so dass sich die Einkommensunterschiede zwischen den Klubs noch weiter verschärfen.

Die Investoren könnten trotz Mehrfachbeteiligungsverbot auch versuchen, über den Einfluss von „Strohmannern“, Beraterverträgen oder komplexen Holdingstrukturen weiterhin Kontrollrechte bei all ihren Investments auszuüben bzw. Einfluss auf den Ausgang der Spiele zu nehmen. Eine weitere Möglichkeit wäre, dass ein Vermarkter seine beauftragten Sub-Vermarkter in die Führungs- bzw. Kontrollgremien der Klubs delegiert.

Die genannten Argumente, die gegen eine Mehrfachbeteiligung eines Investors sprechen, sind auch Gründe gegen eine Beteiligung von professionellen Fußballklubs an anderen professionellen Fußballklubs bzw. gegen eine Überkreuzbeteiligung (*Cross Ownership-Ban*). Ein Profiklub, der an einem anderen Profiklub derselben Liga die Mehrheitsbeteiligung hält, könnte außerdem talentierte Spieler kostenlos bzw. zu nicht marktgerechten Verrechnungspreisen abziehen. Im Extremfall hätte nach Fusionen bzw. Akquisitionen ein einziger Klub als Monopolanbieter auch keine Spielpartner mehr in der Liga, könnte keine Produkte mehr herstellen und sich nicht finanzieren (vgl. Neale 1964: 1 f.; Sutherland/Haworth 1986: 4). Die UEFA untersagt daher die Teilnahme am gleichen Wettbewerb, wenn ein europäischer Klub Anteile an einem anderen teilnehmenden europäischen Klub erworben hat (vgl. WZB-Bank/Deloitte & Touche 2001: 109).

---

<sup>167</sup> Abgesehen davon, dass der Gegner in der nächsten Runde einem „unehrlichen“ Kontrahenten gegenübersteht.

### 3 Fan-Investoren als wichtige Investorengruppen von Fußballklubs

Bevor auf die allgemein üblichen Kapitalbeschaffungsvarianten bzw. Finanzbeziehungen eingegangen wird, soll in diesem Abschnitt der besondere Typus und der ökonomische Wert des „Fan-Investors“ im Profifußball vorgestellt werden. Die Erfahrungen aus dem englischen Profifußball zeigen, dass Fußballklubs mit zunehmender Fokussierung auf renditeorientierte bzw. institutionelle Aktionäre die Interessen dieser wichtigen Anspruchsgruppen vernachlässigt haben.

Beim Fan-Investor handelt es sich um eine besondere Art eines *prinzipienorientierten Investors*. Prinzipiengeleitete Investoren verfolgen im allgemeinen moralische Anlageziele, wie z.B. ethische, religiöse, ökologische oder soziale Ziele, die den ökonomischen Prinzipien übergeordnet sind (vgl. Armbruster 2000: 74 ff.; Domini 1992: 5 ff.; Mächtel 1996: 62 f.). Die Wirtschaftswissenschaften haben sich erst sehr spät mit solchen Fragen der „Social and Ethic Investments“ beschäftigt.

Selbst in der Sportökonomik werden Fan-Investoren bisher weitestgehend ausgeblendet. Es gibt bisher kaum interdisziplinär geschulte Sportökonominnen, die auch sozialwissenschaftliche Ansätze (vgl. Brandmaier/Schimany 1998; Heinemann 1995; Väth 1994) heranziehen, um die oftmals starren Verhaltensannahmen der Ökonomen in den Vertragsbeziehungen zu durchbrechen. Doberenz (1980: 32 ff.) beschreibt zwar zum ersten Mal für den deutschsprachigen Raum das „Phänomen“ von prinzipiengeleiteten Fan-Kapitalgebern einer Fußball-Kapitalgesellschaft, die ihre Beteiligungsentscheidungen nicht aus Renditegesichtspunkten ableiten. Allerdings verwundert es, dass man den Typus des „Fan-Investors“ kaum weiter erforscht hat. Stattdessen orientierte man sich in der deutschsprachigen Sportökonomik an die neoklassisch geprägte US-amerikanische Sportökonomik, die weitestgehend das Konzept des gewinnmaximierenden, emotionslosen „Homo Oeconomicus“ auf den Profisport übertragen hat<sup>168</sup>.

Fan-Investoren treten in verschiedenen Varianten auf:

- (1) als Stadionzuschauer (vor allem Erlöse aus dem Verkauf von Dauerkarten), Käufer von Fan-Artikeln (Merchandising-Erlöse) oder Abonnenten von Pay-TV (TV-Erlöse). Damit leisten sie einen Beitrag zur Innenfinanzierung;
- (2) bei der Beteiligungsfinanzierung als „Fan-Aktionäre“;
- (3) als „Fan-Kreditgeber“ (i.d.R. Mezzanine-Kapital);
- (4) als Bürgen für Kredite (Off Balance-Finanzierung).

---

<sup>168</sup> Nur vereinzelt hat das Phänomen des nicht-renditeorientierten Klubeigentümers Eingang in die US-amerikanische Sportökonomie gefunden (vgl. z.B. Brower 1977: 79 ff.; Vrooman 1997a: 596 ff.; Zimbalist 1992: 93 f.).

Da die Motive aller Typen von Fan-Investoren i.d.R. dieselben sind, werden sie im Folgenden am Beispiel der „Fan-Aktionäre“ verdeutlicht. Die folgende Abgrenzung zwischen den emotional eingestellten Fan-Aktionären von den renditeorientierten Aktionären ist allerdings rein idealtypisch. Für die Kapitalvergabe dürfte in der Realität ein Mix aus verschiedenen Motiven ausschlaggebend sein.

### 3.1 „Fan-Equity“ als „Shared Emotional Investment“

Morris (1981) hat auf dem Gebiet des Fußballsports psychologisch-anthropologische Feldforschungen betrieben. Die Faszination des Fußballspiels begründet sich vor allem als eine abgewandelte Form des menschlichen (vor allem des männlichen) Jagdverhaltens sowie des rituellen Stammeslebens. Der erfolgreiche Torschuss wird symbolisch verglichen mit dem Erlegen einer Beute bzw. dem Tod eines Feindes (vgl. Morris 1981: 15 ff.). „Schlachtgesänge“ in den Stadien, das Bemalen der Gesichter in den „Stammesfarben“ des Klubs oder das Beschmücken der „Stammesanhänger“ (Fans) mit den Klubinsignien sind Ausdruck der gemeinsamen Verbundenheit zu einem bestimmten „Stamm“ (Klub) (vgl. Morris 1981: 233 ff.). Dementsprechend stellen der Kauf von Fanartikeln oder der Stadionbesuch Solidaritätsbekundungen der Fans für einen bestimmten Klub dar (vgl. Gorman/Calhoun 1994: 238; Hamil 1999: 4)<sup>169</sup>. Analog ist die Kapitalbeteiligungsentscheidung von Fußballfans an einem bestimmten Klub (*Fan Equity*) als *Shared Emotional Ownership* (vgl. Hamil 1999: 4 ff.; L’Elefant Bleu 1999: 206), also als Ausdruck einer solidarischen Verbundenheit der Fans zu einem bestimmten Klub, zu interpretieren (vgl. Doberenz 1980: 32). Allerdings können mit einer Anteilseignerschaft auch bestimmte ökonomische Vorteile verbunden sein, wie der verbilligte oder bevorrechtigte Bezug von Stadiontickets, Dauerkarten oder Gutscheinen für Fan-Artikel. Diese verstärken zusätzlich die Bindung der Fan-Investoren zum Klub (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 36). Um ihre soziale Verbundenheit zu einem Klub zu intensivieren und signalisieren, schließen Fan-Investoren i.d.R. mehrere Verträge mit einem Klub ab (Stadiontickets, Kauf von Fanartikeln, Pay-TV, Kapitalbeteiligung am Klub etc.) (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 53; Harverson 1998: 7; Lee 1999: 5). Ein einzelner Fan-Investor hat daher eine relativ große Hebelwirkung auf die Einnahmen eines Klubs.

Mit dem Erwerb und Halten von Fußballaktien stehen bei den Fußballfans soziale Integrationsbemühungen und eine emotionale Verbundenheit –, *Emotional Return on Investment*“– zu einer bestimmten Fußballgemeinschaft im Vordergrund und weniger renditegeleitete Beweggründe (vgl. Gorman/Calhoun 1994: 237; Hamil 1999: 4 f.). Fußballfans und damit auch Fan-Investoren haben ein spezifisches Interesse an einem bestimmten Klub (vgl. Hamil 1999: 4 f.; van der Burg 2001:

---

<sup>169</sup> Eine emotionale Bindung zu einem bestimmten Klub wird bereits im frühen Alter durch frühzeitige Prägung gelegt (z.B. über einen Lieblingsspieler oder aufgrund der Klubfarben), wobei die Treue zu einem bestimmten Klub oftmals ein ganzes Leben lang anhält (vgl. Conn 1997: 96; Hornby 1992: 15 ff.; Sir Norman Chester Centre for Football Research 1997: 3; Szymanski 1998: 52).



57). Einige englische Fußballfans erwerben Aktien-Urkunden als Souvenirs bzw. verwenden sie als „Wandschmuck“ (Hopt 1990: 784)<sup>170</sup>. Beteiligungstitel haben dann eher einen *Gebrauchs- als einen Tauschwert* „und werden in die gleiche Kategorie einzuordnen sein wie Vereinswimpel und ähnliche Güter, die eine starke Beziehung zu dem favorisierten Klub signalisieren“ (Doberenz 1980: 36). Ein analoges Beispiel für derartige Anomalien der Kapitalvergabe sind z.B. die Motive, die jemanden bewegen dürften, eine Aktie des Zoologischen Gartens in Berlin zu erwerben und zu halten. Dies ist sicherlich nicht der Fall, weil sich der „Investor“ von der Zoo-Aktie hohe Renditen verspricht, sondern weil in erster Linie bestimmte Sympathien zu der Institution Zoologischer Garten oder Affinitäten zu bestimmten Tieren bestehen (vgl. Hofer 2000: 5).

Nicht-monetäre Motive der Kapitalvergabe (vgl. Deloitte & Touche 1997: 35; Doberenz 1980: 32 ff.) sind damit auch das sportliche und wirtschaftliche „Wohlergehen“ des Klubs, dem der Fan sich sozial verpflichtet fühlt, aber auch Prestige und Einflussrechte der Fan-Kapitalgeber. *Reziproker Altruismus* (Elwert 1987: 312 f.) kennzeichnet die Vergabe von finanziellen Mitteln des Fan-Aktionärs aus einer Art Fürsorge für den Klub ohne Eigennutz und Erwartung direkter Gegenleistungen. Bei zu hohem Risiko und vergleichsweise geringer Rendite haben Kapitalbeteiligungen eher Subventions- oder Spendencharakter (vgl. Geis 1990: 88 f.). Es ist bekannt, dass bei der Spendenvergabe überwiegend das Zugehörigkeitsgefühl zu einer bestimmten sozialen Gruppe im Vordergrund steht. Kontinuierlich zufließende Spenden haben zwar bei professionellen Fußball-Bundesligaklubs eine immer geringere Bedeutung<sup>171</sup>. Spenden treten aber „getarnt“ auf, wenn Fan-Aktionäre Fußballaktien beziehen.

### 3.2 „Fan-Loyalität“ als Krisenschutz bzw. Mittel zur Cash Flow-Stabilisierung

Im Fußballsport gibt es besondere Mechanismen des Krisen- bzw. Versicherungsschutzes, die auf der Loyalität der Fans aufbauen (vgl. Szymanski/Kuypers 2000: 30 f.; Szymanski 1998: 50 ff.). Wenn die Finanzierungsrisiken aus den Spielerinvestitionen sowie die institutionellen Defizite in der Klubverfassung zu groß geworden sind, versagen nämlich rein marktliche Koordinationsmechanismen. Finanzierungsverträge zwischen Klubs und Investoren kommen dann möglicherweise nur über „nicht-ökonomische Austauschbeziehungen“ mit den Fan-Investoren zustande.

Fan-Kapitalgeber verbessern aus der Sicht der Klubs das Kapitalangebot und die Konditionen der Kapitalüberlassung. Die Möglichkeiten der südeuropäischen Klubs, eine größere Anzahl an Starspielern zu finanzieren, liegen *ceteris paribus* auch in der vergleichsweise größeren emotional

---

<sup>170</sup> In Deutschland besteht zwar seit 1998 keine Pflicht mehr, Papieraktien zu drucken. Borussia Dortmund bietet seinen Aktionären aus Gründen der Identifikation der Fans mit dem Klub dennoch ein gedrucktes Exemplar an (vgl. Borussia Dortmund 2000: 12).

<sup>171</sup> Es gibt aber einige außerordentliche Anlässe, in denen Fan-Investoren bzw. Mäzene einen drohenden Lizenzentzug von Fußballklubs durch den Ligaverband gerade noch durch finanzielle Zuwendungen abgewendet haben (vgl. Dietl/Pauli 2001: 95). Der 1. FC Magdeburg hat innerhalb von zwei Tagen eine Mio. DM Spendengelder von seinen Fans erhalten.

motivierten Finanzierungsbereitschaft der Fan-Kapitalgeber begründet (vgl. Galvin 2001: 18; Krieger 2001: 18).

Fanorientierte Großaktionäre könnten dabei die Rolle eines sogenannten „funktionalen Eigentümers“ übernehmen<sup>172</sup>. Ein funktionaler Eigentümer, z.B. ein bedeutender Fan-Kreditgeber, hat Interesse daran, dass ein Unternehmen überlebt und ist auch in der Lage dieses Ziel durchzusetzen. Der funktionale Eigentümer hat große Informations- und Einflussmöglichkeiten und damit die faktische Macht im Unternehmen. Er muss aber nicht gleich dem juristischen Eigentümer entsprechen bzw. Mehrheitseigentümer im Klub sein. Funktionale Eigentümer können z.B. auch im Aufsichtsrat eingebunden sein. Die Führungsrolle wird dabei mit anderen bedeutenden Kapitalgebern des Klubs abgesprochen.

Loyalität ist ein Substitut für langfristige Verträge, stabilisiert die Cash Flow-Erwartungen der Klubs und signalisiert Kapitalgebern und anderen Stakeholdern Vertrauen (vgl. Franck 1995: 215). Bei besonders treuen Fußballfans ist die Zuneigung zu einem bestimmten Klub weitestgehend unabhängig von der Tabellenplatzierung, eventuell unlauteren Machenschaften im Klub, von Spielerwechseln oder der Herkunft der Spieler (vgl. Stewart/Smith/Quick 1998: 59)<sup>173</sup>. Fan-Investoren leisten dabei quasi Einkommensversicherungen (vgl. dell’Osso/Szymanski 1991: 113; Szymanski 1998: 50 ff.). So hat zwischen den Jahren 1971 und 1990, in denen Manchester United sportlich nicht sehr erfolgreich gewesen war, das große Fanpotential von Manchester United dem Klub dennoch die höchsten Einnahmen und Investitionsausgaben der Liga ermöglicht (vgl. Szymanski/Kuypers 2000: 30 ff., 221 ff.; Szymanski 1998: 50 f.).

Beim Abstieg eines Klubs fallen die Fernseheinnahmen prozentual weitaus schneller als die Ticketeinnahmen, was ebenfalls für die Loyalitätsthese von Fußballfans spricht (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 52 f.; Szymanski/Kuypers 2000: 190 f.). Deloitte & Touche (2000: 52 f.) stellen bei den Stadionzuschauern der Klubs, die aus der Premier League abgestiegen sind, einen *Good Will* Effekt für die darauf folgende Saison fest. Fans und Konsumenten greifen für eine gewisse Zeit auf altbewährte „Marken“ zurück (vgl. Hamil 1999: 2), auch wenn die spielerische Qualität anderer Klubs bzw. Produkte besser geworden ist. Dieser Loyalitätseffekt lässt allerdings etwas nach, sollte der Absteiger in der ersten Saison nach dem Abstieg den sofortigen Wiederaufstieg nicht schaffen. Um loyale Fan-Kapitalgeber braucht ein Klub nicht mit anderen Klubs zu konkurrieren (vgl. Heister 1994: 86). Loyale Fans lassen sich nicht über den Preis- oder Qualitätswettbewerb eines Klubs abwerben (vgl. Branston/Cowling/Brown/Michie/Sugden 1999: 6 f.; Szymanski/Kuypers 2000: 186)<sup>174</sup>. Die

---

<sup>172</sup> Vgl. grundlegend zum „funktionalen Eigentümer“ Schmidt 1994: S-334 f.

<sup>173</sup> So sind z.B. auch italienische Fans des Formel-1 Automobilrennsports in erster Linie Anhänger der italienischen Automobilmarke Ferrari, auch wenn Fahrer anderer Nationen das Fahrzeug lenken.

<sup>174</sup> Auch mit dem breiten Pay-Per-View-Fernsehangebot, bei dem man auch in Deutschland die Spiele ausländischer Ligen verfolgen kann, ist bisher keine Substitution der Nachfrage zu den Spielen anderer Ligen eingetreten. Selbst die Zuschauer aus Ländern mit spielschwächeren Ligen bevorzugen den eigenen nationalen Fußball (vgl. Szymanski 2000b: 8 f.).

Nachfrage der Fußballfans wird als preisunelastisch eingeschätzt (vgl. Borussia Dortmund 2000: 46; Kubat 1998: 11 ff.). Werden die Ticketpreise oder Fernsehpreise erhöht, sind viele Fans immer noch bereit, diese zu bezahlen (vgl. Conn 1997: 96, 155; Szymanski/Kuypers 2000: 133 f.).

Dies führt zu einer Situation, in der ein Fußballklub quasi ein Angebotsmonopolist gegenüber seinen Fan-Investoren ist (vgl. Frampton/Michie/Walsh 2001: 7). Fußballfans haben hohe *Emotional Sunk Costs* investiert, die bei einem Klubwechsel verloren gehen würden. Dadurch sind die Fan-Investoren durch den Klub erpressbar geworden (vgl. Michie/Ramalingam 1999: 3 ff.). Loyale Fußballaktionäre können einen Fußballklub daher nicht glaubwürdig mit Exit drohen. Sie sind quasi *Captive Customers* (vgl. IMUSA 1998: 3; Conn 1997: 155; UBS 1997: 9).

Langfristig sind traditionsreiche, aus Großstädten stammende Klubs mit einem großen Fanpotential sportlich und finanziell am erfolgreichsten (vgl. Deloitte & Touche 1999: 63 f.; Szymanski/Kuypers 2000: 186). Der Auslastungsgrad von Fußballstadien -unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Stadiongröße-, die Anzahl der Mitglieder oder Fanclubs eines Klubs, die abgesetzten Dauerkarten oder die Häufigkeit der Besuche auf den Internet-Homepages geben Hinweise auf das Fan-Potential eines Klubs (vgl. Borussia Dortmund 2000: 40 ff.; Branston/Cowling/Brown/Michie/Sugden 1999: 8; Deloitte & Touche 1999: 16 f.). Ein weiterer Loyalitätsindikator ist der „Zuschauer-Spread“ eines Klubs während einer Saison. Ein hoher Spread könnte Indikator für eine geringe Fan-Loyalität sein und eine hohe Abhängigkeit der Umsatzeinnahmen von der Attraktivität der Gastklubs bedeuten (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 61).

#### **4 Innenfinanzierung i.e.S. (Selbstfinanzierung)**

In diesem Abschnitt wird auf die bedeutendsten Erlösquellen (vgl. 4.1) und Ausgabenpositionen (vgl. 4.2) eingegangen.

##### **4.1 Umsatzerlöse**

Thematisiert werden unter anderem die Möglichkeiten der Umsatzsteigerung sowie die Zeitstruktur der Erlöse. Desweiteren ist das Verhältnis zwischen fixen und leistungsabhängigen Komponenten wichtig in Hinblick auf die Möglichkeiten der Cash Flow-Stabilisierung.

Die Umsatzerlöse der achtzehn Klubs der Ersten Fußball-Bundesliga sind von 1,3 Milliarden DM in der Saison 1998/99 auf 1,57 Milliarden DM in der Spielzeit 1999/2000 angestiegen (vgl. Hertha BSC 2000: 12). Dabei teilen sich die Erlöse im Durchschnitt in der Saison 1999/2000 gemäß Abb. 34 wie folgt auf:

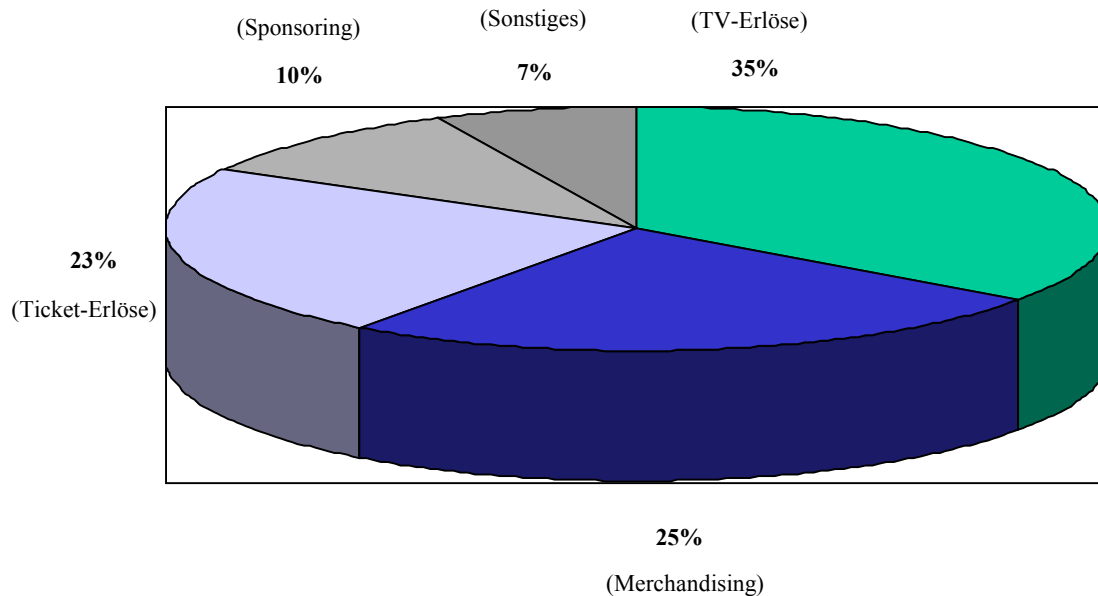


Abb. 34: Umsatzerlöse der Klubs der Ersten Fußball-Bundesliga in der Saison 1999/2000

Quelle: Vgl. Schulze (2000: 59)<sup>175</sup>

#### 4.1.1 Ticket-Erlöse

Ticket-Erlöse sind die „fußballnächsten“ Einnahmen (vgl. Daferner 2000: 18), weil sie unmittelbar beim Kerngeschäft eines Fußballklubs, beim Fußballspiel, anfallen. Bis zu Beginn der 80er Jahre hatten die Ticket-Einnahmen aus Stadionbesuchen noch nahezu 100% der Umsatzeinnahmen eines Fußballvereins ausgemacht. Bei den weniger diversifizierten, umsatzschwächeren Klubs, ist der relative Anteil der Ticketerlöse an den Gesamterlösen immer noch vergleichsweise größer (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 63).

Ticket-Einnahmen verlieren aber im Vergleich zu den anderen Erlösquellen zunehmend an Bedeutung. Ticket-Erlöse können nur begrenzt ansteigen, weil die Stadionkapazitäten begrenzt sind<sup>176</sup>. Die Spielräume der Erhöhung der Ticketpreise sind außerdem relativ gering, da die meisten Fußballfans über kein sehr hohes Einkommen verfügen (vgl. Väth 1994: 74 ff.). Da hohe Ticketpreise viele Fußballfans von einem Stadionbesuch abhalten würden, ginge damit auch ein Teil der

<sup>175</sup> Vgl. dagegen die Verteilung der Umsatzerlöse in der Saison 1996/1997, DG-Bank (1998: 7).

<sup>176</sup> In der Ersten Fußball-Bundesliga betrug die Stadionausslastung ca. 70% in der Saison 1999/2000, bei einer durchschnittlichen Zuschauerzahl von ca. 29.000 pro Spiel (WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 73).

notwendigen und für Investoren interessanten „Zuschaueratmosphäre“ verloren<sup>177</sup>. Eine „aufgeheizte“ Atmosphäre gegeneinander rivalisierender Zuschauerparteien in einem vollen Stadion spornt nicht nur die Leistung der Heimmannschaft an (vgl. Clarke/Madden 1988: 67 f.; Deloitte & Touche 1999: 16 f.; Deloitte & Touche 2000a: 59 ff.; Heinemann 1995: 41; Michie/Ramalingam 1999: 6; Váth 1994: 148, 156), sondern ist auch Grundlage dafür, dass weitere Verträge abgeschlossen werden (Sponsoren-, TV-Verträge, Verkauf von Merchandising-Artikeln etc.). Viele Fußballklubs, wie auch Borussia Dortmund, sind daher auch dazu übergegangen, „reine“ Fußballstadien mit einer, im Vergleich zu den großen „Olympiastadien“, geringeren Zuschauerkapazität zu errichten.

Ticket-Erlöse sind relativ unsichere Einnahmequellen, da sie von der Leistung eines Klubs, vom Wetter oder von alternativen Ereignissen kurzfristig beeinflusst werden (vgl. Cairns/Jennett/Sloane 1986: 22 f.; Parlasca 1993: 59 f.). Stadionzuschauer können flexibel auf Qualitätsänderungen reagieren. Mit den relativ kurzen „Vertragslaufzeiten“ von Stadionsickets und der kurzfristigen Entscheidung vor jedem Spiel, Eintrittskarten an der Stadionkasse oder im Vorverkauf zu erwerben, haben die Zuschauer Möglichkeiten, das Verhalten von Spielern und Managern zu disziplinieren. Sportliche Misserfolge schlagen sich damit auf die Erlösströme aus kurzfristigen Ticket-Verträgen schneller aus als auf die Erlöse aus langfristigen Vertragsabschlüssen (z.B. Fernseheinnahmen, Sponsorenverträge), insofern letztere nicht überwiegend leistungsabhängige Entgelte oder Ausstiegsklauseln enthalten.

Die meisten Klubs der Fußball-Bundesliga haben Einkommensschwankungen dadurch reduziert, dass diese Klubs fast nur noch *Dauerkarten* ausgeben (vgl. Borussia Dortmund 2000: 41)<sup>178</sup>. Dauerkarten sind gültig für die Heimspiele des Klubs für eine Saison. Bei Dauerkarten wälzt ein Klub das leistungswirtschaftliche Risiko während einer Saison auf die Dauerkartenkäufer ab. Wegen der großen Ticketnachfrage und Wartelisten für Dauerkarteninteressenten müssen diese i.d.R. den vollen Preis für die Dauerkarten binnen weniger Tage entrichten (vgl. WGZ-Bank 1999: 17). Erlöse aus Dauerkarten stellen daher sofort liquiditätswirksame „Kreditleistungen“ dar, die die Fans gegen eine Risikoprämie (Rabatt auf die Ticketpreise) an den Klub leisten (vgl. Michie/Ramalingham 1999: 6; Michie 1999: 9). Darüberhinaus binden Dauerkarten die Fans an den Klub und „garantieren“ eine „Mindest-Zuschaueratmosphäre“. Mit dem Kauf einer Dauerkarte hat der Käufer Sunk Costs getätigt (vgl. Woratschek 1999: 175), die sein Erscheinen bei den Heimspielen des betreffenden Klubs als wahrscheinlich erscheinen lassen.

---

<sup>177</sup> In England werden relativ teure Ticketpreise auch eingesetzt, um gewaltbereite „Fans“ (Hooligans) von einem Stadionbesuch abzuhalten.

<sup>178</sup> Von den ca. eineinhalb Milliarden DM Umsatz, die die achtzehn Klubs der Ersten Fußball-Bundesliga in der Saison 1999/2000 erwirtschafteten, sind den Klubs ca. DM 250 Mio. (hauptsächlich aus dem frühzeitigen Verkauf von Dauerkarten) bereits vor Saisonbeginn zugeflossen (vgl. o.V. 2000i: 126). Borussia Dortmund hat in der Saison 1999/2000 die meisten Dauerkarten (40.761) in der Fußball-Bundesliga verkauft (vgl. Borussia Dortmund 2000: 41).

### 4.1.2 TV-Erlöse

Die Verteilung von TV-Erlösen in der Fußball-Bundesliga, die Aufteilung zwischen fixen und variablen TV-Erlösen sowie die Vertragslaufzeit wurden bereits in Kapitel IV, 3.2.1 thematisiert. Die Wachstumsaussichten der Fernseheinnahmen begründen sich wie folgt:

- (1) TV-Erlöse wachsen im Vergleich zu Ticket-Erlösen schneller, weil die Absatzmöglichkeiten in Verbindung mit den TV-Übertragungsmöglichkeiten wesentlich größer sind. Im Verhältnis zur Produktion des Spielbetriebs, die hohe Fixkosten verursacht, kann die TV-Übertragung zusätzlicher Outputeinheiten nahezu kostenlos erfolgen (*Nicht-Rivalität* der Kosten bei der Produktion und beim Konsum des „sportlichen Wettkampfes“). Die TV-Übertragung von Spitzensportleistungen ähneln in dieser Beziehung Mautgütern (vgl. Kubat 1998: 32, 45).
- (2) Ca. alle drei bis vier Jahre schließt der Ligaverband neue Fernsehverträge mit den Fernsehanstalten ab. Mit den neuen Vertragsabschlüssen sind i.d.R. erhebliche Erlössprünge verbunden. So sind die Erlöse von 330 Mio. DM pro Saison („alter“ TV-Vertrag bis zur Saison 1999/2000) auf ca. 750 Mio. DM pro Saison beim „neuen“ TV-Vertrag ab der Saison 2000/2001 gestiegen (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 67). Während der Laufzeit der Ticketverträge ist die Höhe der TV-Einnahmen fix. Dagegen steigen i.d.R. die Ausgaben eines Klubs während dieses Zeitraums. Vor dem Abschluss des neuen Fernsehvertrags wird daher die Forderung der Klubs nach einem deutlich höher dotierten Vertrag zunehmen.

Durch die ständig steigenden Preise für TV-Übertragungsrechte (vgl. dazu Digel/Burk 1999: 22 ff.) sehen sich Medienunternehmen allerdings zunehmend größeren Schwierigkeiten bei der *Refinanzierung* ausgesetzt. Die meisten privaten Fernsehsender erwirtschaften aus dem Fußballgeschäft nur betriebliche Verluste<sup>179</sup>. Wegen der Insolvenz der *Kirch-Gruppe* im März 2002 ist zum Abschluss dieser Arbeit ungewiss, ob die Klubs der Fußball-Bundesliga die vertraglich vereinbarten TV-Raten erhalten. Ein Ausfall der TV-Gelder würde die Klubs in der Zweiten Fußball-Bundesliga vergleichsweise härter treffen, da sie im Durchschnitt ca. die Hälfte der Gesamteinnahmen aus TV-Geldern erhalten (vgl. Johnson 2002: 18)<sup>180</sup>.

- (3) Bei der Selbstvermarktung (dezentrale Vermarktung) der Free TV-Übertragungsrechte und dem damit verbundenen höheren Anteil leistungsabhängiger Entlohnung in der Fußball-Bundesliga, ließen sich für die Big Market Clubs höhere Einnahmen erzielen. Auch die zunehmenden

---

<sup>179</sup> Um Kunden für die nachfolgenden Programme zu gewinnen und aus Imagegründen der TV-Sender werden die Fußballübertragungen dennoch angeboten (vgl. Schellhaaß 2000b: 37).

<sup>180</sup> Im niederländischen Fußball standen den Klubs der Eredivision (Ersten Liga) in der Saison 1996/97 die Fernseheinnahmen für eine Saison nicht mehr vollständig zur Verfügung, nachdem das Medienunternehmen, das die Übertragungsrechte der Spiele gekauft hatte, in Konkurs gehen musste und die Schadensumme nicht vollständig versichert worden war (vgl. Madeja 1996: 23).

leistungsabhängigen Erlöse aus dem Pay-TV bzw. Pay-Per-View tragen zum Umsatzwachstum mit bei (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 65 f.). Allerdings werden bei der dezentralen Vermarktung die Verträge kurzfristig in Abhängigkeit von der aktuellen sportlichen Performance eines Klubs abgeschlossen. Da Fußballspiele Erfahrungsgüter sind, deren Qualität vor Vertragsabschluss nicht vorhergesagt werden kann, können dagegen die Rechtekäufer in einem System der zentralen TV-Vermarktung ihre Absatz- und Finanzierungsrisiken besser poolen (vgl. Franck/Jungwirth 1999: 125 f.; Hübl/Swieter 2000: 306; Kenney/Klein 1983: 497 ff.). Für den Erwerber von Fußballübertragungsrechten ist es sehr wahrscheinlich, dass sich einige qualitativ sehr hochwertige und spannende Spiele im Pool befinden. In regelmäßigen Abständen anfallende Fernsehraten bei der zentralen Vermarktung bedeuten daher kontinuierliche und langfristige Einnahmen für den Klub und damit eine größere Cash Flow-Stabilität (vgl. Kipker 2000b: 3; Interview Bayer Leverkusen 1999).

### 4.1.3 Merchandising

Mit Merchandising wird die Verwertung von Urhebernebenrechten bezeichnet (vgl. Böll 1996: 294). Die Höhe der Merchandisingeinnahmen aus dem Fan-Artikelverkauf ist in erster Linie abhängig von der Spielstärke, dem Bekanntheitsgrad eines Teams bzw. einzelner Spieler sowie den Marketingaufwendungen eines Fußballklubs.

Fan-Artikel sind identitätsstiftende Bindungsinstrumente an bestimmte Fußballklubs (vgl. Stahlschmidt 1999: 23). Der Vertrieb der Fan-Artikel erfolgt über Outlets wie Fan-Shops, Kataloge oder Internet<sup>181</sup>. Verkaufen die Klubs ihre Lizenzrechte, erhalten die Klubs von den Lizenznehmern neben der Verkaufsgebühr i.d.R. einen bestimmten Prozentsatz an den Umsatzerlösen. Eigenproduktion und Eigenverkauf der Fan-Artikel haben dagegen wegen der hohen Produktions-, Lager- und Vertriebskosten der Fußballklubs bisher kaum Gewinne eingebracht (vgl. Stahlschmidt 1999: 23; Interview Hannover '96 1999). Die Klubs der Fußball-Bundesliga beklagen zudem, dass ihnen durch „Produktpiraterie“ hohe Merchandisingeinnahmen entgehen.

Fan-Artikel ermöglichen Fußballklubs außerdem, sich bereits vor Saisonbeginn vorfinanzieren bzw. den Spieler zum Teil zu refinanzieren (vgl. Müller 2001b: 36). Dies kann z.B. der Fall sein, wenn Fußballklubs in der Presse bekanntgeben, dass sie einen bekannten Spieler verpflichtet haben, und anschließend Trikots mit dem Namen des Spielers verkauft werden<sup>182</sup>. Dadurch wird auch der Time Lag zwischen der Investition in einen Spieler und seinen Investitionserträgen verkürzt.

---

<sup>181</sup> Z.B. entwickelt, vermarktet und vertreibt Borussia Dortmund Merchandising-Artikel über seine 100%ige Tochtergesellschaft, den Sportartikelhersteller *gool.de sportwear GmbH* (vgl. Borussia Dortmund 2000: 17, 44 f.; WGZ-Bank 2000: 36).

<sup>182</sup> Fußballklubs wenden allerlei „legale Tricks“ an, um ihre Merchandisingeinnahmen zu steigern. Für Heim- und Auswärtsspiele gibt es z.B. Trikots mit unterschiedlichen Farben und Designs (vgl. FC Bayern München 1999).

Insbesondere englische Fußballklubs betreiben ein breit angelegtes *Affinitätsmarketing*, bei dem nicht nur materielle Fanartikel, wie Schals oder Wimpel, sondern mittlerweile auch eine ganze Reihe an Finanzdienstleistungsprodukten abgesetzt werden (vgl. Daferner 2000: 18). Englische Klubs bieten Lebensversicherungen und Pensionspläne<sup>183</sup> an, geben in Kooperation mit Kreditinstituten Sparbücher und Kreditkarten heraus, an denen die Klubs am Umsatz beteiligt werden (vgl. Schulze 2000: 59; Zöttl 2001: 102). Auch Bayern München bietet in Kooperation mit der Allianz-Versicherung Sparbücher und Versicherungsleistungen an (vgl. o.V. 2001m: 9). Fußballklubs vermitteln sogar über kooperierende Kreditinstitute Kredite an die Fans (vgl. Deloitte & Touche 1999: 23; WGZ-Bank 1999: 31). Es ist bekannt, dass mit einer Klubmitgliedschaft oft günstigere Bezugskonditionen von Eintrittskarten oder eventuell bevorrechtigte Zuteilungen von Aktien verbunden sind. „Neu“ ist dagegen, dass Fans über den Abschluss von solchen Finanzdienstleistungen über ihren Klub beim Bezug von Stadiontickets bevorzugt werden. Umgekehrt erhalten Fans eventuell nur Finanzdienstleistungen von einem mit dem Klub kooperierenden Kreditinstitut, wenn die Fans weitere Verträge mit dem Klub abschließen, wie z.B. den Bezug von Dauerkarten (vgl. WGZ-Bank 1999: 17, 31).

#### 4.1.4 Sponsoring

Beim Sponsoring wirbt ein Klub gegen Entgelt für die Produkte des Sponsors. Sponsoring beruht im Gegensatz zu Spenden und Mäzenatentum idealtypisch auf Gegenleistungen (vgl. McCarville/Copeland 1994: 103; Drees 1990: 7 ff.; Hermanns 1989: 5). Dabei setzt der Sponsor eines Fußballklubs auf einen glaubwürdigen Imagetransfer einzelner Fußballspieler, ganzer Fußballklubs und des Fußballsports auf das Produktangebot des Sponsors (vgl. Schellhaab/Enderle 2000: 65 ff.)<sup>184</sup>. Grundsätzlich kommen eine Vielzahl an unterschiedlichen Unternehmenstypen als Sponsoren von Fußballklubs in Frage (Automobilindustrie, Bekleidung, Finanzdienstleistungsunternehmen etc.).

Verträge zwischen Fußballklubs und Sponsoren sind unter Einhaltung bestimmter Auflagen zwischen den Klubs und den Sponsoren frei aushandelbar<sup>185</sup>. Der Sponsoringvertrag gehört zu den komplexen, gemischten (Kauf-)Verträgen, der Elemente verschiedener Vertragstypen enthalten kann. Dazu zählen unter anderem Lizenzverträge, Werbeverträge, Trikot- und Bandenwerbung, Kauf oder Miete von Business-Seats bzw. VIP-Logen (vgl. UFA Sports 2000a: 28; van der Schalk 1993: 209). Sponsorenverträge sind daher oftmals *verbundene Verträge*, die den Sponsor zur Nutzung einer

---

<sup>183</sup> „Durchschnittlich wird der Arbeitgeber acht mal gewechselt, der Klub hingegen nie. Daher, so die Argumentation, ist es sinnvoll, die Pensionszahlungen nicht wie bisher an den Arbeitgeber, sondern an den Klub zu leisten“ (WGZ-Bank 1999: 31).

<sup>184</sup> Umgekehrt findet auch eine Reputationsübertragung von bekannten Sponsoringmarken auf den Klub statt (vgl. Schellhaab/Enderle 2000: 66).

<sup>185</sup> Zu den Auflagen zählen bspw. das Werbeverbot für Alkohol (Ausnahme Jägermeister), Zigaretten oder sonstige gefährliche und anstößige Produkte (vgl. Müller 1991: 18 ff.).



ganzen Reihe an Optionen berechtigen, wie die Nutzung der VIP-Logen oder Begleitung des Klubs auf Auslandsreisen mit Festbankett nach dem Spiel (vgl. WGZ-Bank 2000: 29). Die Vielfalt an möglichen Sponsoringaktivitäten kann an dieser Stelle nicht erschöpfend wiedergegeben werden<sup>186</sup>.

Die Sponsoringeinnahmen der achtzehn Klubs der Ersten Fußball-Bundesliga betragen in der Saison 2000/2001 125,3 Mio. DM, unter Berücksichtigung der leistungsabhängigen Prämienzahlungen bis zu 143,7 Mio. DM (vgl. o.V. 2000b: 48). Sponsoring ist eine der Erlösquellen mit den größten Wachstumsaussichten. Z.B. liegt beim Trikotsponsoring laut einer von der Bayer AG in Auftrag gegebenen Studie der Werbewert der Fußballklubs höher als die Preise, die derzeit für das Trikotsponsoring bezahlt werden. Dabei hat ein Klub im oberen Tabellendrittel der Ersten Fußball-Bundesliga einen Werbewert zwischen 150 und 180 Mio. DM pro Saison. Bayer Leverkusen erhält mit ca. 13 Mio. DM in der Saison 2000/2001 vom Trikotsponsor „RWE“ weniger als 10% davon (Studie der Bayer AG zitiert in: Derichs 2001d: 38).

Nachstehend werden einige ausgewählte Sponsoring-Vertragsvarianten angesprochen.

### Sponsorenpools

Neben einem Hauptsponsor, der zumeist auch gleichzeitig der Trikotsponsor bzw. Ausrüster des Klubs ist, haben die meisten Bundesligaklubs noch Co-Sponsoren bzw. Nebensponsoren. In *Sponsorenpools* erwirbt ein ganzes Team an Haupt- und Co-Sponsoren das Recht, das Firmenlogo eines Klubs zu vermarkten.

Sponsoren und Co-Sponsoren spezialisieren sich im Pool auf bestimmte Teilvermarktungsaufgaben. In Sponsorenpools lassen sich (ähnlich wie bei anderen Co-Finanzierungsarrangements, z.B. Co-Venturing) Diversifikations- und Spezialisierungsvorteile miteinander verknüpfen. Die Klubs reduzieren durch *Diversifikation* auf mehrere Sponsoren ihre Abhängigkeit von einem Sponsor. Einige, in ihrer wirtschaftlichen Existenz bedrohte Bundesligavereine haben sich in der Vergangenheit aus Mangel an Kapitalbeschaffungsalternativen in gefährliche und einseitige Abhängigkeiten eines einzelnen Sponsors begeben.

Fußballklubs können mit einem diversifizierten Portfolio an Hauptsponsoren und Co-Sponsoren Transaktionskosten der Anwerbung senken (vgl. Hartman-Wendels 1987: 27). Von bekannten Sponsoren im Pool gehen positive Signalwirkungen auf weitere Investoren bzw. Sponsoren aus (Interview BFG-Bank 1999). Eine Risikobeurteilung der Investments durch reputierliche und spezialisierte Lead-Investoren signalisiert den potentiellen Co-Sponsoren, dass der Klub bereits auf seine „Sponsorenwürdigkeit“ hin überprüft wurde. Für Co-Sponsoren reduzieren sich die

---

<sup>186</sup> Z.B. Matchday Sponsoring, Werbung über die Anzeigetafel oder sogar Sponsoring von ganzen Stadien (vgl. Geffken 2001: 60 ff.; o.V. 2001n: 8). Die Vertragsvielfalt lässt sich am besten über die Internet-Homepages deutscher und englischer Klubs erfassen.

Beurteilungskosten ihrer Investments. Damit bestehen allerdings auch *Free Rider*-Anreize für die Co-Sponsoren.

Der Werbewert fällt für einen Sponsor umso höher aus, je erfolgreicher und bekannter ein Klub und seine Spieler sind. Insofern favorisieren Sponsoren eine Investitionspolitik, die die Wahrscheinlichkeit sportlicher Erfolge erhöht. Der Lead-Sponsor könnte den Klub dazu drängen, den Risikograd der Spielerinvestitionen zu erhöhen, um über die Erhöhung der Wahrscheinlichkeit sportlicher Erfolge den Werbewert zu erhöhen. Da Lead-Sponsoren zum Teil in den Führungs- bzw. Kontrollgremien der Klubs sitzen, könnte eine Einflussnahme auf diesem Wege erfolgen. Bei Fehlinvestitionen können die Sponsoren einen Teil der Kosten (z.B. Umsatzeinbrüche bzw. Reputationsverluste) auf die anderen Co-Sponsoren im Pool abwälzen.

Es ist zu bedenken, dass sich die meisten Sponsoren während einer Krise eines Klubs kaum loyal gegenüber dem Klub verhalten werden (vgl. Daferner 2000: 18). Bei Klubs, die aus der Zweiten Fußball-Bundesliga in die Erste Fußball-Bundesliga aufsteigen, stellt sich damit die Frage, ob sie die jahrelangen Beziehungen zu regionalen, „loyaleren“ Sponsoren aufrechterhalten oder auf lukrativere Angebote von überregional bekannten Sponsoren zurückgreifen sollen (vgl. Buchenau 2000: 54; Interview Cottbus 1999). Bei einem eventuellen sofortigen Wiederabstieg des Klubs besteht nämlich die Gefahr, dass die bekannteren, finanzkräftigen Sponsoren von ihrer Ausstiegsklausel Gebrauch machen werden und die loyalen, regionalen Sponsoren nicht mehr bereit sein werden, die Vertragsbeziehungen mit dem „abtrünnigen“ Klub wieder aufzunehmen.

### Business-Seats/VIP-Logen

Oftmals wird den Sponsoren eines Pools angeboten, Business-Seats bzw. VIP-Logen im Stadion zu beziehen<sup>187</sup>. Business-Seats und die Sponsorenbetreuung durch den Klub bieten den Sponsoren eine Repräsentationsplattform, um Geschäftskontakte zu knüpfen und auszubauen. Über relativ wenige VIP-Logen können verhältnismäßig höhere Umsätze als über eine Erhöhung der Preise auf „normalen“ Zuschauerplätzen erzielt werden. Beim HSV werden Business-Seats für 5.900 DM und die noch exklusiveren VIP-Logen zwischen 109.000 DM und 300.000 DM pro Saison vermietet (vgl. Ahlers 2001c: 36). Wenn Klubs ihre Business-Logen an Sponsoren für mehrere Jahre im voraus vermieten (vgl. Kapitel II, 3.5.2), dann fließen ihr nicht nur liquiditätswirksam finanzielle Mittel zu (Interview Deutsche Bank 1999), sondern sie versichern sich auch gegen das Einkommensrisiko eines Zuschauerrückganges in den nächsten Jahren und binden Kunden langfristig an den Klub. Die Pächter dieser gehobenen Kategorien an Sitzplätzen tragen allerdings das Risiko des Abstiegs des Klubs und eines entsprechenden geringeren Repräsentationswerts. Durch den zunehmenden Ausbau von „sterilen“ Business-Seats und VIP-Logen besteht außerdem die Gefahr, dass die Fan-Athmosphäre in den Stadien abnimmt.

---

<sup>187</sup> Bei den Erlösen aus den Business Seats bzw. VIP-Logen ist nicht ganz eindeutig abgrenzbar, ob sie zu den Sponsoringeinnahmen oder eher zu den Zuschauererlösen zu zählen sind (Interview HSV 1999).

### Sponsoring einzelner Spieler

Neben dem Sponsoring ganzer Fußballklubs besteht ein „neueres“ Finanzierungsmodell darin, dass die Klubs bzw. deren Sponsoren die Vermarktungsrechte an einzelnen Spielern erwerben.

Fußballspieler nutzen ihre Popularität, um Werbeeinnahmen aus privaten Werbeverträgen zu erzielen, wobei die Spieler aber i.d.R. nicht im Namen des arbeitgebenden Klubs Werbung betreiben dürfen. Spieler und Klub könnten ein Vielfaches an Werbeeinnahmen verdienen, wenn die Spieler im Namen des Klubs auftreten und die Einnahmen zwischen den beiden Parteien aufgeteilt werden (vgl. Irnberger 2000: 17)<sup>188</sup>.

### Entgeltbeziehungen und Ausstiegsklauseln

Die *erfolgsabhängigen, d.h. tabellenplatzabhängigen Sponsoringentgelte* machen durchschnittlich „nur“ ca. 11% der gesamten Sponsoringentgelte von 143,7 Mio. DM in der Saison 2000/2001 aus (vgl. WGZ-Bank 2000: 30; WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 78). Für einen hohen Anteil leistungsabhängiger Sponsorentgelte sprechen einige Gründe:

- (1) *Schwierige Leistungsbeurteilung*: Bei Sponsorenverträgen ergeben sich Probleme aufgrund der schwierigen Vorausehbarkeit sportlicher Erfolge (vgl. van der Schalk 1993: 21) und der Leistungsbereitschaft der Klubs. Deswegen werden die Entgeltleistungen zum Teil outputabhängig an vertraglich definierte Saisonabschlussplatzierungen gekoppelt (vgl. Borussia Dortmund 2000: 29). Neben einem Fixbetrag erhalten die Klubs Punktpremien pro Spieltag, gestaffelt nach bestimmten Tabellenplätzen, sowie Zuschläge für die Qualifikation für internationale Wettbewerbe (Interview Bayer Leverkusen 1999)<sup>189</sup>.
- (2) *Reputationsaufbau*: Aufgrund des großen Konkurrenzkampfes der Sponsoren um die knappe Anzahl an Bundesligaklubs möchten sich Sponsoren die Lizenzrechte möglichst durch den Abschluss langfristiger Verträge sichern. Langfristige Verträge ohne leistungsabhängige Entgelte reduzieren allerdings die Anreize der gesponsorten Klubs, in die eigene Reputation zu investieren. Wegen des Imagetransfers von Sponsorenleistungen bestehen damit auch Reputationsrisiken für

---

<sup>188</sup> Z.B. hat Real Madrid die Vermarktungs- und Werberechte einiger seiner Spieler käuflich erworben (vgl. Müller 2001a: 84 f.; Müller 2001b: 36). 20% dieser Rechte hat Real Madrid wiederum an eine spanische Bank verkauft (vgl. Müller 2001a: 85; o.V. 2000p: 6).

<sup>189</sup> Der Regionalligaverein *Fortuna Düsseldorf* hat in der Saison 1999/2000 mit seinen Sponsoren folgendes Abkommen abgeschlossen: Wenn der Klub am Ende der Saison keinen Tabellenplatz im oberen Mittelfeld erreichen oder sogar absteigen sollte, erhalten die Sponsoren ihr gesamtes Geld zurück. Umgekehrt haben die Sponsoren bei einem positiven Saisonverlauf noch eine Zusatzprämie zu zahlen (vgl. Schulze 2000: 59).

den Sponsor. Um das Reputationsrisiko der Sponsoren zu reduzieren, beinhalten Sponsorenverträge i.d.R. auch einseitige Ausstiegsklauseln, die der Sponsor ausüben darf. Je nach Vereinbarung können die Ausstiegsklauseln ausgeübt werden, wenn z.B. der Klub absteigt, einen vertraglich fixierten Tabellenplatz nicht erreicht, bei gewalttätigen Ausschreitungen von „Fußballfans“ (vgl. Szymanski/Kuypers 2000: 71) oder bei sonstigen Skandalen (Doping, Finanzskandale etc.), in die der gesponsorte Klub verwickelt ist.

- (3) *Investitionsanreize*: Die Investitionsanreize der Klubs können durch leistungsabhängige Sponsorentgelte gesteuert werden. Ein Risiko für die Sponsoren besteht aber darin, dass Sponsorenverträge nicht an die Arbeitsverträge zwischen einem Klub und seinen Spielern gekoppelt sind. Haben „Fußballspieler“ Ausstiegsklauseln in den Spielerverträgen durchgesetzt, müssen die Sponsoren befürchten, dass ihr Werbewert potentiell geringer ausfällt.
- (4) *Adverse Effekte*: Die Berücksichtigung der Risiken eines Sponsors könnte in der Form eines Abschlags auf das Fixentgelt erfolgen. Bei Kürzung der Entgelte setzen allerdings *adverse Effekte* ein. Die Wahrscheinlichkeit sportlicher Erfolge sinkt ceteris paribus durch die geringere Finanzkraft der Klubs, und damit sinkt auch der Werbewert der Sponsoren. Die Sponsoren werden daher versuchen, ihre Risiken durch Diversifikation auf mehrere Klubs zu poolen und anreizkompatible Sponsorenverträge mit leistungsabhängigen Entgelten und Ausstiegsklauseln anbieten.

#### 4.1.5 Sonstiges

Unter den sonstigen Erlösen fallen die Ablösesummen aus Spielerverkäufen sowie Einnahmen aus „fußballferneren“ Geschäftsaktivitäten. Die Umsatzsteigerungen der Fußball-Bundesligaklubs sind in den letzten Jahren zum großen Teil auf die verbesserte Vermarktung dieser „fußballferneren“ Geschäftsaktivitäten zurückzuführen (vgl. Szymanski/Kuypers 2000: 135).

Mit eigenen Fußballstadien lassen sich die gesamten Netto-Ticketerlöse und gegebenenfalls die Einnahmen aus der Vermietung des Stadions für Zusatzveranstaltungen (Boxwettkämpfe, Rockkonzerte usw.) vereinnahmen. In Stadionnähe entstehen zusätzlich Einkaufs-, Freizeit- und Dienstleistungszentren, Hotels, Gastronomien oder Konferenzfazilitäten (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 74).

Z.B. bietet Borussia Dortmund über eine Mehrheitsbeteiligung an der *B.E.S.T-Borussia Euro Lloyd Sports Travel GmbH* Reisebürodienstleistungen an, organisiert Fanreisen zu den Orten der Auswärtsspiele von Borussia Dortmund und veranstaltet Tagungen und Kongresse (vgl. Borussia Dortmund 2000: 45). Eine weitere Beteiligung hält Borussia Dortmund an der *Orthomed GmbH*. Diese stellt umfangreiche Konzepte zur medizinischen Rehabilitation und körperlichen Wiederherstellung bereit, unter anderem für die verletzten Spieler von Borussia Dortmund. Durch die Beteiligung des Klubs an der Gesellschaft profitiert Borussia Dortmund sogar noch von seinen

verletzten Spielern (vgl. Borussia Dortmund 2000: 45 f.)<sup>190</sup>. Bei Borussia Dortmund ist das Ziel der Geschäftsleitung, dass die Tochtergesellschaften der fußballverwandten Geschäftsbereiche zukünftig ein Drittel des Umsatzes beitragen werden (vgl. Eberle/Thylmann 2001: 56; Borussia Dortmunds Präsident Niebaum, in: Nacken/Thylmann 2001: 4 und Eberle 2000: 49). Die fußballnahen Geschäftsaktivitäten sollen dabei nicht nur einen Beitrag zur Renditesteigerung des Klubs leisten, sie sollen auch den Cash Flow stabilisieren.

#### 4.1.6 Verbundeffekte zwischen den Erlösquellen

Zwischen den einzelnen Geschäftsfeldern und Erlösquellen eines professionellen Fußballklubs sind *Synergieeffekte durch Verbundvorteile* zu berücksichtigen (vgl. Clarke/Madden 1988: 66; vgl. analog Rappaport 1999: 98 ff.).

- (1) *Optionswert*: Stadiontickets haben einen großen Optionswert, weil sie die Möglichkeit zu zusätzlichen Umsätzen eröffnen. Stadionzuschauer kaufen eventuell im Stadion Fan-Artikel oder kommen auf den Geschmack, sich eine Dauerkarte bzw. ein Abonnement bei einem Pay-TV Sender zuzulegen.
- (2) *Verbundeffekte zwischen Ticket-Erlösen und TV-Erlösen*: Zwischen Ticket- und TV-Erlösen bestehen im Grunde genommen adverse Beziehungen (vgl. Ashurst/Morris/Crisp 1997: 15 ff.; Findlay/Holahan/Oughton 1999: 7). Live-Übertragungen im Fernsehen halten möglicherweise viele Menschen von einem Stadionbesuch ab. Fußballklubs können allerdings wiederum über die Medien „kostenlos“ Werbung für einen Stadionbesuch machen (vgl. Deloitte & Touche 2000b: 14 f.; Kruse 2000: 16; Mullin/Hardy/Sutton 1993: 21; Szymanski/Kuypers 2000: 56).
- (3) *Verbundeffekte zwischen TV-Erlösen und Sponsoring-Erlösen*: Fernsehübertragungen setzen Sponsoren häufiger ins Bild und erhöhen deren Bereitschaft, lukrative Sponsoringverträge abzuschließen. Allerdings erreicht das Pay-TV im Gegensatz zum Free-TV nur das zahlungsbereite Publikum, und es wird befürchtet, dass sich Pay-TV eventuell negativ auf die Investitionsbereitschaft der Sponsoren auswirken wird (vgl. Kipker 2000b: 3).
- (4) *Impliziter Finanzausgleich*: Da die Einnahmen miteinander verbunden sind, ist mit der zentralen Fernsehvermarktung auch implizit ein partieller Finanzausgleich der daran gekoppelten Einnahmeströme verbunden (vgl. Schellhaaß 2000: 28 f.). Mit der Selbstvermarktung der Klubs würden sich somit Cash Flow-Schwankungen nicht nur auf die Fernseherlöse, sondern auch auf alle Umsatzerlöse, Kredite und Emissionserlöse eines Klubs verstärkt durchschlagen.

---

<sup>190</sup> Zu weiteren möglichen Geschäftsfeldstrategien europäischer Fußballklubs (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 75).

## 4.2 Abnahme der Selbstfinanzierungsspielräume durch wachsende Ausgaben

Im Gegensatz zu den Erlösen bestehen bei den Ausgaben professioneller Fußballklubs nur sehr vage Informationen. Es gibt drei große operative Ausgabenposten (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 81 ff.), die Spielergehälter, die Ablösesummen und die Ausgaben für den Spielbetrieb (z.B. Miete für das Stadion, Organisations- und Verwaltungskosten). Diese laufenden Ausgaben sollten möglichst durch den operativen Cash Flow des Klubs finanziert werden.

Spielergehaltssummen nehmen mit ca. 40 bis 50% den größten Anteil an den Gesamtausgaben eines Fußballklubs ein (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 81). In Deutschland ist der relative Anteil der Spielergehaltssummen an den Umsatzerlösen von 37,6% vor dem Bosman-Urteil auf ca. 44% in der Saison 1998/99 angestiegen (vgl. WGZ-Bank 2000: 32 f.). Detailliertere Angaben existieren für den englischen Profifußball: Die durchschnittliche *Wage/Turnover Ratio* aller 92 englischen Profiklubs beträgt für die Saison 1999/2000 sogar 69% (gegenüber 52% für die Saison 1994/95), wobei diese Kennzahl umso höher liegt, je weiter man sich in den Tabellenrängen bzw. Ligen hinunterbewegt (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 19 ff.; Deloitte & Touche 2000b: 18 f.; Deloitte & Touche 2001: 16 ff.; Lee 1999: 6; Szymanski/Kuypers 2000: 98)<sup>191</sup>. In den englischen Profiligen ist in der Saison 1999/2000 die Wachstumsrate für Spielergehälter mit 30,4% größer als die Wachstumsrate der Umsätze mit 22,2% (vgl. Deloitte & Touche 2001: 16). In den vier Spielzeiten zwischen 1994/95 und 1998/99 sind die gesamten Spielerausgaben in allen vier englischen Profiligen um 183% auf 555 Mio. Pfund angestiegen. Dagegen haben sich die Umsätze im gleichen Zeitraum „nur“ um 105% erhöht (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 33). Die kombinierten Spielerausgaben aus Ablösesummen und Gehältern sind in der Premier League im Zeitraum 1994/95 bis 1998/99 um 215% gewachsen, die Umsätze für den gleichen Zeitraum um 183% (vgl. Deloitte & Touche 2000b: 22).

Die Abnahme der Selbstfinanzierungsspielräume ist besonders dramatisch in den unteren Spielklassen. In der Saison 1997/98 haben 83% der Klubs der Division One, Two und Three Verluste im operativen Geschäft gemacht (vgl. Deloitte & Touche 1999: 18). Diese sogenannten *Gamblers* spekulieren durch hohe Spielerausgaben auf den Aufstieg (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 30; Deloitte & Touche 2001: 18 f.; Lee 1999: 3). Auch aus der Premier League abgestiegene Klubs haben Anreize, einen verhältnismäßig teuren Spielerkader in der First Division zu beschäftigen, um den schnellstmöglichen Wiederaufstieg zu schaffen (vgl. Deloitte & Touche 1997: 29 f.; Deloitte & Touche 1999: 11). Auf- und Abstieg haben eine große Hebelwirkung auf die Umsatzerlöse und auf die Zugangsmöglichkeiten zum organisierten Kapitalmarkt. Nach Deloitte & Touche (2001: 9) verdient ein Aufsteiger aus der englischen Division One in die Premier League in der Saison 1999/2000 mindestens 10 Mio. £ mehr.

Durch die geringeren Selbstfinanzierungsspielräume verschlechtern sich auch die Außenfinanzierungsmöglichkeiten der Klubs. Daher werden vor allem die kleineren Klubs

---

<sup>191</sup> In den Jahresabschlüssen der englischen Ligen wird allerdings nicht näher zwischen den Gehältern der Spieler und aller anderen Angestellten unterschieden (vgl. Deloitte & Touche 2001: 48).

gezwungen, zunehmend höhere Kredite bei den sog. „Fan-Kreditgebern“ aufzunehmen (vgl. Deloitte & Touche 2001: 39; Abschnitt 7 in diesem Kapitel).

## 5 Außenfinanzierung

Eine Außenfinanzierung über Eigenkapital benötigen Fußballklubs zumeist für außerordentliche Anlässe, wie für Erweiterungsinvestitionen oder Konkursabwendungen. Im Folgenden werden einige Varianten der Beteiligungsfinanzierung (vgl. 5.1 – 5.3) sowie Außenfinanzierung über Fonds (vgl. 5.4) im Profifußball behandelt.

### 5.1 Emissionserlöse aus dem Going Public

Um möglichst hohe Emissionserlöse aus dem Going Public (bzw. gegebenenfalls aus später folgenden Kapitalerhöhungen) zu erzielen<sup>192</sup>, sind einige Teilentscheidungen des Klubmanagements im Vorfeld eines Initial Public Offering (IPO) zu treffen (vgl. 5.1.1). Die Finanzierungsanreize der renditeorientierten Finanzinvestoren eines Klubs sind zudem abhängig von der laufenden Kursentwicklung nach dem IPO (vgl. 5.1.2).

#### 5.1.1 Einige Teilentscheidungen beim IPO von Fußballklubs

Einige wichtige Teilentscheidungen, die sich beim IPO eines Fußballklubs stellen, sind z.B.:

- Rechtsformwahl
- Kapitalherkunft und Kapitalverwendung
- Festlegung der Emissionspreisspanne (Bewertungsverfahren)
- Aktionärsstruktur nach dem IPO
- Sonstiges (z.B. Wahl des Börsensegmentes, Platzierungsverfahren, Free Float, Wahl des Emissionskonsortiums, Lock Up-Periode der Altaktionäre)<sup>193</sup>

Ein Beispiel für eine mangelnde IPO-Vorbereitung von Fußballklubs war der Hamburger Sport Verein, der im Jahre 1991 als erster deutscher Fußballklub über seine ausgegliederte Merchandisingabteilung versucht hatte, „Aktienkapital“ an ein breites Publikum zu platzieren (vgl. Claasen/Littmann 1991: 171 ff.; HSV Sport Aktiengesellschaft 1991). Die Lizenzspieler-Fußballabteilung bzw. der Gesamtverein blieben selber von der Umwandlung unberührt. Weil keine

---

<sup>192</sup> Bei Borussia Dortmund betrug der Nettoemissionserlös (abzüglich der Kosten für den Börsengang) ca. 131 Mio. € (vgl. Borussia Dortmund 2001).

<sup>193</sup> *Investor Relations* werden erst in 5.1.2 behandelt.

Bank bereit war, die äußerst spekulativen und kaum nachgefragten HSV-Aktien zu emittieren, kam ein Börsengang nie zustande. Es wurde auch kritisiert, dass der Ausgabepreis von 1.060 DM (selbst oder gerade) für die Fan-Anleger viel zu hoch angesetzt war (vgl. Segna 1997: 1902; WGZ-Bank 1999: 11; WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 58). Dem HSV gelang es dabei nicht mit Hilfe seiner Fans, Vereinsschulden in Höhe von damals ca. 36 Mio. DM abzubauen (vgl. o.V. 1991: 220 ff.). Zudem waren die vom HSV angekündigten Aktien im Grunde genommen kein „reinrassiges“ Eigenkapital (vgl. Lemke 1992: 76). Sie waren stimmrechtslos und hatten wegen der Laufzeitbeschränkung und festgelegten Verzinsung eher den Charakter einer Fremdkapitalanleihe.

Im Folgenden werden die oben aufgelisteten Teilentscheidungen beim IPO von Fußballklubs, mit Ausnahme des Punktes „Sonstiges“, kurz erläutert:

### Rechtsformwahl

Viele Manager deutscher Bundesligavereine favorisieren die GmbH & Co. KGaA, weil sie wegen der fehlenden Stimmrechte der Kommanditisten weitestgehend eine von Aktionären emotionsfreie Investitionspolitik durchführen können. Insbesondere Fan-Investoren beurteilen Spielerinvestitionen und –desinvestitionen sehr kritisch und emotional (vgl. Frampton/Michie/Walsh 2001: 33 f.; Väh 1994: 158 ff.)<sup>194</sup>.

Auch aus diesem Grund hatte die Borussia Dortmund Ballsportverein 09 e.V. (kurz: Borussia Dortmund) am 28. November 1999 auf der Hauptversammlung beschlossen, die Lizenzspieler-Fußballabteilung, zusammen mit der Amateurfußballmannschaft, der A-Jugend und der Damen-Handballmannschaft, in die *Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA* zu überführen. Der verbleibende Altverein Borussia Dortmund Ballsportverein 09 e.V. ist über eine GmbH der geschäftsführende und vollhaftende Komplementär der Gesellschaft (vgl. Borussia Dortmund 2000: 51 f.; vgl. auch Kapitel II, 4.1; Abb. 20 und 21). Die Rechtsform der KGaA lässt sich wegen des Stimmrechtsausschlusses und der Kontrollbeschränkungen der Kommanditisten sowie des Aufsichtsrates nur sehr schwer mit dem Shareholder Value-Grundsatz von Kapitalgesellschaften vereinbaren.

### Kapitalherkunft und Kapitalverwendung

Die *Kapitalherkunft* bzw. Innenfinanzierungskraft der Klubs der Fußball-Bundesliga wurde bereits in den Abschnitten 4.1 und 4.2 in diesem Kapitel erläutert.

---

<sup>194</sup> Um den kritischen Fragen der Fans auszuweichen, greifen Fußballklubs unter anderem auch auf unkonventionelle Methoden zurück. „Sunderland, for example, held its first annual meeting as a public company in London on the day of a match that many of its shareholder-fans would have attended in Bradford“ (Harverson 1998: 7).



Bei der *Kapitalverwendung* stehen den Klubs einige Optionen zur Verfügung (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 6 ff.):

- Investitionen in Spieler
- Investition in Sachkapital (Stadien, Trainingsfazilitäten etc.)
- Erwerb von Finanzbeteiligungen
- Abbau von Verbindlichkeiten

Die große Abhängigkeit des betrieblichen Cash Flows vom sportlichen Erfolg und die speziellen Risiken, denen börsennotierte Fußball-Kapitalgesellschaften ausgesetzt sind, erfordern einige Überlegungen, wie die Emissionserlöse verwendet werden sollten. Englische Klubs haben ihre Emissionserlöse weitestgehend für Investitionen in Stadien und für den Aufbau weiterer Geschäftsaktivitäten verwendet, um auch den Cash Flow zu stabilisieren. Die meisten Börsengänge englischer Klubs fanden aber vor dem Bosman-Urteil statt. Es ist nunmehr zu befürchten, dass bei den Börsengängen deutscher Klubs mit dem Großteil der Emissionserlöse Ablösesummen, Handgelder sowie Spielergehälter finanziert werden. Die ständigen Forderungen der Spieler nach Gehaltserhöhungen und die inflationäre Entwicklung der Ablösesummen lassen aber eine Finanzierung von Fußballspielern über Emissionserlöse bzw. Kapitalerhöhungen nicht ratsam erscheinen<sup>195</sup>.

#### Bewertungsverfahren zur Ermittlung der Emissionspreisspanne

Bei der Ermittlung einer Preisspanne setzen englische Klubs bisher überwiegend das Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF) ein (vgl. o.V. 2000e: 78 ff.; Süßmilch 2000: 85 ff.; WGZ-Bank 1999: 40 ff.). Die Bewertung von Fußballspielern als auch von Fußballklubs mit Hilfe des Discounted Cash Flow-Verfahrens, erweist sich aber als problematisch.

Bei *Fußballspielern* ergeben sich Bewertungsprobleme bei künstlerischen Leistungen und kospezifischen Teamleistungen bzw. Synergieeffekten im Team (vgl. Kapitel III, 3.1.5 und 3.2.3). Verschiedene taktische Systeme, wie Manndeckung oder Raumdeckung (zudem diese auch flexibel eingesetzt werden können) lassen sich nicht in Bewertungskalküle ausdrücken. Außerdem besitzen Fußballklubs mit Fußballspielern nicht nur „sichtbare“ Assets-in-Place, sondern eine ganze Reihe an „unsichtbaren“ Wachstumsoptionen (vgl. grundlegend zu Wachstumsoptionen Myers 1977: 147 ff.), d.h. Nachwuchsspieler. Hier könnte der Realoptionsansatz (vgl. z.B. Herter 1992: 320 ff.; Myers 1984: 127 ff.; Trigeorgis 1993: 202 ff.) bei der Identifizierung von Wachstumsoptionen Strategie-

---

<sup>195</sup> Borussia Dortmund hatte angekündigt, „nur“ 5-10 % der gesamten Emissionserlöse von ca. DM 300 Mio. DM für die Finanzierung von Profispielern bzw. Nachwuchsspielerinvestitionen auszugeben (vgl. Borussia Dortmund 2000: 13; WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 8). 40-60% der Emissionserlöse sollen dagegen in „fußballverwandte“ Geschäftsbereiche investiert werden (vgl. 4.1.5), mit dem Ziel, Erlöse zu generieren, die weniger abhängig sind vom kurzfristigen sportlichen Erfolg (vgl. Borussia Dortmund 2000: 44 ff.; Dahlke/Rott 2001: 8 ff.).

Hilfen liefern. Im Gegensatz zum DCF-Verfahren berücksichtigt der Realoptionsansatz, dass das Management aktiv werden kann und in verschiedenen Zeitabschnitten unterschiedliche Realoptionen ausüben bzw. generieren kann. Die monetäre Bewertung von Realoptionen ist allerdings problematisch, insbesondere auch, weil die meisten Autoren einen vollkommenen Kapitalmarkt unterstellen (vgl. Nippel 1996: 123 ff.).

Bei der Bewertung von *Fußballklubs* stellen sich unter anderem Schwierigkeiten bei der längerfristigen Cash Flow-Prognose. Bewertungsprobleme treten auch bei zunehmendem Anteil der sogenannten „New Economy“-Geschäftsaktivitäten eines Klubs auf. Es fehlen bisher Konzepte, die klub- und ligaspezifische Einflussfaktoren, wie die Marktgröße, finanzielle Quersubventionen, den Markennamen eines Klubs, Emotionen bzw. die Fanloyalität, berücksichtigen. Eine weitere Ergänzung zum DCF-Bewertungsverfahren wäre, dass sich deutsche Fußballklubs im Rahmen der sogenannten Branchenvergleichsverfahren an Peer Groups orientieren, wie englische Klubs oder Sportbekleidungs- und Medienunternehmen (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 97).

### Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur nach dem IPO hat unter anderem Auswirkungen auf die Governance-Qualität im Unternehmen und auch auf die Volatilität von Fußballaktien. In der Agency-Literatur wird die Aktionärsstruktur eines Unternehmens zumeist unter dem Blickwinkel diskutiert, welche Anreizwirkungen sich aus einer unterschiedlich großen Streubreite des Anteilsbesitzes ergeben (vgl. z.B. Jensen/Meckling 1976: 305 ff.). Im Folgenden werden zusätzlich die idealtypischen Ausprägungen „*fanorientierte Aktionäre*“ sowie „*renditeorientierte Aktionäre*“ betrachtet (vgl. Abb. 35).

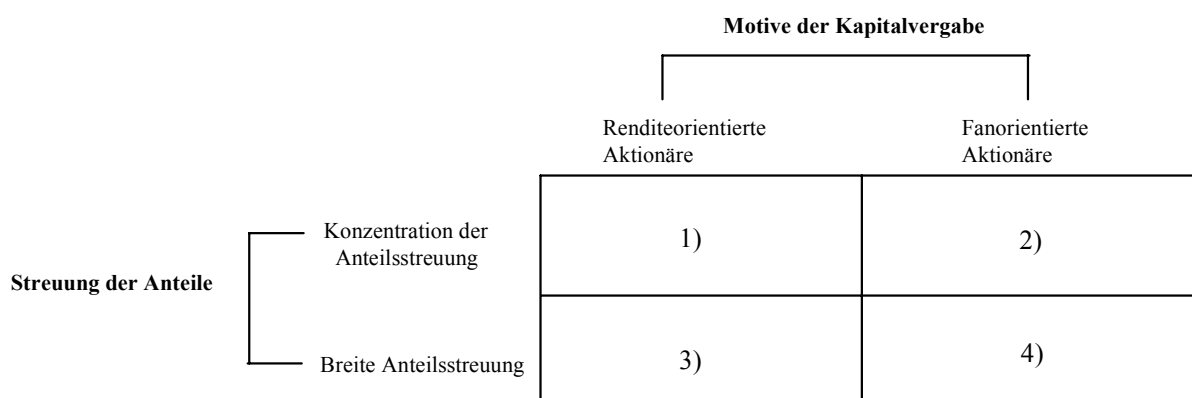


Abb. 35: Idealtypische Kombinationsmöglichkeiten aus „Streuung der Anteile“ und „Motive der Kapitalvergabe“

Quelle: Eigene Darstellung

- (1) *Konzentration der Anteilstreuung/Renditeorientierte Aktionäre*: Der Einzeleigentümer ist im deutschen Profifußball wegen der vom DFB festgelegten Majoritätsklausel von 50% und 1 Aktie für AGs ausgeschlossen. Die Aktionärsstruktur „renditeorientierte Großaktionäre“ wäre ein institutionelles Design, um die expansiven Spielerausgaben des Klubsmanagements zu dämpfen. Die Entscheidungsfolgen einer fehlerhaften Geschäftspolitik trägt der Aktionär in Höhe seiner Anteile am Klub (vgl. Franck/Müller 1998b: 123; Jensen/Meckling 1976: 312 ff.). Mit zunehmender Konzentration der Eigentumsrechte werden die Aktionäre immer mehr zu Inside-Kapitalgebern (vgl. Krahen 1991: 78) und können gezielten Einfluss auf die Entscheidungen des Managements nehmen. Die beiden englischen Klubs Leeds United und Manchester United, deren Corporate Governance in der Premier League als am besten eingeschätzt werden, haben einen konzentrierten Anteil an institutionellen Investoren von 80% bzw. 60% (vgl. Glendinning 1999: 6)<sup>196</sup>. Größere Fußballkapitalgesellschaften mit konzentrierten Eigentumsrechten haben i.d.R. verhältnismäßig geringe Wage/Turnover Ratios (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 20 f.; vgl. auch 4.2 in diesem Kapitel)<sup>197</sup> und damit eine bessere Ausgabenkontrolle.

Eine Blockbildung von Aktien durch Großaktionäre setzt das Management allerdings weitaus weniger der Gefahr einer Unternehmensübernahme und des Austausches aus als bei einer Publikumskapitalgesellschaft. Um Kontrollen von außen zu vermeiden, verzichten Großaktionäre gegebenenfalls darauf, profitable Investitionen mit externem Eigenkapital über weitere Kapitalerhöhungen zu finanzieren (vgl. McMaster 1997: 27 f.). Bei zu hoher Eigenbeteiligung von Aktionären und damit zu hohen beruflichen wie privaten Risiken haben die Großaktionäre Unterinvestitionsanreize (vgl. Adams 1991: 45).

- (2) *Konzentration der Anteilstreuung/Fanorientierte Aktionäre*: Fan-Großaktionäre wären in erster Linie nicht darauf aus, Gewinne zu erwirtschaften, sondern würden versuchen, durch hohe Spielerausgaben die sportlichen Erfolge zu maximieren (vgl. Michie 1999: 8; Szymanski/Kuypers 2000: 297). Indizien dafür sind die anhaltenden betrieblichen Verluste vieler italienischer oder englischer Klubs, bei denen die Eigentumsrechte vergleichsweise stark konzentriert sind und die noch wie Familienunternehmen geführt werden (vgl. Deloitte & Touche 1999: 29)<sup>198</sup>.

---

<sup>196</sup> Eine Übersicht der Aktionärsstrukturen englischer Klubs findet sich bei WGZ-Bank/Deloitte & Touche (2001: 136 f.). Die Aktionärsstruktur nach dem IPO von Borussia Dortmund setzt sich grob folgendermaßen zusammen: 71,7% institutionelle Anleger europaweit, 25% Privatanleger in Deutschland, 3% Fans und 0,3% im Rahmen eines Family & Friends Programms (vgl. Borussia-Aktie 2001).

<sup>197</sup> Manchester United hat mit einem Wage/Turnover Ratio von 38% das geringste in der englischen Liga in der Saison 1999/2000 (vgl. Deloitte & Touche 2000: 19).

<sup>198</sup> So hatte der englische Klub Blackburn Rovers, der stark von der Person des Fan-Eigentümers Jack Walker geprägt wird, in der Saison 1999/2000 mit einem Wage/Turnover Ratio von 172% das höchste aller englischen Profifußballklubs (vgl. Deloitte & Touche 2001: 18; Szymanski/Kuypers 2000: 17, 241 f.).

Die nicht-ökonomischen Leistungsziele der Fan-Aktionäre können nur dann verwirklicht werden, wenn die Kapitalanteile gehalten und nicht veräußert werden (vgl. Doberenz 1980: 133 f.). Das Halten der Fußballaktien durch den Altverein bzw. den Fan-Aktionären verringert die Börsenumsätze mit Fußballaktien und damit die Liquidität am Kapitalmarkt. Kursmanipulationen schlagen sich bei geringer Marktliquidität stärker auf die Aktienkurse aus. Bei geringer Fungibilität von Fußballaktien und großem Fan-Kapitalanteil werden außerdem die disziplinierenden Wirkungen der Kapitalmärkte teilweise ausgeschaltet.

- (3) *Breite Anteilstreuung/Renditeorientierte Aktionäre*: Eine 100% „atomistische“ Anteilstreuung wird –außer bei der KGaA- bei einer AG zwar durch die Majoritätsklausel des Ligaverbands verhindert. Das Klubmanagement könnte aber auch bei einer breiten Aktionärsstreuung und der damit einhergehenden Verdünnung der Property Rights die negativen Folgekosten einer fehlerhaften und prestigeträchtigen Spielerinvestitionspolitik auf die Aktionäre abwälzen (vgl. analog Jensen/Meckling 1976: 312 ff.; Demsetz/Lehn 1985: 1156). Kleinaktionäre haben wegen der hohen privaten Kontrollkosten nur schwache Kontrollanreize.
- (4) *Breite Anteilstreuung/Fanorientierte Aktionäre*: Wenn Fan-Kleinaktionäre ehrgeizige sportliche Leistungsziele finanzwirtschaftlichen Zielvorgaben vorziehen, entzieht sich das Klubmanagement dem Kapitalmarktdruck. Fan-Aktionäre würden auch Verschuldungen tolerieren, wenn über den Einkauf teurer Spieler die sportlichen Erfolge ihres Klubs maximiert werden können (vgl. Deloitte & Touche 1999: 12; Deloitte & Touche 2000a: 17; Dietl/Pauli 2001: 95; Glendinning 1999: 5; Markham/Teplitz 1981: 25 ff.; Michie/Ramalingam 1999: 3; Stewart/Smith/Quick 1998: 54). Ein hoher Anteil an Fan-Kleinaktionären signalisiert auch anderen Finanzinvestoren eines Klubs, dass das Management dazu neigen könnte, den Free Cash Flow für prestigeträchtige Investitionsprojekte zu verschwenden.

### **5.1.2 Einflussfaktoren auf die laufende Kursentwicklung bzw. Volatilität von Fußballaktien**

Nach dem IPO hängen die weiteren Außenfinanzierungsmöglichkeiten des Klubs auch von der laufenden Entwicklung der Kurse von Fußballklubs ab. Sinkende Aktienkurse können dabei als Signal für schlechte Managementqualität interpretiert werden. Eine hohe Kursvolatilität ist mit einem hohen Risiko für die Finanzinvestoren verbunden.

Zum Zeitpunkt des Abschlusses der Arbeit waren vierzig Klubs aus acht europäischen Ländern (England, Schottland, Italien, Deutschland, Niederlande, Schweiz, Dänemark und Portugal) an der Börse gelistet (vgl. o.V. 2001f: 17). Davon notieren gegen Ende 2000 die meisten Klubs unter ihrem ersten Emissionspreis (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 11 ff.). Dies wird überwiegend auf die schlechte Ertragslage bzw. die abnehmende Innenfinanzierungskraft der Klubs zurückgeführt.

Die nachstehende Graphik zeigt die langfristige Aktienkursentwicklung des seit 1991 an der London Stock Exchange notierten englischen Klubs Manchester United:



Abb. 36: Aktienkursentwicklung von Manchester United zwischen 1991 und 2002

Quelle: Onvista.de

Manchester United ist in den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts der Klub mit der größten Innenfinanzierungskraft und der sportlich erfolgreichste Klub in Großbritannien gewesen (vgl. Bayrische Landesbank 1997: 14 ff.; Deloitte & Touche 1996: 7 ff., 1997: 9 ff., 1998: 9 ff., 1999: 9 ff., 2000: 9 ff.; UBS 1996: 1 ff.). Der *langfristig* steigende Aktienkursverlauf bis zum Jahr 2000 und insbesondere der starke Kursanstieg zu Beginn des Jahres 1996, wird dadurch begründet, dass die Investoren wachsende Werbe- und TV-Erlöse in der englischen Fußball-Liga bzw. bei Manchester United erwarteten (vgl. Bayrische Landesbank 1997: 14). Seit dem Jahr 2000 hat aber eine starke Abwärtsbewegung des Aktienkurses eingesetzt, obwohl die gute nationale und internationale sportliche Performance von Manchester United angehalten hat und die Umsätze und Gewinne des Klubs sogar gesteigert werden konnten (vgl. Deloitte & Touche 2001: 12). Dies lässt darauf schließen, dass der Aktienkurs des Klubs einer starken Abwärtsbewegung des Gesamtmarktes folgt, der im Jahr 2000 eingesetzt hat<sup>199</sup>.

Einen negativen Trend seit dem Jahr 2000 zeigt auch der am 22. April 2002 gebildete *Dow Jones STOXX Football Index* (vgl. Abb. 37), der sich aus 33 aus börsennotierten europäischen Fußballklubs zusammensetzt (vgl. Dow Jones STOXX 2000a und 2000b sowie Kapitel IV, 2.5.5)<sup>200</sup>.

<sup>199</sup> Vgl. dazu die Charts „Dax 30-Xetra“ und „FTSE-100“ (Anlagen 3 und 4 im Anhang dieser Arbeit).

<sup>200</sup> Eine weiter zurückliegende historische graphische Zeitreihenanalyse des Dow Jones STOXX Football Index war nicht erhältlich. Eine graphische Darstellung des Indexes war zum Abschluss der Arbeit nur auf der Homepage der deutschen



Abb. 37: Dow Jones STOXX Football Index 1999 bis April 2002

Quelle: Bild.de

Auch die Aktienkurse von Ajax Amsterdam und Lazio Rom sind gefallen (vgl. Anlagen 5 und 6 im Anhang dieser Arbeit). Bei Lazio Rom ist der Aktienkurs nach dem IPO zunächst um ca. 150% gestiegen (Underpricing). Die fallenden Kursverläufe beider Klubs könnten -neben dem Abwärtstrend des Gesamtmarktes- damit zusammenhängen, dass die beiden Klubs die hohen sportlichen Erwartungen in den internationalen Wettbewerben nicht erfüllt haben.

Nach WGZ-Bank/Deloitte & Touche (vgl. 2001: 28, 103) werden Fußballaktien aber vom Gesamtmarkt (systematisches Risiko) bzw. von konjunkturellen Schwankungen vergleichsweise gering beeinflusst. WGZ-Bank/Deloitte & Touche haben für die börsennotierten europäischen Fußballunternehmen und deren Peer Groups (vor allem Medienunternehmen und Unterhaltungskonzerne) jeweils ein durchschnittliches Fußball-Beta von unter 1 kalkuliert (vgl. auch WGZ-Bank 2000: 53). Dies könnte ein Beleg für die Loyalitätsthese von Fan-Investoren sein. Auch in Zeiten wirtschaftlicher Rezession geht die Nachfrage nach Fußballsport kaum zurück. Die Chartverläufe der Klubs seit dem Jahr 2000 lassen jedoch nicht diese Schlussfolgerung zu.

Die insgesamt schlechte Kurs-Performance europäischer Fußballaktien könnte ihre Ursachen auch in den mangelnden *Investor Relations* der Klubs haben. Insbesondere Kleinaktionäre bzw. Fan-Aktionäre werfen dem Management englischer Klubs schon seit längerem eine schlechte Informations- und Kommunikationspolitik vor (vgl. Conn 1997: 167). Die Vorwürfe zielen dabei nicht auf spielerrelevante Informationen, sondern auf das oft wenig transparente Handeln des Managements. Es wird insbesondere beanstandet, dass in den meisten englischen Profiklubs keine Repräsentanten der Fan-Aktionäre im Board of Director's vertreten sind, selbst dann, wenn die Fan-Aktionäre bzw. Kleinanleger anteilmäßig die größte Anlegergruppe stellen (vgl. Michie/Ramalingam 1999: 1 ff.). Im

---

Zeitung „Bild“ abrufbar (vgl. Dow Jones STOXX 2002a). Die vertikale Achse gibt einen Indexwert wieder. Der Dow Jones Stoxx Football Index wurde bis zum 31.12. 1991 zurückdatiert und begann mit dem Indexwert von 100.

Rahmen der Investor Relations stellt sich unter anderem die Frage, welche (privaten) Informationen über Fußballspieler als kursrelevant angesehen werden und unverzüglich publiziert werden müssen (Ad hoc-Publizität nach § 15 WpHG)<sup>201</sup>. Zudem sollten Fußball-Kapitalgesellschaften nicht nur Unternehmensinformationen über den eigenen Klub, sondern auch bei eventueller Beteiligung des Klubs an anderen Gesellschaften Informationen über die gesamte Unternehmensgruppe veröffentlichen.

Es könnte aber auch eine ganze Reihe an Einflussfaktoren auf die langfristige Aktienkursentwicklung von Fußballklubs geben, die kaum wahrnehmbar sind. Dazu zählen z.B. die Marktgröße bzw. das Kunden-Einzugsgebiet eines Klubs oder Eigentümerrestriktionen. Insbesondere die Branchenregulierung und -aufsicht seitens der Fußballverbände „DFL“ bzw. „UEFA“ (vgl. Abschnitt 2 in diesem Kapitel) schränken die Verfügungsrechte und die Renditechancen der Aktien von Fußballunternehmen stark ein (vgl. Büch/Frick 1999: 113 ff.; Franck/Müller 2000a: 153 f.; Franck/Müller 2000c: 5). Verbandsrechtliche Regulierungen können auch den Unternehmenswert der Klubs mindern (erhöhen) (vgl. KPMG 2000: 26), wenn die Klubs durch finanzielle Quersubventionen in ihrer sportlichen und wirtschaftlichen Leistungskraft geschwächt (gestärkt) werden.

Die *kurzfristigen* Kursausschläge bei Fußballklubs sind insbesondere auf fußball- bzw. klubspezifische Informationen während einer Saison zurückzuführen. Die Bayrische Landesbank (1997: 14) deutet einige solcher Einflussfaktoren bei Manchester Untited an (vgl. Abb. 38).

---

<sup>201</sup> Z.B. sah es Borussia Dortmund kurz nach seinem Börsengang als notwendig an, die Krebserkrankung des Dortmunder Spielers Heiko Herrlich in der Öffentlichkeit bekanntzugeben (vgl. Reuter/Weinzierl 2000: 134 und Abb. 39 in diesem Abschnitt).

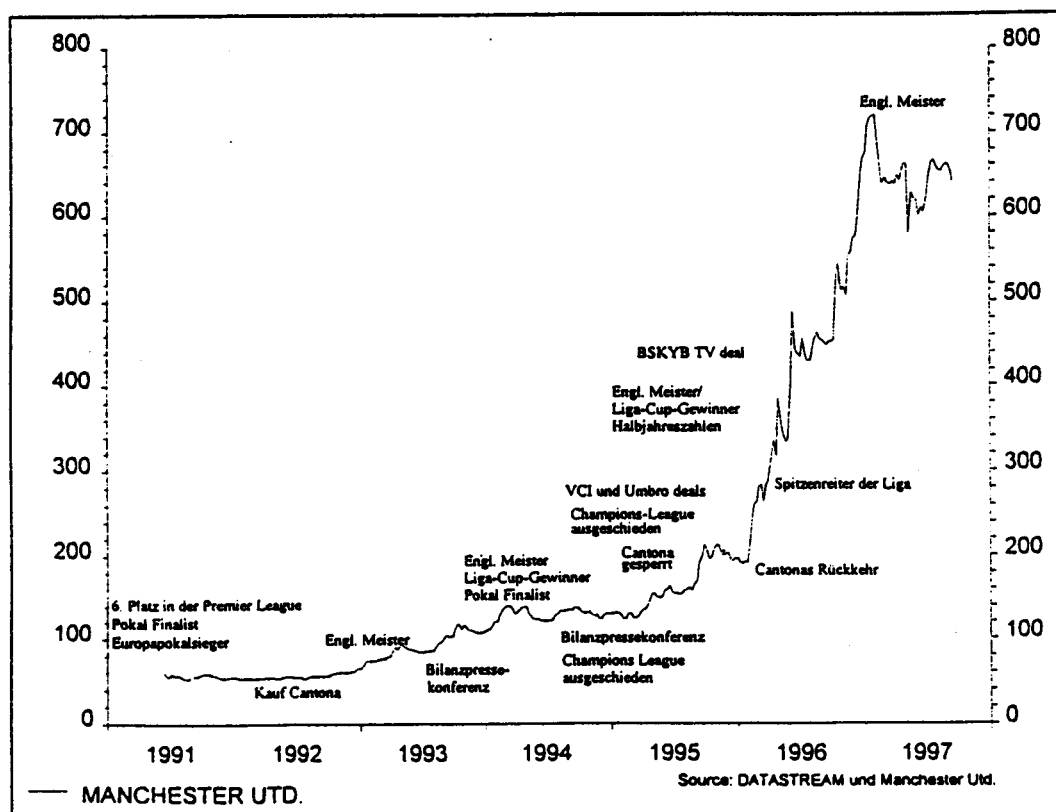


Abb. 38: Aktienkursschwankungen bei Manchester United zwischen 1991 und 1997

Quelle: Bayrische Landesbank (1997: 14)<sup>202</sup>

Größere und stärker diversifizierte Klubs, wie z.B. Manchester United, haben dabei vergleichsweise geringere Aktienkursschwankungen bzw. Cash Flow-Schwankungen als kleinere und weniger diversifizierte Klubs (vgl. Deloitte & Touche 1999: 59 f.; Dobson/Goddard 1998: 1641 ff.; Lehmann/Weigand 1998: 115). Einen signifikanten Kurseinfluss haben insbesondere Vertragsverhandlungen bzw. Vertragsabschlüsse mit Starspielern (vgl. WGZ-Bank 2000: 43 f.; WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 28 ff.)<sup>203</sup>. Die Aktienkurse aller europäischer Spitzenklubs sind auch relativ stark vom langfristigen sportlichen Erfolg abhängig, wie z.B. dem wiederholten Gewinn der englischen Meisterschaft oder der Teilnahme an internationalen Wettbewerben. Die Kurse werden dagegen aber vergleichsweise gering von den kurzfristigen, d.h. aktuellen Spielergebnissen,

<sup>202</sup> Leider sind in Abb. 38 einige Kursauschläge von der Bayrischen Landesbank nicht deutlich einzelnen kursrelevanten Ereignissen zugeordnet worden (z.B. „Bilanzpressekonferenz“). Außerdem hat es die Bayrische Landesbank versäumt, die vertikale Achse zu erläutern. Es ist zu vermuten, dass es sich dabei um Pfennige handelt (vgl. dazu den Chart von Manchester United in Abb. 36, bei dem auf der vertikale Achse britische Pence, GBp, abgetragen sind).

<sup>203</sup> Die Bayrische Landesbank führt hier z.B. „Cantonas Rückkehr“ auf. Eric Cantona war ein populärer Stürmer bei Manchester United.



beeinflusst. Bemerkenswert ist hier, dass sich Niederlagen stärker als Siege auf die Aktienkurse auswirken. Sportökonomien haben errechnet, dass bei einem Sieg am darauf folgenden Tag die Aktienkurse englischer Klubs durchschnittlich um ca. 1% steigen, bei einer Niederlage dagegen um 1,4% fallen (vgl. Renneboog/Vanbrabant 2000: 8).

Weitere Einflussfaktoren, die sich auf die Kurse von Fußballklubs auswirken könnten, sind externe „Katastrophen-Risiken“. So können z.B. bei Zuschauerausschreitungen der eigenen „Fans“ Fußballklubs von Ligawettbewerben ausgeschlossen werden<sup>204</sup>. Schiedsrichter-Fehlentscheidungen könnten den Abstieg von Klubs zur Folge haben<sup>205</sup>. Der Lizenzentzug bedeutet den Zwangsabstieg des davon betroffenen Klubs in die Amateurklasse.

Auch Dahlke/Rott (2000: 3 ff.) haben kurzfristig -d.h. unmittelbar folgender Handelstag nach einem Spiel- einen Zusammenhang zwischen sportlichem Erfolg und Aktienkursentwicklung bei Borussia Dortmund festgestellt. Mittelfristig, in einem Zeitraum von zwei Monaten, lässt sich dagegen ein Zusammenhang nicht nachweisen. Borussia Dortmund ist seit dem 31. Oktober 2000 im Amtlichen Handel der Deutsche Börse AG gelistet. Die Aktie fällt unmittelbar nach dem IPO des Klubs, obwohl der Klub sogar seine relative sportliche Performance verbessert hat. Die Aktie folgt eher dem Trend des Gesamtmarktes (vgl. Abb. 39). Der im Anschluss an den IPO fallende Kurs könnte auch mit einem zu hohen Emissionspreis (Overpricing) zusammenhängen (vgl. Dahlke/Rott 2000: 4).

---

<sup>204</sup> Nach den schweren Ausschreitungen englischer Hooligans im Brüsseler Heyselstadion im Jahr 1985 wurden daraufhin alle englischen Klubs von der UEFA für fünf Jahre von allen europäischen Wettbewerben ausgeschlossen.

<sup>205</sup> Damit die Finanzinvestoren größere Investitionsanreize haben, sollten der deutsche Ligaverband und die UEFA dafür sorgen, dass Profischiedsrichter bzw. *ingespielte Schiedsrichterteams* Fußballspiele leiten. Bisher ist dies im deutschen Profifußball nicht der Fall. Das Risiko von Fehlentscheidungen wird in den US-amerikanischen Ligen bereits mit Hilfe von Fernsehbeurteilungen während eines Spiels reduziert (vgl. o.V. 2000u: 21).

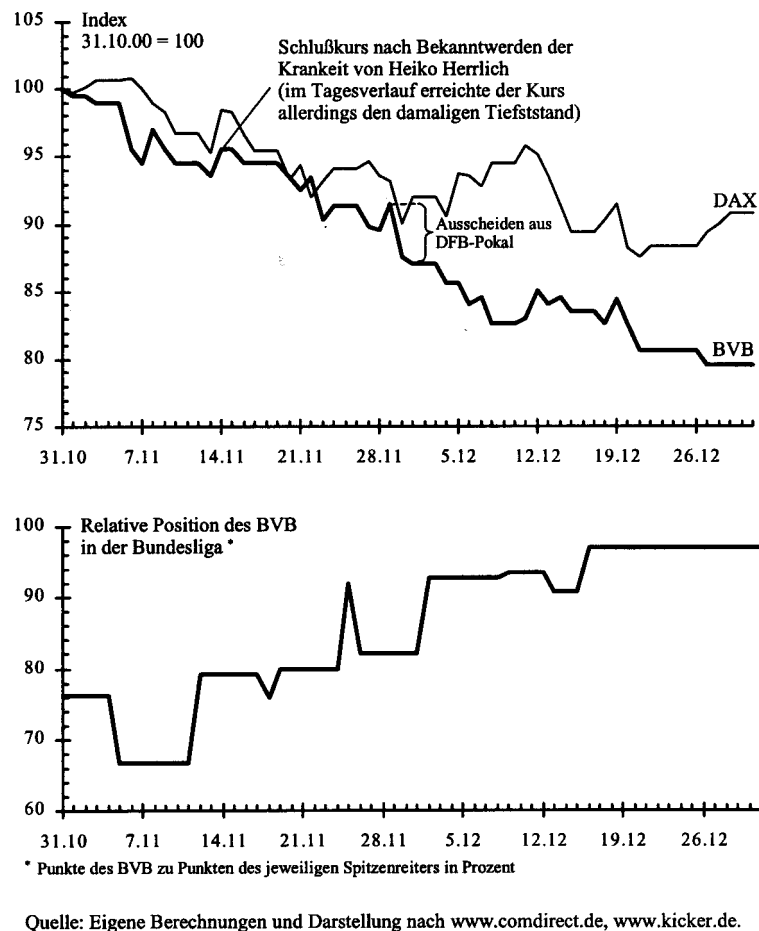


Abb. 39: Aktienkursentwicklung und sportliche Performance von Borussia Dortmund  
-31.10.2000 bis 31.12.2000-

Quelle: Dahlke/Rott (2000: 4)

## 5.2 Kapitalbeteiligung von Konzernen an Fußballklubs ohne Börsengang (Bsp. Bayer Leverkusen GmbH und die Bayer AG)

Eine Alternative zum Börsengang ist bisher bei zwei Klubs der Fußball-Bundesliga die Kapitalbeteiligung von Konzernen. Das bekannteste Beispiel ist die langjährige Vertragsbeziehung zwischen Bayer Leverkusen und der Bayer AG, das hier kurz vorgestellt wird. Ein ähnliches Kooperationsmodell besteht zwischen dem VFL Wolfsburg und dem Volkswagen-Konzern.

Bayer Leverkusen hat als erster Klub der Fußball-Bundesliga die Lizenzspieler-Fußballabteilung, die Regionalligamannschaft und die ältesten Juniorenmannschaften (A- und B-Jugendabteilungen) ausgegliedert und auf eine GmbH übertragen. An der ausgegliederten Abteilung ist die Bayer AG zu 100% beteiligt. Offiziell ist die Bayer Leverkusen GmbH eine werbetreibende Tochtergesellschaft der Bayer AG (vgl. Derichs 2001a: 60) und erhält von dieser Werbegelder. Die Aktivitäten der Bayer-AG

gehen jedoch weit über den Umfang eines „normalen“ Sponsors hinaus und können im weiteren Sinne der Beteiligungsfinanzierung zugeordnet werden.

Finanzielle Vorteile treten für die Bayer Leverkusen GmbH auf vier Wegen ein:

- (1) Erstens sind dem Klub Erlöse aus dem Verkauf der Anteile an die Bayer AG zugeflossen. Bayer Leverkusen hat seine Anteile allerdings für „nur“ 1,4 Mio. DM an die Bayer AG verkauft (vgl. o.V. 1999b: 16). Es ist daher anzunehmen, dass die Kapitalbeschaffung über den Verkauf der Klubanteile nicht im Vordergrund der Kooperationsbeziehungen zwischen Bayer Leverkusen und der Bayer AG gestanden hat<sup>206</sup>.
- (2) Die Bayer AG könnte finanzielle Mittel aufnehmen und diese an den Klub weiterleiten. Die börsennotierte Bayer AG würde die Kapitalbeschaffung sicherlich zu geringeren Transaktionskosten vornehmen als ein börsennotierter Fußballklub in der Lage wäre. Die große Finanzkraft italienischer Klubs begründet sich unter anderem aus der vertikalen Integration zwischen Fußballklubs und Konzernen<sup>207</sup>. Die Bayer AG betrachtet Bayer Leverkusen jedoch als eigenständiges strategisches Geschäftsfeld, das sich weitestgehend aus dem eigenen Cash Flow finanzieren soll. Zwar vergibt die Bayer AG offiziell keine direkten Finanzierungshilfen an Bayer Leverkusen. Die Bayer Leverkusen GmbH könnte aber seine Spieler über eine Erhöhung der Werbezuschüsse der Bayer-AG finanzieren (Interview Bayer Leverkusen 1999).
- (3) Direkte Investitionshilfen der Bayer AG reduzieren den Außenfinanzierungsbedarf des Klubs. Bayer Leverkusen unterhält -unter anderem über die brasilianische Filiale der Bayer AG- gute Kontakte zum brasilianischen Fußball (Interview Bayer Leverkusen 1999). Der Bayer-Konzern unterstützt Bayer Leverkusen bei der Verpflichtung ausländischer Spieler und der Investition in Trainingsfazilitäten. Der Bayer-Konzern finanziert eine eigene Fußballschule in Brasilien („Bayer do Brasil“) und unterhält Ausbildungs- und Scoutingnetzwerke.
- (4) Schließlich verbessert die Reputation der Bayer AG die Außenfinanzierungsmöglichkeiten der Bayer Leverkusen GmbH. Im Außenverhältnis signalisiert die langfristige Sponsorenbindung und 100%ige Beteiligung der Bayer AG am Klub den Finanzinvestoren Vertrauen. Bayer Leverkusen kann zudem auf das bewährte konzerninterne Informations-, Kontroll- und Risikomanagementsystem der Bayer AG zurückgreifen. Die Bayer-AG führt eine konzerninterne Revision bei der Lizenzspieler-Fußballabteilung durch. Die Bereitstellung von kaufmännischem

---

<sup>206</sup> Dagegen plant der FC Bayern München, nach Umwandlung des Klubs in eine AG höhere Erlöse aus dem Verkauf von 10% seiner Anteile an den Sportartikelhersteller Addidas zu erzielen. Bei einem geschätzten Börsenwert des Klubs von 1,5 Milliarden DM im Jahr 2001 würden dem Klub 150 Milliarden DM zufließen (vgl. Kramer/Wulzinger 2001: 161).

<sup>207</sup> Dies ist z.B. beim AC Mailand und Berlusconi Medienkonzern oder Juventus Turin und Agnelli Fiat-Automobilunternehmen der Fall. Dabei sind die Haupteigentümer der Konzerne oftmals auch institutionelle „Fan-Investoren“ ihrer Klubs.

Know How bei inländischen wie auch internationalen Finanztransfers wären mögliche weitere Vorteile (Interview Bayer Leverkusen 1999).

### 5.3 Kapitalbeteiligung von „Football Supporter Trusts“ an Fußballklubs (Beispiel „Northampton Town FC“)

Bei Beteiligungsmodellen von „Football Supporter Trusts“ an Fußballklubs in Großbritannien handelt es sich im Gegensatz zu den Konzernmodellen (vgl. 5.2) um Kapitalbeteiligungen von „Fan-Aktionären“, die sich in der Form eines treuhänderischen Sondervermögens organisieren. Diese Form der Außenfinanzierung wird in der Fußball-Bundesliga bisher nicht genutzt.

Football Supporter Trusts eignen sich i.d.R. nicht dazu, große Kapitalbeträge zu mobilisieren, sondern in erster Linie nur um mit Hilfe loyaler Fans Konkursverfahren abzuwenden. Eine Gelegenheit, dass sich im englischen Profifußball solche Treuhandvermögen bilden, ergeben sich daher auch zumeist bei drohenden Konkursverfahren und den daran geknüpften organisatorischen Restrukturierungsaufgaben der Fan-Investoren. Allerdings könnten Minderheitsbeteiligungen von Supporter Trusts an Fußballklubs auch zur Verbesserung der Investor Relations von Fußballklubs zu den Fan-Aktionären verwendet werden. Im Folgenden wird anhand des bekanntesten Football Supporter Trusts in England (Northampton Town FC) ein mögliches Vertragsdesign für deutsche Profiklubs aufgezeigt (vgl. Abb. 40).

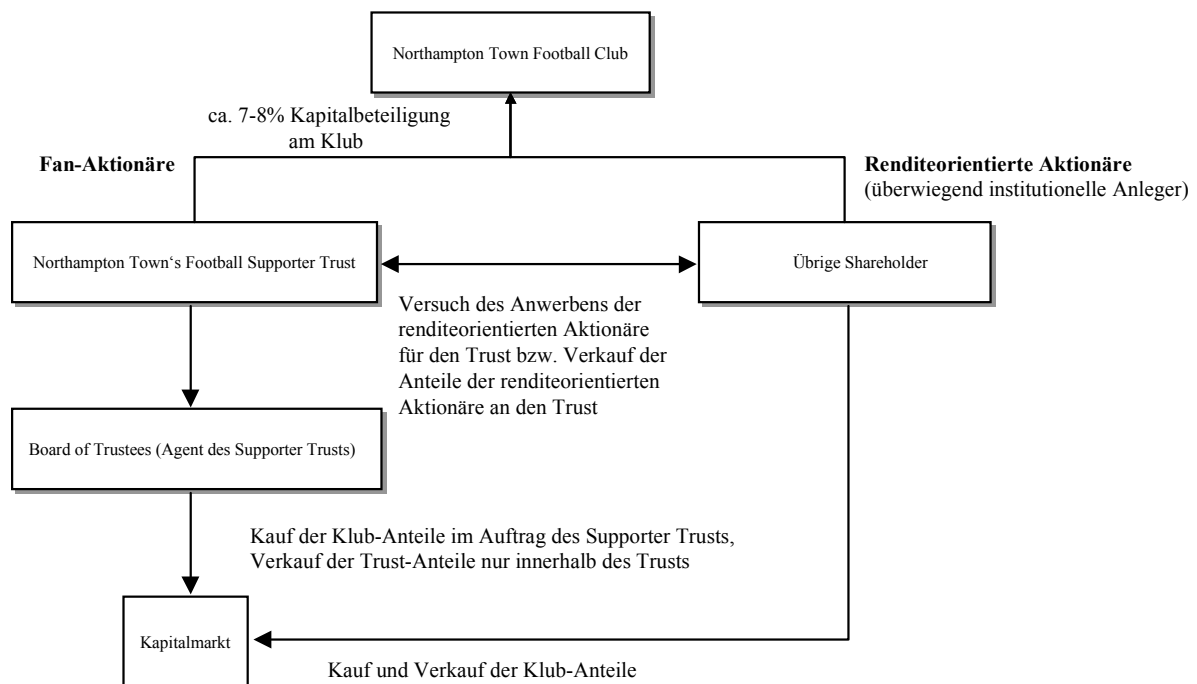


Abb. 40: „Supporter Football Trust“ des Northampton Town FC

Quelle: Eigene Darstellung

Der Northampton Town FC befand sich 1992 in der Third Division der englischen Football League. Zu diesem Zeitpunkt fehlten dem Klub 1,6 Mio. Pfund, um die drohende Zahlungsunfähigkeit abzuwenden. Fan-Investoren des Klubs brachten den fehlenden Kapitalbetrag auf. Neu an der Fan-Initiative in Northampton im Vergleich zu bisherigen Fan-Initiativen war, dass der Trust nicht bereit war, einfach Spendengelder an die für den Konkursantrag des Klubs verantwortlichen Managern zu überlassen. Die Fan-Investoren verlangten im Gegenzug einen Anteil am und Mitspracherechte im Klub (vgl. Frampton/Michie/Walsh 2001: 3, 10). Dabei wurde ein Block von Fußballaktien in Höhe von ca. 8% des Grundkapitals einem Fußball-Treuhandvermögen (*FC Northampton Trust*) zugeführt. Aus diesem Sondervermögen wurde ein Vertreter der Fan-Aktionäre in den Board of Directors des Klubs gewählt (vgl. Glendinning 1999: 7; Frampton/Michie/Walsh: 1; Lomax 1999: 196; Michie/Walsh 1999: 7). Der Director des Northampton Trusts nimmt sehr gezielten Einfluss auf die sozialen Bedürfnisse der Fans des Klubs (z.B. Ticketpreise) und auf die regionalen Besonderheiten des Klubs (vgl. Frampton/Michie/Walsh 2001: 21 ff.). Nach Einführung des Trusts stiegen die Anzahl der Stadionzuschauer und die Umsätze des Klubs (vgl. Lomax 1999: 199).

Der Football Supporter Trust ist eine Form der *Mutualization*, bei dem die Fans als Eigentümer und Kapitalgeber auf der einen Seite der Wertschöpfungskette und auf der anderen Seite als Kunden des Klubs stehen (vgl. Michie/Ramalingam 1999: 4, 6)<sup>208</sup>. Der FC Northampton Trust ist dabei nach innen genossenschaftlich und nach außen kapitalistisch organisiert. Die Stimmrechte sind nach dem Prinzip „one Man, one Vote“ verteilt (vgl. Bourke 1999: 3; Lomax 1999: 200).

Ziel des Trusts ist eine 100%ige Trust-Beteiligung am Klub. Zumindest sollen aber mit einer Minderheitsbeteiligung mögliche Übernahmeentscheidungen blockiert werden können (vgl. Michie/Walsh 1999: 5, 8). Die Anteile des Klubs kauft der Trust über den Kapitalmarkt auf und teilt den Aktionären Trust-Anteile zu (vgl. Michie/Walsh 1999: 5; Michie/Ramalingam 1999: 7 f.). Die Fan-Aktionäre übertragen dabei ihre Stimmrechte und die Handlungsvollmacht einem Treuhänder. Dieser Board of Trustees handelt als Agent des Trusts bei Aktienkäufen bzw. -verkäufen und verwahrt auch die Anteile des Klubs im Namen der Supporter Owners. Dadurch wird der Anteilshandel der Trust Members kontrolliert. Außerdem werden über den zentralen Bezug von Wertpapieren über den Agenten Transaktionskosten eingespart.

Die Mitglieder des Trusts, die ihre Trust-Anteile verkaufen möchten, können dies nur innerhalb des Treuhandvermögens tun (vgl. Michie/Ramalingam 1999: 8). Dadurch soll verhindert werden, dass der Anteil des Trust-Vermögens am Klub sinkt. Ein weiteres Merkmal des Football Supporter Trusts sind Restriktionen der Dividendenausschüttung. Die Dividenden der Fan-Shareholders werden nicht in bar ausgeschüttet, sondern gutgeschrieben und automatisch in den Kauf zusätzlicher Anteile des Klubs

---

<sup>208</sup> Formen von *Mutualization* sind bei Finanzdienstleistungen bekannt, bei denen die Kunden auf der „Beschaffungsseite“ sowohl finanzielle Mittel dem Finanzinstitut bereitstellen, als auch auf der „Absatzseite“ Kredite vom Institut in Anspruch nehmen (vgl. Michie 1999: 9).

reinvestiert (vgl. Shareholders United 2000: 11). Möchte der Anleger stattdessen doch lieber über eine Bar-Dividende verfügen, kann er die bezogenen Trust-Anteile in Höhe der Dividende an die Trust Members verkaufen (vgl. Michie/Walsh 1999: 5 f.).

Der Northampton-Trust hat den Startschuss zu einer „Welle“ von weiteren Supporter Trusts ausgelöst<sup>209</sup>. Verschiedene Supporter Trust Organisationen haben sich über die staatliche Initiative *Supporters Direct* zu einem netzwerkähnlichen Interessenverbund zusammengetan (vgl. Frampton/Michie/Walsh 2001: 4, 8).

Allerdings sind mit solchen Supporter Trusts auch einige *Probleme* verbunden bzw. bleiben einige Fragen offen:

- (1) *Schnittstellenprobleme zwischen Supporter Trust und Klub*: Abgesehen von der Kapitalbeteiligung des Trusts ähneln Football Supporter Trusts der deutschen Rechtsform des eingetragenen Vereins samt seiner Probleme. Durch das Aufeinandertreffen von unterschiedlichen Zielsetzungen von institutionellen Investoren und Fan-Aktionären können sich vergleichbare Schnittstellenprobleme ergeben (vgl. Kapitel IV, 2.2).
- (2) *Agency-Probleme innerhalb des Supporter Trusts*: Es können Agency-Probleme zwischen dem „Fan-Manager“ im Board of Trustees und den Fan-Investoren auftreten. Supporter Trusts entwickeln mit der Zeit ein „Eigenleben“ und eigene Ziele, die sich von den Vorstellungen der Fan-Investoren immer mehr entfernen können (vgl. Frampton/Michie/Walsh 2001: 13 ff.). Solche Supporter Trusts können z.B. nicht überleben, ohne ein Mindestmaß an finanzwirtschaftlichen Kalkülen zu berücksichtigen, die aber möglicherweise den ideellen Zielsetzungen der Mitglieder des Supporter Trusts widersprechen.
- (3) *Unorthodoxe Unternehmensverfassung*: Es ist anzunehmen, dass institutionelle Aktionäre oder Banken Vorbehalte gegenüber Football Trusts haben, weil sie diese als unorthodoxe und wenig transparente Verfassungskonzepte betrachten<sup>210</sup>. Zudem sind die Manager dieser Trusts ehrenamtlich tätig (vgl. Frampton/Michie/Walsh 2001: 12, 19; Kapitel IV, 2.4).
- (4) *Geringe Attraktivität für die renditeorientierten Aktionäre*: Der zunehmend steigende Kapitalbedarf von Fußballklubs dürfte über die Aufbringung finanzieller Mittel über die Fan-Aktionäre alleine nicht zu decken sein. Es ist nicht sehr wahrscheinlich, dass es zu einer vollständigen Mutualization kommt (vgl. Michie/Walsh 1999: 4). Dazu müssten die Altaktionäre bewegt werden, ihre Anteile am Klub an den Trust zu verkaufen (vgl. Michie/Ramalingam 1999:

---

<sup>209</sup> Ähnliche Trust-Mechanismen findet man z.B. auch beim FC Bournemouth sowie Chesterfield vor. Bournemouth gehört zu 51% einem Supporter Club, nachdem der Klub sich im Konkursverfahren einem vergleichbaren Restrukturierungsprozess wie Northampton Town FC unterziehen musste (vgl. Conn 1997: 241, 294; Dempsey/Reilly 1998: 207 ff.). Am Third Division Klub Chesterfield ist ein Supporter Trust sogar zu 78% beteiligt (vgl. o.V. 2001k: 7).

<sup>210</sup> Vgl. analog zu der Wirkung unorthodoxer Verfassungskonzepte auf Kapitalgeber Geis 1990: 29, 74 ff.

7 f.). Für die renditeorientierten Aktionäre ist aber ein solcher Trust mit den stark „verdünnten“ Eigentumsrechten der Anteile nicht sehr attraktiv. Da die Anteilseigner eines solchen Trusts keine Gewinne über den Verkauf ihrer Anteile auf dem Kapitalmarkt realisieren dürfen, aber die vollen Verluste tragen, findet eine „Kapitalneutralisierung“ (vgl. analog dazu Geis 1990: 87 ff.) statt. Bei nicht transferierbaren Gewinnaneignungsrechten haben die Anteilseigner kein Interesse an langfristigen Investitionen des Klubs (vgl. Hansmann 1996: 79 f.; Jensen/Meckling 1979: 481 ff.), wie z.B. Investitionen in die Nachwuchsarbeit<sup>211</sup>.

- (5) *Mangelnde Finanzkraft der Fan-Aktionäre*: Seit dem Zeitraum seiner Gründung im Jahr 1992 bis zum Jahr 2001 ist der Gesellschafteranteil des Supporter Trusts an Northampton Town FC kaum gewachsen (vgl. Frampton/Michie/Walsh 2001: 1). Die i.d.R. nicht sehr vermögenden Fan-Aktionäre müssten sehr große Kapitalbeträge aufbringen, um die Aktien von den bestehen Aktionären aufzukaufen. Zumeist bleibt es bei einer partiellen Mutualisation in der Form von Supporter Trusts (vgl. Michie/Ramalingam 1999: 7 f.). Der Übergang eines deutschen Bundesligavereins in eine solche Unternehmensform wäre dagegen einfacher. Bei der ausgegliederten AG oder GmbH liegt de facto bereits eine partielle Mutualisation vor, weil der Altverein zu „50% und 1 Aktie“ an der ausgegliederten AG bzw. GmbH beteiligt sein muss.
- (6) *Bewertungsprobleme der Anteile*: Es bleibt die Frage offen, wie die Trust-Anteile bewertet werden, weil die Trust-Anteile am Klub nicht an einer „liquiden“ Börse gehandelt werden (vgl. Michie/Walsh 1999: 5). Wenn keine fortlaufende Preisfeststellung stattfindet, werden auch keine Kapitalmarktsignale für die Qualität des Trust- und Klubmanagements gesendet. Das Halten der Trust-Aktien schränkt zudem die Kapitalmarktliquidität ein.

## 5.4 Diverse Fondskonzepte

Fonds unterscheiden sich von den bisher dargestellten Vertragsbeziehungen darin, dass die Finanzinvestoren keine Verträge mit dem Klub abschließen, sondern sich an einem zwischen Investor und Klub vorgeschalteten Fonds beteiligen. Fonds bieten Fußballvereinen die einzige Möglichkeit der Außenfinanzierung.

Im Profifußball können Fondstypen in „nicht-verwendungszweckgebundene“ Fonds (vgl. 5.3.1) und „verwendungszweckgebundene“ Spielerfonds (vgl. 5.3.2 bis 5.3.4) unterschieden werden. Spielerfonds sind für die Fondsanleger sehr riskante Investments. Bei einer direkten Beteiligung der Kapitalgeber an einem Spielerfinanzierungsfonds schlägt sich das Humankapitalfinanzierungsrisiko voll auf die Kapitalgeber durch, während es bei einer Klubfinanzierung durch die Diversifikation in weitere Geschäftsaktivitäten des Klubs abgedeckt werden kann (vgl. Abb. 41).

---

<sup>211</sup> Bei arbeiterselbstverwalteten Firmen ist dies auch als *Horizonte-Problem* bekannt (vgl. Geis 1990: 89; Jensen/Meckling 1979: 481 ff.; Meran 1986: 82 f.).

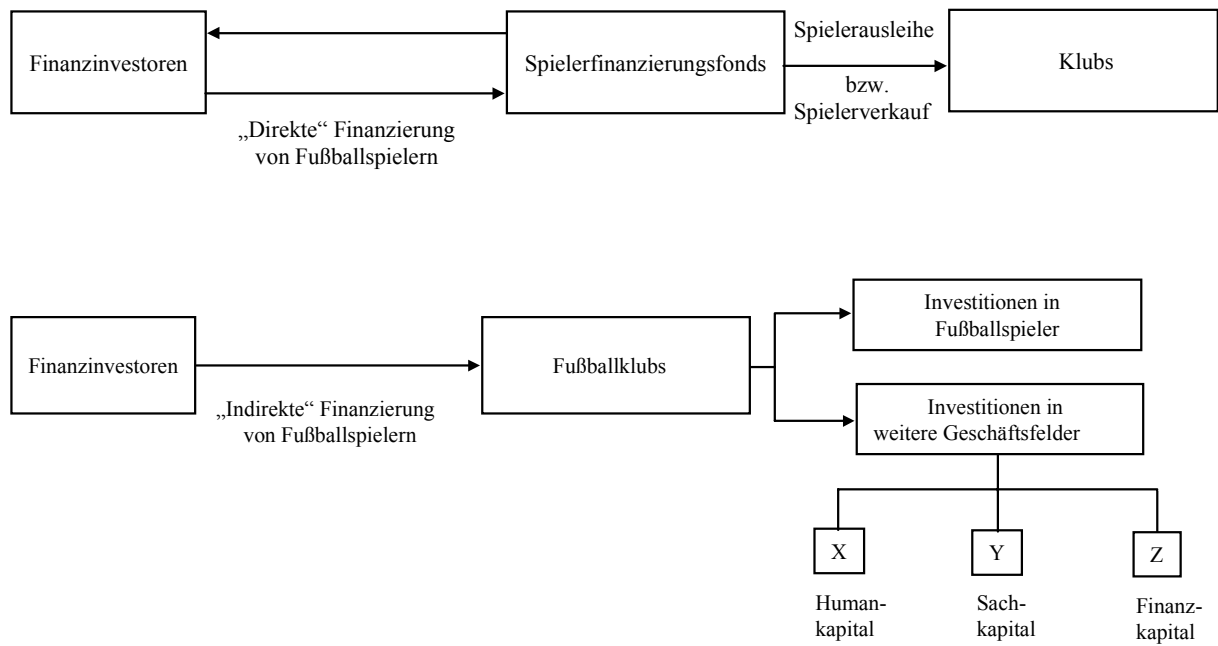


Abb. 41: „Direkte“ und „indirekte“ Spielerfinanzierung und damit verbundene Finanzierungsrisiken  
 Quelle: Eigene Darstellung

**5.4.1 Tennis Borussia GmbH & Co. KG und die Göttinger Finanzgruppe (bis zur Saison 2000/2001)**

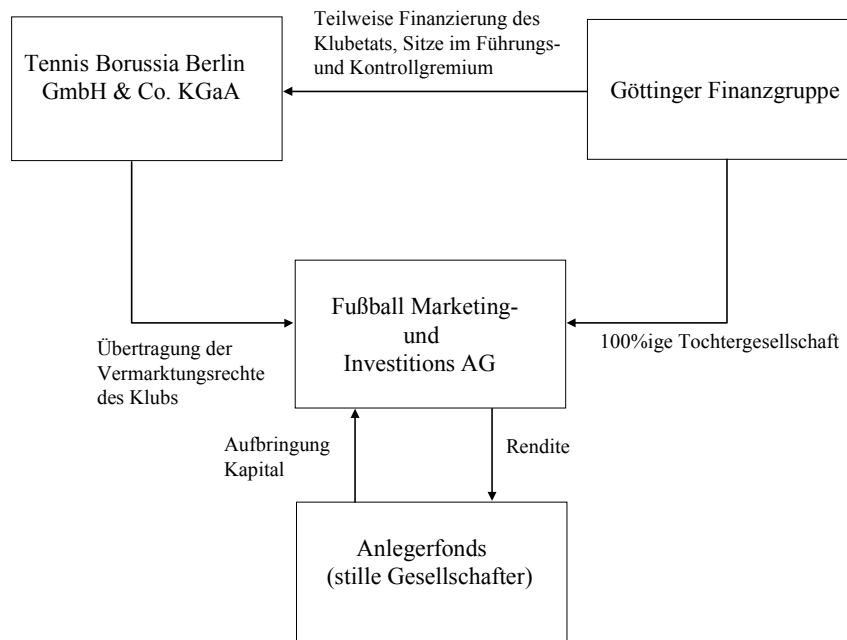


Abb. 42: Göttinger Gruppe und Tennis Borussia Berlin (Vertragsbeziehung bis 2000/2001)  
 Quelle: Eigene Darstellung



Im Kooperationsvertrag zwischen der *Göttinger Vermögens- und Finanzholding KGaA* und dem Klub Tennis Borussia Berlin war ein Fondsmodell integriert (vgl. Abb. 42). Die Fondsgelder waren dabei nur für Tennis Borussia Berlin bestimmt.

Als Tennis Borussia während der Saison 1996/97 noch in der Regionalliga vertreten war, konnten über einen angelegten Fonds der Göttinger Finanzgruppe ca. dreizehn Mio. DM zur Finanzierung des Saisonetats des Klubs aufgebracht werden. Ein Etat von dreizehn Mio. DM war für einen Verein der „Amateurliga“ verhältnismäßig hoch und mitentscheidend dafür, dass der Verein über den Einkauf spielstarker Spieler den Aufstieg in die Zweite Fußball-Bundesliga schaffen konnte (vgl. Reinsch 1998: 39).

Der Verein hatte in der Zweiten Fußball-Bundesliga seine Lizenzspieler-Fußballabteilung ausgegliedert und sich in die Tennis Borussia Fußball GmbH & Co KGaA umgewandelt (vgl. WGZ-Bank 1999: 37). Die Göttinger Finanzgruppe hielt die Vermarktungsrechte am Klub und hatte sich umfassende Einfluss- und Kontrollrechte einräumen lassen (vgl. Wolf 2001: 47). Ein Geschäftsführer der Göttinger Gruppe saß gleichzeitig im Vorstand von Tennis Borussia.

Die Fonds-Anteile kosteten ab 1.000 DM zuzüglich fünf Prozent Agio (vgl. Reinsch 1998: 39). Die Fondsanleger beteiligten sich als stille Gesellschafter an dem Fonds. Die hoch spekulative Anlage hatte zwar steuerliche Vorteile, rentierte sich aber nur im Fall des Aufstiegs des Klubs in die Erste Fußball-Bundesliga. Die Laufzeitbeschränkung der „Einlagen“ von zehn Jahren ließen außerdem nicht auf „reinrassiges“ Eigenkapital schließen (vgl. o.V. 1998b: 130).

Die finanziellen Mittel der Göttinger Finanzgruppe und der Fonds hielten Tennis Borussia quasi „künstlich“ am Leben. Der Klub hatte nur ein verhältnismäßig kleines Fan- und Marktpotential. Die Nachfrage war mit durchschnittlich 3.000 Stadionzuschauern in der Zweiten Fußball-Bundesliga verhältnismäßig gering. Da die Göttinger Finanzgruppe nahezu der einzige Sponsor von Tennis Borussia gewesen war, fand eine unzureichende Risikodiversifikation des Klubs statt (Auswertung Experteninterviews 1999).

Das Vertragsverhältnis zwischen Tennis Borussia Berlin und der Göttinger Finanzgruppe wurde vom DFB kritisiert. Der DFB entzog dem Klub für die Saison 2000/2001 wegen fehlender Wirtschaftskraft die Lizenz zur Teilnahme an der Zweiten Fußball-Bundesliga. Der Klub musste in die Regionalliga zwangsabsteigen. In der Saison 2000/2001 stieg Tennis Borussia sogar in die Oberliga (vierte Spielklasse) ab. Tennis Borussia und die Göttinger Finanzgruppe haben nach Abschluss der Saison 2000/2001 ihr Vertragsverhältnis beendet (vgl. Wolf 2001: 47).

### 5.4.2 Spielerfonds „Ommer“

Ein etwas unkonventionelles Spielerfinanzierungsmodell war Mitte der achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts das *Ommer-Modell*. Manfred Ommer, der ehemalige Vereinspräsident des früher in der Ersten Fußball-Bundesliga vertretenen FC Homburg, kaufte Fußballspieler im eigenen Namen und für eigene Rechnung und vermietete die Spieler dann in einer Art Leasingverfahren an einige Fußball-Bundesligavereine weiter (vgl. Müller 1991: 91 ff.). Die „Leasingnehmer“ der Spieler, nämlich die Klubs, zahlten Ommer eine Nutzungsgebühr (vgl. Kebekus 1991: 118; o.V. 1986b: 146; Westermann 1991: 706). Diese Jahres-Leasingraten betragen ca. 20% der Transferausgaben für einen Spieler (vgl. Schulte-Döinghaus 1987: 71). Ommer behielt sich die Transferrechte an den Spielern vor und versuchte, die Spieler mit Gewinn zu verkaufen.

Um die Spieler zu finanzieren, legte Ommer einen *Fußballspielerbeteiligungsfonds* auf, an denen sich Anleger beteiligten konnten und denen Renditen zwischen 15 und 25 Prozent in Aussicht gestellt wurden (vgl. Hauptvogel 1993: 156; Kebekus 1991: 118 f.; o.V. 1992b: 121). Der hoch spekulative Spielerfonds konnte keine ausreichend hohen Kapitalbeträge mobilisieren und wurde kurz nach seiner Einführung wieder abgeschafft. Zu kritisieren war unter anderem, dass Ommer, als Vereinspräsident des FC Homburg, nicht immer die Interessen seines Klubs vertreten konnte, weil die Spieler auch an andere Klubs vermietet wurden.

Ein ähnliches Finanzierungsmodell waren die *Vorschaltgesellschaften* (vgl. Schulte-Döinghaus 1987: 76). An diesen Vorschaltgesellschaften, die zumeist in der Rechtsform einer GmbH geführt wurden, beteiligten sich einige vermögende Privatpersonen, oftmals auch die Geschäftsführer von Bundesligaklubs. Die Spieler wurden von der Vorschaltgesellschaft an die Klubs ausgeliehen. Wie beim Ommer-Modell hielten die Finanzierer der Ablösesumme die Transferrechte an den Spielern. Durch die mittlerweile stark angestiegenen Ablösesummen ist die Finanzierung der Ablösesumme über solche Vorschaltgesellschaften zunehmend schwieriger zu realisieren.

### 5.4.3 Spielerfonds „Helmbrecht“

Ein neueres Spielerfondskonzept des Kaufmanns Stefan Helmbrecht befindet sich zum Abschluss dieser Arbeit noch in der Planungsphase (vgl. Rath 2001: 170). Das Konzept gestaltet sich gemäß Abb. 43.

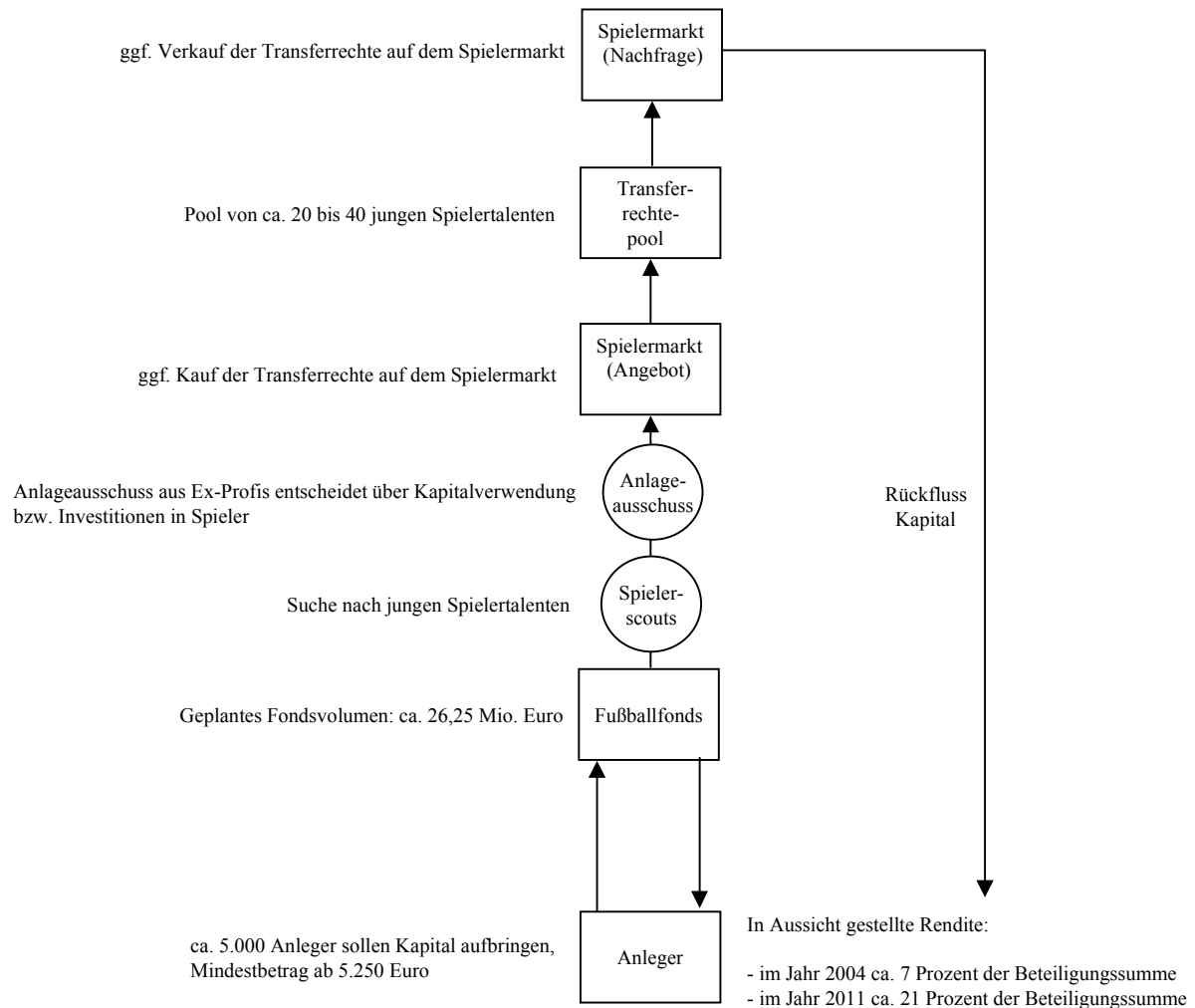


Abb. 43: Spielerfonds „Helmbrecht“

Quelle: Eigene Darstellung

Aus der Sicht der potentiellen Fondsanleger ergeben sich allerdings einige Risiken (vgl. Rath 2001: 170):

- (1) Wie bei allen Investitionen in junge Spielertalente handelt es sich um äußerst spekulative Investments, insbesondere nach dem Bosman-Urteil. Dies macht den Spielerfonds „Helmbrecht“ noch spekulativer als das Ommer-Modell. Die Erfahrungen anderer Fonds haben gezeigt, dass die versprochenen Anlegerrenditen in den seltensten Fällen eingehalten werden konnten. Zudem sind die zumeist sehr hohen fixen Ausgaben für Fondsgebühren sowie für die Agenten des Fonds (Spieler-Scouts, Anlageausschuss) einzukalkulieren. Diese Ausgaben können bis zu 40% der Fondssumme betragen.
- (2) Der Anlageausschuss ist durch die Besetzung mehrerer Ex-Profis bei Fragen der Kapitalverwendung durchaus fachlich kompetent. Der Anlageausschuss konkurriert aber auch mit

sehr vielen finanzkräftigeren Klubs auf dem Spielermarkt, die sich ebenfalls die Transrechte junger Spieler sichern möchten.

- (3) Der Verkauf der Transferrechte an „Nicht-Klubs“, also an Spielerfonds, Spielerberater, Firmen oder Privatpersonen, wird von den Fußballverbänden stark kritisiert. Eine neue Verbandsregelung, die dies verbietet, würde gleichzeitig das Ende eines solchen Spielerfinanzierungsfonds bedeuten.
- (4) Für die meisten „Fan-Fondsanleger“ dürfte die Mindest-Anlagesumme von 5.250 € zu hoch angesetzt sein.

#### **5.4.4 Spielerfonds „Fondo Boca Juniors“ (Argentinien)**

Im Gegensatz zu den beiden vorherigen Spielerfonds ist der „Fondo Boca Juniors“ auch noch auf einen bestimmten Klub als Kooperationspartner des Fonds festgelegt.

Der argentinische Klub Boca Juniors hat im September 1997 einen geschlossenen Investmentfonds (*Fondo Boca Juniors*) in Höhe von \$ US 12,5 Mio. aufgelegt, der in die Fußballspieler des Klubs investiert. Der Fondo Boca Juniors ist an der Börse von Buenos Aires notiert. Der Fonds darf nur Spieler erwerben, die beim Zugang zu Boca Juniors unter 26 Jahre alt gewesen sind (o.V. 1999g: 27 f.). In Argentinien wird dieses Modell auch gewählt, weil die Klubs in einer der deutschen e.V. vergleichbaren Rechtsform organisiert sind, und sie damit kein externes Beteiligungskapital aufnehmen dürfen.

Die Investoren können sich ab einem Mindestbetrag von US \$ 100 an dem Spielerfonds direkt beteiligen, ohne in den Klub selber zu investieren. Ein Investor kauft dabei quasi „gepoolte“ Anteile an diesen Spielern und profitiert insbesondere beim Verkauf der Spieler von den gestiegenen Ablösesummen. Wird ein Spieler zu einem Preis verkauft, der höher ist als der Einkaufspreis, wird der Gewinn zwischen Boca Juniors und den Anteilseignern des Fonds zu je 50% aufgeteilt (vgl. Szymanski/Kuypers 2000: 197). Da das Bosman-Urteil in Argentinien keine Gültigkeit hat, sind dort Ablösesummen nach Ablauf der Spielerverträge gestattet.

Der Fonds hat die Option, die Transferrechte der besten Nachwuchsspieler von Boca Juniors zu kaufen (vgl. o.V. 1999g: 28). Der Fonds stellt daher auch finanzielle Mittel für Ausbildungsinvestitionen bereit, weil klubeigene ausgebildete Spieler teuer verkauft werden können. Da über den Fonds Spieler gekauft werden, hat Boca Juniors auch selber einen größeren finanziellen Spielraum für weitere Spielerkäufe und für Ausbildungsinvestitionen in den Jugendbereich (vgl. o.V. 1999g: 28).

Es können aber Interessenkonflikte zwischen Fondsgesellschaft und Klub auftreten, wenn die Investoren des Fonds an möglichst häufigen Verkäufen der Spieler interessiert sind, der Klub dagegen

eher an dem Zusammenhalt des Teams interessiert ist. Um diese Konflikte von vornherein zu vermeiden, ist dieser Spielerfonds, im Gegensatz zum Spielerfonds „Helmbrecht“, auch in erster Linie für loyale Fan-Investoren konzipiert (vgl. o.V. 1999g: 27 f.), die weniger Wert auf eine finanzwirtschaftliche Rendite legen, sondern auf sportliche Erfolge und eine identifikationsstiftende Kapitalbeteiligung.

## 6 Fremdkapitalfinanzierung

Über kaum einen Aspekt des Profifußballs gibt es so wenig Informationen, wie über die Kreditbeziehungen, die Fußballklubs eingehen. Die folgenden Ausführungen sind daher ein erster Versuch, die Besonderheiten der Kreditbeziehungen von professionellen Fußballklubs zu skizzieren. Dabei stehen die Kreditbeziehungen zu Banken im Mittelpunkt (vgl. 6.1). Anschließend wird kurz auf weitere Fremdfinanzierungs-Arrangements eingegangen, die die Klubs der Fußball-Bundesliga bisher nicht nutzen (vgl. 6.2).

### 6.1 Probleme der Kreditfinanzierung von Fußballspielern über Banken

Fußballklubs, und insbesondere die kleineren Klubs, haben zunehmend größere Schwierigkeiten, Fremdkapital über den organisierten Kapitalmarkt aufzunehmen.

Nach den neuen Eigenkapitalunterlegungsvorschriften für Banken bei der Vergabe von Unternehmenskrediten (Basel II), die vorraussichtlich 2005 umgesetzt werden sollen, wird bei der Eigenkapitalunterlegung nach der individuellen *Bonität* des Kreditnehmers differenziert (vgl. z.B. Deutsche Bundesbank 2001: 15 ff.)<sup>212</sup>. Die Bonität eines Unternehmens wird durch ein Ratingverfahren jährlich eingeschätzt, und der Kreditnehmer wird einer bankinternen Ratingklasse zugeteilt (vgl. Deutsche Bundesbank 2001: 24). Die Bonität des Kreditnehmers bzw. das Rating beeinflussen unter anderem auch die Gestaltung der Kreditkonditionen. Ist die Bonität des Klubs schlecht, muss die Bank ihre Kredite an das Unternehmen mit mehr Eigenkapital unterlegen. Die höheren Eigenkapitalkosten der Bank haben schlechtere Kreditkonditionen für das Unternehmen zur Folge. *Kreditsicherheiten*, welche die Gläubigerrisiken auf die Kreditnehmer umwälzen bzw. begrenzen können (vgl. dazu Geis 1990: 38; Rudolph 1984: 31 ff.; Rudolph 1985: 504 f.)<sup>213</sup>, haben Auswirkungen auf die Höhe der Eigenkapitalunterlegung der Bank.

---

<sup>212</sup> Bisher wird die individuelle Bonität der Kreditnehmer bei der Berechnung der Höhe der Eigenkapitalunterlegung für Unternehmenskredite nicht berücksichtigt. Die Bonitätsgewichtung erfolgt anhand eines Einheitssatzes von 100%, und Banken haben nach Basel I acht Prozent ihres gesamten Kreditvolumens mit Eigenkapital zu unterlegen.

<sup>213</sup> Durch Kreditsicherheiten lassen sich die Monitoring- bzw. Informationskosten des Kapitalgebers reduzieren. Gläubigersicherheiten haben damit aus der Sicht des Kreditnehmers eine *Signalling-Funktion*, mit der sie ihre Fähigkeit zur Selbstbindung und zum kooperativen Verhalten beweisen möchten (vgl. z.B. Kronman 1985: 15 ff.; Rudolph 1985: 506 f.). Aus der Sicht des Kreditgebers haben Gläubigersicherheiten eine *Screening-Funktion*. In Höhe der gestellten Sicherheiten

Viele Fußballklubs müssen damit rechnen, dass sie von den Banken einer niedrigen *Bonitätsklasse* zugeordnet werden. Die Bonitätsprüfung von Fußballklubs durch Banken erweist sich dabei allerdings als sehr schwierig. Dies liegt zum einen an der schwierigen Cash Flow-Prognose und der schwierigen Einschätzung der Branchenrisiken. Der Zusammenhang zwischen der Bonität und dem Tabellenplatz eines Klubs bzw. seine Innenfinanzierungskraft kann, wenn überhaupt, nur für einen relativ geringen Zeitraum prognostiziert werden. Zum anderen sind unzureichende bzw. fehlende Rechnungswesen-Normen für Bundesligaklubs und speziell für Vereine zu bemängeln. Die Aussagekraft von Kennzahlen bzw. Kennzahlensystemen ist dadurch eingeschränkt. Banken verfügen auch bisher über kein standardisiertes und bewährtes Prüfungs-Instrumentarium für Fußballklubs, da sie i.d.R. nur wenige bzw. nur einen Fußballklub im Kredit-Portfolio haben.

Bei der Überprüfung der Bonität von Fußballklubs müssen unter anderen verhaltensbedingte Risiken des Klubmanagements einkalkuliert werden. Banken müssen neben der Rückzahlungsfähigkeit auch die Rückzahlungswilligkeit des Managements prüfen (vgl. analog Geis 1990: 36). Potentielle verhaltensbedingte Risiken bestehen, wenn das Klubmanagement nach Aufnahme der Kreditbeziehung zu einer riskanteren Spielertransferpolitik als vereinbart übergeht bzw. in Spieler überinvestiert (*Änderung der Riskanz der Investitionspolitik*) (vgl. analog Jensen/Meckling 1976: 334; Smith/Warner 1979: 118 f.). Führen teure Spielereinkäufe über sportliche Erfolge zu höheren Einnahmen, fallen sie den Eigentümern bzw. Managern (z.B. in Form von Prestige) vollständig zu, während bei schlechtem Geschäftsausgang die Haftung der Klubs auf die Kapitaleinlage begrenzt bleibt. Da die Manager von Fußballklubs bisher weitestgehend nur Fixgehälter beziehen, können sie die Kosten der „Fehlinvestitionen“ und die Finanzierungskosten auf die Investoren abwälzen. Wegen der hohen *Plastizität* (Verwendungsvielfalt) von Gelddarlehen können außerdem Kredite zweckentfremdet<sup>214</sup> und die Kreditverwendung nur sehr schwer überwacht werden (vgl. Alchian/Woodward 1987: 115 ff.; Dietl 1993: 139 f., Dietl 1994: 579).

Die Ansprüche der bisherigen Gläubiger können auch durch eine Erhöhung des Verschuldungsgrades (vgl. z.B. Borussia Dortmund 2000: 32, 69, 73), d.h. durch die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital verwässert werden (*Änderung der Riskanz der Finanzierungspolitik*). Dies ist der Fall, wenn den Forderungen der „alten“ Kreditgeber vertraglich kein höherer Rang eingeräumt wurde (vgl. Smith/Warner 1979: 118). Undurchsichtige Möglichkeiten der Fremdkapitalaufnahme haben Fußballklubs insbesondere bei befreundeten „Fan-Kreditgebern“ (vgl. Abschnitt 7). Werden Ablösesummen oder Gehälter von Spielern mit Fremdkapital finanziert, und haben diese Spieler die Option, den Klub vor Vertragsablauf ablösefrei zu verlassen, dann sind die Zahlungsansprüche des Fremdkapitalgebers gefährdet. Wenn der Klub den Vertragsforderungen der Spieler nach höheren Gehältern nachgibt, wird der Klub versuchen, weitere Kredite von den Banken zu erhalten, um die

---

findet eine Beschränkung der Fremdkapitalaufnahme bzw. eine Kreditrationierung statt. Zu den genannten und weiteren Funktionen von Sicherheiten vgl. ausführlicher Rudolph (1984: 16 ff. und 1985: 503 ff.).

<sup>214</sup> Z.B. Finanzierung von Spielern statt Stadionprojekten oder Finanzierung von Handgeldern statt Ablösesummen.

gestiegenen Gehälter zu finanzieren. Auch beim Weggang der Spieler kann der Klub die Fremdkapitalgeber mit der Forderung nach weiteren Krediten für die Anschaffung neuer Spieler „überraschen“.

Fußballklubs haben Schwierigkeiten *bankenübliche Sicherheiten* zu stellen:

Vor dem Bosman-Urteil konnten beim Verkauf eines Spielers nach Ablauf der Spielerverträge die angefallenen Ablösesummen als Sicherheiten an die Banken im voraus abgetreten werden (vgl. Wertenbruch 1993: 1294 ff.). Nach dem Bosman-Urteil lassen sich aber die Spielerablösesummen nur schwer bzw. gar nicht mehr als Gläubigersicherheiten abtreten. Ein Spielerverkauf aus langfristigen Verträgen, der die Chance auf Rückführung der Kapitalbeträge aus dem finanzierten Spieler bzw. über die Ablösesumme ermöglicht, ist nicht gegeben.

Die Fremdkapitalgeber könnten aber ihre Finanzierungsrisiken durch das *Poolen der Ablösesummen* mehrerer Spieler reduzieren (vgl. Interview Deutsche Bank 1999). Um das Finanzierungsrisiko eines Spielerkredites zu beurteilen, überprüfen Banken unter anderem auch die durchschnittliche Vertragslaufzeit der Spielerverträge und das durchschnittliche Spieleralter während der gesamten Kreditlaufzeit (Interview Bayer Leverkusen 1999). Je langfristiger die durchschnittliche Vertragsdauer ist und je geringer das durchschnittliche Spieleralter<sup>215</sup> ist (allerdings sollte es nicht zu niedrig sein), desto geringer ist ceteris paribus das Finanzierungsrisiko der Banken, weil die Wahrscheinlichkeit steigt, dass die Spieler aus laufenden Vertragsverhältnissen verkauft werden können und eine Ablösesumme anfällt (vgl. Abb. 44)<sup>216</sup>.

Zeitpunkte	t=0	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5
Durchschnittliche Restlaufzeit Spielerverträge (in Jahren)	2,3	2,3	2,1	1,7	1,5	1
Durchschnittliches Spieleralter	28,0	29,5	29,3	29,7	29,9	30,0

*Abb. 44: Beispiel: Durchschnittliche Vertragsdauer, durchschnittliches Spieleralter und Finanzierungsrisiko der Banken bei einem Spieler-Pool-Kredit mit fünfjähriger Laufzeit<sup>217</sup>*

*Quelle: Eigene Darstellung*

<sup>215</sup> Beliehen werden können i.d.R. nur noch junge und gesunde („fungible“) Spitzenspieler. Dem Verein Arminia Bielefeld wurden, u.a. auch wegen des relativ hohen Altersdurchschnitts der Spieler, in der Saison 1996/97 Kredite von Banken verweigert (vgl. o.V. 1996b: 218 ff.).

<sup>216</sup> Es ist allerdings zu bedenken, dass sehr lange Spielervertragslaufzeiten ein hohes Finanzierungsrisiko beinhalten, weil hohe Fixkosten langfristig gebunden werden.

<sup>217</sup> Es wird in dem Beispiel angenommen, dass im Zeitpunkt t=0 Planungssicherheit über die durchschnittliche Laufzeit der Spielerverträge und das durchschnittliche Spieleralter bis zum Zeitpunkt t=5 besteht.

*Sachkapitalwerte*, wie Stadien im Eigentum der Klubs, sind dagegen bessere Gläubigersicherheiten als Ablösesummen. Alternativ können auch Finanzbeteiligungen an Stadiongesellschaften als Gläubigersicherheiten an die Banken abgetreten werden. Zudem erhöhen bilanzierbare eigene Stadien bzw. Stadionbeteiligungen die Chancen einen formellen Kredit zu erhalten, weil das bilanzielle Eigenkapital des Klubs dadurch zunimmt<sup>218</sup>.

Allerdings eignen sich Stadien bzw. Sachkapitalwerte auch nicht uneingeschränkt als Gläubigersicherheiten. Stadien sind standortspezifische Investitionen (vgl. analog Williamson 1985: 95). Bei einem möglichen Standortwechsel des Klubs (vgl. Kapitel VI, 2.2.2) droht die Entwertung der getätigten Investitionen (vgl. Dietl/Pauli 2000a: 4). Stadien und Trainingsfazilitäten sind zwar wertbeständiger und weniger wertvolatil als Ablösesummen bzw. Spielerwerte, unterliegen aber in Abhängigkeit des Tabellenstandes eines Klubs auch Schwankungen in ihren Verkehrs- bzw. Ertragswerten (vgl. Dietl/Pauli 2000a: 7; Dietl/Pauli 2000b: 9 f.; Dietl/Pauli 2001: 94). Stadioninvestitionen werden entwertet, wenn einem Klub die Bundesligalizenz entzogen wird (vgl. Dietl/Pauli 2000a: 7; Dietl/Pauli 2001: 94 f.). Dabei sind verschiedene *Stadiontypen* zu unterscheiden. Multifunktionalstadien können auch im Falle des Lizenzentzugs oder Abstiegs eines Klubs für weitere Veranstaltungen vermietet werden (Konzerte, Boxwettkämpfe, andere Sportveranstaltungen als Fußball usw.), während die Erlöse bei reinen Fußballstadien weitestgehend nur vom sportlichen Schicksal des jeweiligen Fußballteams abhängen. In der Regel eignen sich auch nur neuere und damit nicht baufällige Fußballstadien zur Abtretung an die Banken.

Probleme der Besicherung können sich auch ergeben, wenn sich mehrere Klubeigentümer ein Stadion teilen<sup>219</sup>. Einige Bundesligaklubs besitzen außerdem nur einzelne Teile von Stadien, wie etwa eine Flutlichtanlage oder Anzeigetafel (Interview Energie Cottbus 1999). Da es sich dabei um kospezifische Komponenten handelt, sind eine Einzelveräußerung und damit auch eine Besicherung dieser Stadion-Komponenten nicht sehr wahrscheinlich.

Bei der Suche nach bankenüblichen Sicherheiten können die meisten Klubs der Fußball-Bundesliga nur *Ersatzsicherheiten* stellen. Dabei sind grundsätzlich einige Optionen denkbar:

- (1) *Zahlungsansprüche*: Einige Cash Flow-Ströme eignen sich zur Abtretung. Bundesligaklubs können im voraus die garantierten Zahlungsansprüche aus Sponsorenverträgen, TV-Übertragungsverträgen oder Vermarktungsverträgen an die Kreditgeber abtreten (Interviews

---

<sup>218</sup> Die meisten deutschen Stadien befinden sich noch im Eigentum der jeweiligen Kommunen. Im Gegensatz dazu befinden sich fast alle englischen Stadien im Privateigentum englischer Profiklubs.

<sup>219</sup> In München wird ein neues Stadion gebaut, mit finanzieller Beteiligung des FC Bayern Münchens, dem TSV 1860 München und der Stadt München (vgl. Ahlers 2001b: 48). In Italien ist es üblich, dass sich Klubs aus derselben Stadt ein großes Stadion teilen.



Deutsche Bank 1999, Hertha BSC 1999 und HSV 1999). Dabei wird auf langfristige Verträge geachtet, die möglichst keine am Tabellenplatz gekoppelte Ausstiegsklauseln beinhalten.

- (2) *Bürgschaften*: Bei Bürgschaften erfolgt eine Arbeitsteilung zwischen der Bereitstellung finanzieller Mittel durch den Kapitalgeber (Zahlungskomponente) und der Übernahme des Risikos durch einen Bürgen zugunsten des Kreditnehmers (Haftungs- oder Risikokomponente)<sup>220</sup>. Viele Fan-Investoren sind sogar bereit, Bürgschaften „kostenlos“ bereitzustellen. Auch Kommunen sind bereit, Bürgschaften abzugeben, wenn ein Klub dadurch vor dem Konkurs bewahrt werden kann und der Kommune Arbeitsplätze erhalten bleiben<sup>221</sup>. Nach Bekanntgabe der Insolvenz der Kirch-Gruppe wurde diskutiert, ob der Bund eine Bürgschaft für den Fall des Zahlungsausfalles der TV-Übertragungsraten bereitstellen sollte.
- (3) *Versicherungen*: Unter Umständen verlangen Banken, dass an ihnen die Versicherungssumme aus Lebens- bzw. Invaliditätsversicherungen für die Spieler (vgl. dazu Specht 2001: 60) abgetreten werden (Interview Deutsche Bank 1999).
- (4) *Ausschlussklauseln*: Die Kreditgeber können vertraglich das Veräußerungsverbot zentraler Spieler vorsehen, um die Ertragskraft der Klubs nicht zu schwächen. Dies ist gleichzusetzen mit einer sog. *Disposal of Assets-Klausel* in Kreditverträgen, bei der wichtige Vermögensgegenstände in Unternehmen nicht veräußert werden dürfen (vgl. Pfingsten 2000: 701).

Neben einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Fußballklubs müssen viele Fußballklubs auch mit weiteren *Kreditrationierungen* bzw. *Kreditverweigerungen*<sup>222</sup> der Banken rechnen. Bei einer Kreditvergabe zu einem dem hohen Branchenrisiko angepassten Zinssatz hätten die „schlechten Risiken“ Anreize, den Risikograd ihrer Investitionspolitik zu erhöhen, um die Gewinnchancen zu erhöhen und die Kreditrückführung zu ermöglichen (vgl. Stiglitz/Weis 1981). Kreditrationierungen und Zugangsprobleme zum organisierten Kapitalmarkt sehen sich auch fast alle Klubs der untersten englischen Ligen ausgesetzt (vgl. Deloitte & Touche 2000a: 41).

---

<sup>220</sup> Vgl. analog dazu Kreditgarantie-Fazilitäten, Geis (1993: 2 f.).

<sup>221</sup> Der 1. FC Magdeburg hat innerhalb von zwei Tagen eine 5,1 Mio. DM Bürgschaft von zwei ortsansässigen Banken erhalten. Eintracht Braunschweig wurde von der Stadt Braunschweig eine Bürgschaft in Höhe von 5,1 Mio. DM erteilt. Bei Rot-Weiß Essen haben Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder des Klubs sowie Banken eine Bürgschaft von 6,2 Mio. DM abgegeben. Diese Gelder bzw. Bürgschaften waren notwendig, um die vom Ligaverband geforderte Lizenz für die Saison 2001/2002 zu erhalten (vgl. Franzke 2001b: 38).

<sup>222</sup> Vgl. z.B. bei Arminia Bielefeld (vgl. o.V. 1996b: 218 ff.) oder Eintracht Frankfurt (vgl. o.V. 1996a: 34).

## 6.2 Weitere Formen der Kreditfinanzierung

Nach Auswertung der Experteninterviews werden weitere Formen der Kreditfinanzierung von den Klubs der Fußball-Bundesliga noch nicht bzw. kaum genutzt.

Bei einer *Anleihenfinanzierung* wenden sich Unternehmen nicht an einen Finanzintermediär (Bank) als Kreditgeber, sondern direkt an den Kapitalmarkt. Bonds könnten wegen ihrer langfristigen Laufzeit vor allem zur Finanzierung langfristiger Stadionprojekte eingesetzt werden. Wandelanleihen eignen sich unter anderem als Instrument zur Kapitalerhöhung. Ein Fremdkapitalgeber könnte im Falle des Aufstiegs eines Klubs in eine ranghöhere Liga von seiner Option Gebrauch machen, Fremdkapital in Eigenkapital umzuwandeln. Alternativ könnten auch Optionsanleihen eingesetzt werden. In der englischen Premier League haben Klubs bereits Eurobonds und Wandelanleihen platziert (vgl. Deloitte & Touche 2000: 41; Deloitte & Touche 2001: 38).

Mittlerweile werden von einigen Klubs in England und Italien *Ticketanleihen* ausgegeben (vgl. Conn 1997: 161; Szymanski/Kuypers 2000: 73; WGZ-Bank 1999: 30). Die Zinszahlungen werden über die Ticketeinnahmen „abgesichert“. Ticketanleihen geben den Anleihekäufern außerdem das Recht, über die Laufzeit der Anleihe zukünftig Saison-Dauerkarten zu beziehen. Das Bezugsrecht von Saisonkarten kann allerdings verfallen, sollte ein Anleihenbesitzer in einem Jahr keine Dauerkarte bezogen haben. Eine weitere, bisher von keinem Klub genutzte, Anleihevariante wären Asset Backed Securities (ABS). Bei ABS werden Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (z.B. Forderungen aus Lizenzrechten) an eine speziell gegründete Gesellschaft veräußert, die sich wiederum durch die Ausgabe von Wertpapieren refinanziert.

Auch „Kreditsubstitute“, wie Leasing, werden von den Klubs der Fußball-Bundesliga bisher nicht genutzt. Im englischen Profifußball wird das Leasing von Stadionfazilitäten (z.B. Werbetafeln, Beleuchtungsanlagen) bisher nur zögerlich eingesetzt, vermutlich wegen seiner hohen Kosten. Die Leasing-Quote beträgt in der Premier League für die Saison 1999/2000 „nur“ 1,4% (vgl. Deloitte & Touche 2001: 39). In der Fußball-Bundesliga wären zukünftig das Leasing von Immobilien (z.B. Trainingshallen) bzw. das Mobilien-Leasing (z.B. Fahrzeug-Flotten, PC-Ausstattung) möglich. Financial Leasing hat vor allem wegen der damit verbundenen Optionsrechte Vorteile gegenüber einem kreditfinanzierten Kauf (vgl. zu Leasingverträgen Krahen 1991: 145 ff.).

## 7 Mezzanine-Finanzierung: Ausweichen der Fußballklubs auf „Fan-Kreditgeber“

Fan-Kredite könnten auch insbesondere vor dem Hintergrund der Einführung der internationalen Regelungen für Eigenkapitalunterlegung bei Kreditgeschäften (Basel II) und der damit zu erwartenden weiteren Verschlechterung der Kreditfinanzierungsmöglichkeiten von Fußballklubs durch Kreditrationierung oder höheren Kreditkosten noch mehr an Bedeutung gewinnen.

Mezzanine-Kapital von Fan-Kreditgebern sind Mischformen, die sowohl Merkmale von Eigenkapital als auch Fremdkapital aufweisen. Bei den institutionellen Investoren, die Mezzanine-Kapital bereitstellen, erfolgt zumeist eine zeitlich begrenzte Risikoübernahme in der Erwartung erfolgsabhängiger Erlöse. Zu diesen institutionellen Investoren gehören z.B. Vermarktungsgesellschaften (vgl. Abschnitt 8). Auch Banken können Kredite mit einem „Equity Kicker“ koppeln, der sie am Ergebnis des höheren Wiederverkaufswertes des Spielers beteiligt bzw. die Zinshöhe an den Erlösen aus Spielerverkäufen koppelt (Interview Deutsche Bank 1999). Es ist allerdings zu bedenken, dass Erlöse aus Spielerverkäufen nach dem Bosman-Urteil nur höchst unsicher anfallen.

Mezzanine-Kapital stammt aber insbesondere von den „Fan-Kreditgebern“. Für einen Fan-Kreditgeber ist der Fußballklub wie ein Freund bzw. Familienmitglied, dem man aus sozialer Verbundenheit zu günstigen Konditionen Geld leiht (vgl. analog dazu Abschnitt 3 in diesem Kapitel). Die Finanzierungsbedingungen dieser „Fan-Kredite“ sind i.d.R. „Soft“ (Quasi Equity), d.h. sie können niedrigere Zinssätze, Zins- und Tilgungsstundung, Nachrangigkeit gegenüber Bankenkrediten und anderen Krediten und keine Laufzeitbeschränkungen beinhalten. Wenn den Banken die Finanzierungsrisiken bei kreditfinanzierten Spielern zu hoch sind, müssen viele Klubs, vor allem der unteren Ligen, auf diese semi-informellen Finanzierungsangebote von „Fan-Kreditgebern“ ausweichen (vgl. Deloitte & Touche 1997: 41; Deloitte & Touche 2001: 39 ff.).

*Förderkreise* (vgl. Müller 1991: 91) sind Zusammenschlüsse mehrerer Fan-Kreditgeber, die einem Klub zumeist für den Kauf von Spielern oder Trainingsfazilitäten zu günstigen Konditionen Fremdkapital gewähren. Förderkreise haben vor allem in den 80er Jahren des 20. Jahrhunderts die Ablösesummen der Spieler finanziert und damit gleichzeitig die Transferrechte am Weiterverkauf der Spieler erworben (vgl. Schulte-Döinghaus 1987: 76). Oftmals haben die Kreditgeber dann bestimmt, wann und wohin die Spieler veräußert werden sollen. Förderkreise spielen mittlerweile nur noch eine Rolle bei der Finanzierung der Amateurabteilungen der Bundesligaklubs, entlasten damit aber den Etat der Lizenzspieler-Fußballabteilungen etwas (Interview Energie Cottbus 1999).

Bei „Fan-Krediten“ ist aber Vorsicht geboten vor scheinbar loyalen Fan-Kreditgebern. Es kommt vor, dass Kredite von angeblichen Mäzenen bzw. „Fan-Managern“ zunächst einmal auflagenfrei gewährt werden, um den Klub vom Kreditgeber abhängig zu machen (vgl. Szymanski/Kuypers 2000: 17 f.; Webb/Broadbent 1986: 7; vgl. analog bei NPOs Rose-Ackerman 1996: 710 ff.). Geschäftsführerkredite und daran gekoppelte verbundene Vertrags- bzw. Geschäftsbeziehungen (z.B. Sponsoring, eventuell Vorstands- oder Aufsichtsratsposten) dienen einem mächtigen „Patron“ oftmals als machterhaltendes Mittel zur Wiederbestätigung im Amt<sup>223</sup>. Im Fall der Abwahl müssen die Kredite gegebenenfalls wieder an den Kreditgeber zurückgezahlt werden. Damit lässt sich auch erklären, warum viele Klubs ihre Schulden noch nicht abgebaut haben. Probleme entstehen beim Abzug bzw. bei Kündigung von Mezzanine-Kapital, das oft im Ermessen des Fan-Kreditgebers liegt. Die Anschlussfinanzierung durch einen neuen Mezzanine-Kapitalgeber ist oftmals nicht gesichert.

---

<sup>223</sup> Vgl. zu den sog. *Interlinked Transactions* auch 8.5 in diesem Kapitel.

Bei einem hohen Anteil an Fan-Kreditgebern gehen außerdem negative Signalwirkungen auf alle anderen Kapitalgeber aus. Banken müssen damit rechnen, dass die Fan-Kreditgeber „weichere“ und wenig transparente Normen der Kreditprüfung anwenden. Fan-Kreditgeber üben möglicherweise vergleichsweise geringe Einflussrechte aus, die der Überwachung der Geschäftstransaktionen im Klub dienen, und sie sind möglicherweise weniger kompetent bei der Kreditprüfung.

## **8 Innen- und Außenfinanzierung: Vertragsbeziehungen zwischen Fußballklubs und Vermarktungsgesellschaften am Beispiel der Kooperationsverträge der „UFA Sports GmbH“ mit einigen Klubs der Ersten Fußball-Bundesliga**

Vermarktungsgesellschaften, wie die UFA Sports GmbH, sind zumeist Tochtergesellschaften großer Medienkonzerne<sup>224</sup>. Die UFA Sports GmbH, mit Sitz in Hamburg, ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der UFA/CLT. Diese ist wiederum eine Tochter von RTL bzw. des Bertelsmann-Konzerns. Die UFA Sports GmbH zeichnet sich durch zwei große Aktivitäten aus, die eng miteinander verknüpft sind: Erstens kauft sie die Übertragungsrechte (Pay-TV, Internet, Hörfunk) zentral vom Ligaverband und verkauft sie weiter an nachfrageinteressierte Fernsehanstalten (vgl. Kapitel IV, 3.2.1). Zweitens erwirbt sie von einigen Fußballklubs die Vermarktungsrechte der Lizenzspieler-Fußballabteilung. Vermarktungsgesellschaften akquirieren im Auftrag des Klubs Sponsoren und andere Investoren. Von Sponsoren (vgl. 4.1.4 in diesem Kapitel) unterscheiden sich Vermarkter damit darin, dass Vermarkter beim Klub in erster Linie keine Werbung für den Vermarkter bzw. seine Produkte machen.

Mit den Kooperationsverträgen zwischen Klubs und Vermarktern (vgl. Kapitel II, Abb. 18) bzw. mit möglichen Kapitalbeteiligungen an den Klubs integrieren die Vermarkter die Produkte eines Fußballklubs quasi in ihre Wertschöpfungskette. Die UFA Sports GmbH könnte die Fernsehrechte bei dezentraler Fernsehvermarktung dann teurer verkaufen oder die Spiele exklusiv im „hauseigenen“ Fernsehsender RTL anbieten (vgl. WGZ-Bank 1999: 24)<sup>225</sup>.

### **8.1 Vertragsoptionen: Komplettvermarktung versus Teilvermarktung**

Zum Zeitpunkt des Abschlusses dieser Arbeit haben fast alle Klubs der Ersten Fußball-Bundesliga ihre Vermarktungsrechte entweder vollständig oder teilweise an Vermarktungsgesellschaften

---

<sup>224</sup> Andere Vermarkter sind z.B. die *ISPR*, die als Tochtergesellschaft von SAT-1 die Free-TV Rechte erwirbt, oder *Sport A*, der Vermarkter der öffentlich-rechtlichen Fernsehsender ARD und ZDF.

<sup>225</sup> Die UFA spekuliert auf die dezentrale Vermarktung der TV-Übertragungsrechte durch die Klubs (vgl. WGZ-Bank 1999: 24; Freitag 1999c: 23) und auf die Einführung einer Europäischen Superliga (vgl. Gerrard 1999: 277). Bei dezentraler Vermarktung der Übertragungsrechte würde sich der Vermarkter automatisch die Übertragungsrechte an einem Klub sichern.

abgetreten<sup>226</sup>. Bei der *Komplettvermarktung* verkaufen die Klubs sämtliche Vermarktungsrechte an den Vermarkter bzw. treten die Vermarktungsrechte an diesen ab. Bei der Komplettvermarktung ist der Vermarkter der einzige Verhandlungspartner des Klubs, was die Verhandlungskosten reduziert. Eine Komplettvermarktung ist für die Vermarkter von hohem strategischen Wert, weil neue Vermarktungsfelder automatisch in den Kompetenzbereich des Vermarktlers fallen. Bei der *Einzel- bzw. Teilvermarktung* werden selektiv nur einzelne Teilvermarktungsbereiche vermarktet, wie Merchandising, TV-Rechte, Trikots oder Bandenwerbung.

Eine *Kapitalbeteiligung* des Vermarktlers an einem Klub stellt die größtmögliche Integrationsstufe dar (vgl. Kipker 2000a: 43)<sup>227</sup>. Mit einer Kapitalbeteiligung wird in erster Linie die langfristige bzw. unbefristete Sicherung von Einflussmöglichkeiten und exklusiven Übertragungsrechten an den Spielen eines Klubs angestrebt. Über die Börse finden Vermarktungsgesellschaften mögliche Exit-Optionen ihrer Beteiligungen (vgl. Conn 1997: 164 f.). Die Vertragsbeziehungen zwischen Fußballklubs und Vermarktungsgesellschaften weisen Komponenten eines Joint Ventures auf, insbesondere wenn sich Vermarktungsgesellschaften an den Klubs beteiligen.

Die Vertragsbeziehungen zwischen Fußballklubs und der UFA Sports GmbH bzw. Vermarktungsgesellschaften sind aus folgenden Gründen finanzierungsrelevant und sowohl der Innenfinanzierung, Außenfinanzierung und Off Balance-Finanzierung zuzuordnen.

(1) *Innenfinanzierung*: Die UFA Sports GmbH erwirbt erstens gegen Entrichtung einer Lizenzgebühr (Signing Fee) die Vermarktungsrechte an den Klubs. Die Vermarkter, die den Klubs die höchsten Kaufpreise für den Erwerb der Lizenzrechte anbieten, erhalten zumeist den Zuschlag der Klubs. Durch den Verkauf bzw. die Abtretung der Vermarktungsrechte eines Klubs an die Rechtevermarkter fließen den Klubs sofort liquiditätswirksame Zahlungsmittel zu. Vermarktungsgesellschaften übernehmen zweitens als Agenten der Fußballklubs die Fremdvermarktung der Klubs. Durch die professionelle Marketing- und Managementunterstützung konnten die Klubs ihre Umsatzeinnahmen steigern (vgl. Ahlers 2001c: 36) und ihre Cash Flows stabilisieren. Die Klubs könnten drittens theoretisch auch das Finanz- bzw. Beteiligungscontrolling der Vermarkter übernehmen bzw. nutzen und damit die Innenfinanzierungsspielräume durch eine Ausgabensenkung vergrößern. Die Vermarktungsgesellschaften konnten zwar die Umsatzzahlen der Klubs entscheidend verbessern, haben aber bisher keine überzeugenden Ausgabenbegrenzungs-Konzepte bereitstellen können.

(2) *Beteiligungsfinanzierung*: Eine Beteiligungsfinanzierung wäre in den Fällen möglich, in denen eine Vermarktungsgesellschaft Anteile an einer Berufsfußball-Kapitalgesellschaft erwirbt.

---

<sup>226</sup> Vgl. Ahlers (2001c: 36) zu einer Aufstellung der Vertragsbeziehungen, die die Klubs der Ersten Fußball-Bundesliga mit Vermarktungsgesellschaften eingehen. Zwei der in Europa erfolgreichsten Klubs, FC Bayern München und Manchester United, unterhalten dagegen keine Vertragsbeziehungen zu Vermarktlern.

<sup>227</sup> Kapitalbeteiligungen eines Vermarktlers an einem deutschen Klub liegen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieser Arbeit nicht vor.

(3) *Innen- und Außenfinanzierung, Off-Balance-Finanzierung und weitere Finanzdienstleistungen:* Vermarktungsgesellschaften bieten je nach individueller Vereinbarung weitere Teilleistungen an. Dazu zählen z.B. Kredite für die Spielerfinanzierung, Bürgschaften zur Stadionfinanzierung (vgl. Ahlers 2001c: 36), Liquiditätshilfen oder Abstiegsversicherungen (vgl. Kapitel IV, 4.2.1). Leistungs- und Finanzbeziehungen werden i.d.R. miteinander verknüpft (*Interlinked Transactions*, vgl. auch 8.5). Vermarktungsgesellschaften verfügen i.d.R. auch über ein großes Portfolio an Informations- und Beziehungsnetzwerken zu Sponsoren und Kapitalgebern. Darüberhinaus liefert die UFA Sports Entscheidungshilfen bei der Projektevaluierung, wie etwa bei Stadioninvestitionen (Interview UFA Sports 1999). Die professionelle Managementunterstützung der Vermarkter hat auch positive Signalwirkungen auf die anderen Finanzinvestoren der Klubs (vgl. Kipker 2000a: 5). Kooperationsverträge zwischen Bundesligaklubs und Vermarktungsgesellschaften stellen außerdem oftmals die Grundlage für weitere Vertragsabschlüsse dar, wie z.B. Kreditverträge oder die Beantragung der Bundesligalizenzen beim Ligaverband.

Im Folgenden wird an den Beispielen konkreter Vertragsbeziehungen zwischen Fußballklubs und der Vermarktungsgesellschaft UFA Sports GmbH auf einige wichtige Teilfragen eingegangen.

## 8.2 Portfoliostrategie

Rechtevermarkter verfolgen (ähnlich wie beim Co-Venturing) zwei *Risikobegrenzungsstrategien* (vgl. Kipker 2000a: 46 f.). Zum einen erfolgt eine Portfoliostreuung über mehrere Sportklubs, und zum anderen erfolgt eine Risikobegrenzung und Einflussnahme auf die Geschäftspolitik des Klubmanagements über die Besetzung von Kontroll- und Führungsfunktionen bzw. über die Managementunterstützung in den Klubs.

Die UFA Sports betreibt eine *Risikodiversifikation auf mehrere Klubs* aus verschiedenen Sportarten und Ligen. In der Fußball-Bundesliga musste sich die UFA Sports allerdings wegen der verbandsrechtlichen Auflagen bei Mehrfachinvestments (vgl. 2.2 in diesem Kapitel) bis auf einen Klub von allen Führungs- bzw. Kontrollgremien zurückziehen<sup>228</sup>. Die fehlende Möglichkeit der Vermarkter, sich bei allen Klubs formal Einfluss- und Kontrollrechte zu sichern, könnte die Investitionsanreize mindern. Es ist auch wahrscheinlich, dass die UFA Sports die Klubs dazu drängen wird, die Führungs- und Kontrollgremien mit Personen zu besetzen, die im Interesse des Vermarkters handeln.

Neben einer Diversifikation auf mehrere Klubs betreibt die UFA Sports auch eine *Phasen-Diversifizierung*. Die UFA Sports hat sich bei Hertha BSC in der „Frühphase“ engagiert, als der Klub

---

<sup>228</sup> Unter anderem waren der Aufsichtsrat von Hertha BSC und der Vorstand des HSVs früher besetzt mit Vertretern der UFA Sports GmbH (vgl. Freitag 1999b: 55; Interviews HSV 1999 und Hertha BSC 1999).

noch in der Zweiten Fußball-Bundesliga vertreten war<sup>229</sup>. Ein Engagement in der Frühphase (analog zu Venture Capital Gesellschaften) eines Fußballklubs liegt vor, wenn Klubs sich in der „Wachstumsphase“, in der Regionalliga oder Zweiten Liga befinden und in die Erste Liga aufsteigen und in wachstumsträchtige Geschäftsaktivitäten investieren möchten. Die Investmentstrategie „Frühphasen-Investment“ hat einen spekulativen Charakter. Die UFA Sports konzentriert sich mittlerweile schwerpunktmäßig auf „Spätphasen-Investments“ der Ersten Fußball-Bundesliga. Dabei handelt es sich zumeist um Klubs der Ersten Fußball-Bundesliga mit einer großen Tradition und einem großen Fan-Potential<sup>230</sup>.

In diesem Punkt unterscheidet sich die „UFA Sports GmbH“ von dem Vermarkter „Sportwelt Beteiligungs mbH“<sup>231</sup>. Diese investiert zumeist in sportlich wie wirtschaftlich notleidende Traditionsklubs der Zweiten Liga und der Regionalliga (Dritte Liga), die das Potential haben, in die Erste Fußball-Bundesliga aufzusteigen (vgl. o.V. 1999d: 48; o.V. 1999f: 63; WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 113 ff.).

Die *Portfoliostrategie* der UFA Sports birgt für die Klubs Gefahren. Sie müssen damit rechnen, dass Betriebsgeheimnisse, wie die Höhe der Spielergehälter, den anderen Klubs im Investmentportfolio der UFA Sports GmbH über den Vermarkter bekannt werden (vgl. Kipker 2000a: 46). Die Preistransparenz innerhalb des Portfolios könnte den Preiswettbewerb um die Spieler reduzieren. Die Vermarkter dürften ein Interesse daran haben, dass Klubs, die aus dem eigenen Investitionsportfolio untereinander Spielerhandel betreiben, die Spielerpreise nicht in die Höhe treiben.

### 8.3 Managementunterstützung

Neben der Finanzierung bieten die Vermarkter professionelle Management- bzw. Marketingunterstützung an (Interview Hannover `96 1999). Die Managementunterstützung erfolgt zumeist in der Form einer Ausgliederung vertraglich definierter Vermarktungsaufgaben auf die spezialisierten Vermarktungsagenturen. Bei Hertha BSC, dem HSV oder Borussia Dortmund sitzen Mitarbeiter der UFA Sports „vor Ort“ in der Geschäftsstelle der Klubs und akquirieren Sponsorenverträge und weitere Vertragspartner für die Klubs. Durch die Marktmacht der Vermarkter profitieren die Klubs auch von günstigen Vertragskonditionen bzw. Economies of Scale (vgl. Kipker 2000a: 46).

---

<sup>229</sup> Die UFA Sports hatte im Jahr 1994 mit einer Anschubfinanzierung und Komplettermarktung des damaligen Zweitligaklubs Hertha BSC mit dazu beigetragen, dass Hertha BSC in die Erste Fußball-Bundesliga aufsteigen und sich seitdem dort festsetzen konnte (vgl. Geiselberger 2001: 60).

<sup>230</sup> Bei Borussia Dortmund hat sich die UFA Sports in einer späteren Phase engagiert, als der Klub bereits feste Absichten geäußert hatte, an die Börse zu gehen.

<sup>231</sup> Die Sportwelt Beteiligungs mbH gehört zu 90% der Familie Kölmel und zu 10% der Kinowelt AG (vgl. WGZ-Bank/Deloitte & Touche 2001: 113).

## 8.4 Entgeltbeziehungen

Vermarktungsgesellschaften bzw. Fußballklubs sind Prinzipal und Agent zugleich.

- (1) Der *Klub als Prinzipal* beauftragt zum einen den Agenten „UFA Sports GmbH“ maximale Umsatzerlöse aus den verwertbaren Lizenzrechten des Klubs zu erzielen<sup>232</sup>. Die Vermarkter übernehmen im Rahmen der Auftragsbeziehung die professionelle Vermarktung und erhalten dafür eine Provision auf alle Umsätze, die auf die Leistungen des Vermarkters zurückgeführt werden können<sup>233</sup>. Die erfolgsabhängige Vergütung signalisiert ein glaubhaftes Interesse daran, dass die UFA Sports an hohen Umsatzeinnahmen der Klubs interessiert ist<sup>234</sup>. Die Höhe der Umsatzprovision (ca. 20%) bemisst sich in Abhängigkeit der Verhandlungsmacht der Vertragsparteien, der Vertragslaufzeit, des Umfangs der Leistungen, der Höhe der gewährten finanziellen Mittel und nach dem finanziellen Risiko des Engagements (vgl. Ahlers 2001c: 36; Hertha BSC 2000: 13; Kipker 2000a: 43)<sup>235</sup>. Zusätzliche Provisionen fallen bei der Bereitstellung von Versicherungsleistungen, Krediten oder Bürgschaften an.
- (2) Zum anderen ist die UFA Sports gleichzeitig auch der *Prinzipal der Klubs*. Der Vermarkter schießt dem Klub nach Vertragsabschluss Kapital vor und beauftragt den Klub, attraktive Spiele abzuliefern, die die Umsatzeinnahmen maximieren (vgl. Kipker 2000a: 47). Die Rechtevermarkter übernehmen damit einen Teil der Absatz- bzw. Vermarktungsrisiken der Klubs, indem sie den Klubs eine fixe Lizenzgebühr am Anfang der Vertragsbeziehung zugestehen und selber variable Erlöse in der Form einer umsatzabhängigen Provision beziehen.

Dadurch, dass sich die Vermarkter am Umsatz und nicht am Gewinn beteiligen, entziehen die Vermarkter den Klubs gerade in der Wachstumsphase dringend benötigte finanzielle Mittel.

---

<sup>232</sup> Zum Teil delegieren die Vermarkter einzelne Teilaufgaben auf (Sub-)Vermarkter. Bei solchen „Vermarktungs-Ketten“ können sich mögliche Agency-Probleme zwischen Klubs und Vermarktern noch weiter verschärfen.

<sup>233</sup> Bei Kapitalbeteiligungen der Vermarkter an den Klubs wären Provisionen auch in der Form von Dividenden denkbar (Interview UFA Sports 1999).

<sup>234</sup> Ein mögliches Herunterspielen der Umsatzeinnahmen seitens der Klubs wird dadurch verhindert, dass die UFA Sports zumeist auch die Umsatzrechnungen schreibt bzw. kontrolliert (Interview HSV 1999).

<sup>235</sup> Hertha BSC war der erste Bundesligaklub, in den die UFA investiert hatte. Die Umsatzprovision, welche Hertha BSC am Anfang der Vertragsbeziehungen an die UFA abführen musste, betrug ca. 40%. Erst in der Saison 1999/2000 wurde die Provision auf 20% herabgesetzt (vgl. Geiselberger 2001: 60). Der Vermarkter muss bei einer Senkung der Umsatzprovision damit rechnen, dass alle anderen Klubs auch Druck auf den Vermarkter ausüben und eine Verbesserung der Vertragskonditionen fordern werden (vgl. Kipker 2000a: 48).



## 8.5 Interlinked Transactions und asymmetrische Vertragsbeziehungen zwischen den Klubs und der UFA Sports GmbH

Vermarktungsverträge sind zumeist Kombinationen zwischen Leistungsbeziehungen und Finanzbeziehungen (*Interlinked Transactions*)<sup>236</sup>. Zu den Leistungsbeziehungen zählen insbesondere die Management- und Marketingunterstützung. Finanzbeziehungen sind bspw. zinsgünstige Darlehen zur Spielerfinanzierung oder die Bereitstellung von Bürgschaften.

Beide Teilkomponenten werden i.d.R. nicht unabhängig voneinander abgeschlossen. Die UFA Sports versucht, durch mehrere dieser untereinander verbundenen langfristigen Teilverträge den Machteinfluss im Klub zu sichern. So bindet die UFA Sports die Klubs an sich, wenn die Kooperationsverträge vorsehen, dass die Kredite erst dann zurückgezahlt werden müssen, wenn der Klub den Vermarktungsvertrag mit der UFA Sports nicht mehr verlängert. Vermarktungsagenturen, die als „Sanierer“ bei einem Klub in einer wirtschaftlichen Notlage eingestiegen sind, handeln oft langfristige Verträge von bis zu zehn Jahren aus, die mit hohen Umsatzprovisionen, einseitigen Vertragsverlängerungsoptionen, die der Vermarkter ausüben darf, sowie Vertragsausstiegsklauseln<sup>237</sup> oder eine konditionierte Kapitalzufuhr in Tranchen während der Vertragslaufzeit ausgestattet sind<sup>238</sup>. Die UFA Sports versucht sich vor einer Verwässerung ihrer Ansprüche dadurch zu schützen, dass sie die Vertragsabschlüsse des Klubs mit anderen Investoren kontrolliert. Insbesondere bei der Komplettvermarktung führen Interlinked Transactions dazu, dass die unternehmerische Entscheidungsfreiheit der Klubs stark eingeschränkt und die ökonomische Abhängigkeit von den Vermarktungsgesellschaften sehr groß ist. Die Risiken aus Vermarktungsverträgen sind daher oftmals einseitig auf die Klubs verteilt. Interlinked Transactions haben oftmals auch zur Folge, dass die Preise für die Einzeltransaktionen nicht mehr transparent sind. Zudem richtet sich bei Koppelung verschiedener Finanz- und Geschäftsbeziehungen i.d.R. die Laufzeit kurzfristiger Teilverträge an der Laufzeit des längsten Teilvertrags aus.

Wenn die Vermarktungsaufgaben eines Klubs in Kooperation mit einem Vermarkter wahrgenommen werden, dann findet ein Wissenstransfer zum Klub statt (vgl. Kipker 2000a: 45). Um die Klubs von

---

<sup>236</sup> Vgl. zu „Interlinked Transactions“ z.B. Bardhan 1989: 237 ff. und Trenk 1991: 34 ff.

<sup>237</sup> UFA Sports und Hertha BSC haben 1995 einen Kooperationsvertrag bis zum Jahr 2003 abgeschlossen, wobei die UFA Sports das einseitige Optionsrecht hat, den Vertrag bis 2009 zu verlängern (vgl. Hertha BSC 2000: 13; Interview Hertha BSC 1999). Der Vertrag zwischen Borussia Dortmund und der UFA Sports läuft bis 2010, wobei Borussia Dortmund gegen Zahlung einer Kompensation im Jahr 2005 ein einseitiges Kündigungsrecht hat. Im Fall der Kündigung des Klubs tritt allerdings gleichzeitig eine einseitige Verlängerungsoption der UFA Sports bis 2010 in Kraft. In diesem Fall erhält die UFA Sports jedoch eine geringere Umsatzprovision von Borussia Dortmund (vgl. Borussia Dortmund 2000: 49). Borussia Dortmund hat der UFA Sports außerdem einen *Mindestumsatz an Fernseheneinnahmen* vertraglich garantiert. Wird dieser Mindestumsatz nicht erreicht, muss Borussia Dortmund der UFA Sports den fehlenden Differenzbetrag erstatten (vgl. Borussia Dortmund 2000: 16, 49).

<sup>238</sup> Die konditionierte Finanzierung in Tranchen während der Vertragslaufzeit kann aus der Sicht der UFA Sports als eine Vertrags-Abbruchsoption (vgl. analog Trigeorgis 1993: 203) interpretiert werden.

sich abhängig zu machen, haben die Vermarkter aber oftmals kein Interesse daran, dass die Klubs das spezifische Marketing Know How des Vermarkters erwerben. Daher verzichten die Vermarkter zum Teil auf Beratungsleistungen und den Einbezug der Klubs in Vermarktungsfragen. Fußballklubs verlernen es, das Absatzgeschäft selbständig auszuüben, wenn die Vermarktungs- bzw. Finanzierungsaufgaben lange Zeit von den Vermarktern wahrgenommen werden. Die Vermarkter verfügen auch über die notwendigen Kontaktnetzwerke, die beim Ausscheiden des Vermarkters verloren gehen. Die großen Abhängigkeitsbeziehungen der Fußballklubs von den Vermarktern stellen auch für die anderen Investoren von Fußballklubs Risiken dar (vgl. Dietl/Pauli 2000a: 19).

## 9. Zwischenfazit

In diesem Kapitel wurden einige Alternativen der Kapitalaufbringung der Klubs der Fußball-Bundesliga unter einer gegebenen Ligaverfassung beleuchtet. Im Mittelpunkt der Betrachtung stand dabei die Analyse der Vertragsbeziehungen, die die Finanzinvestoren mit den Klubs der Fußball-Bundesliga eingehen.

In der folgenden Abbildung werden einige Vertragsbeziehungen zwischen Fußballklubs und Typen von Finanzinvestoren zusammengefasst.

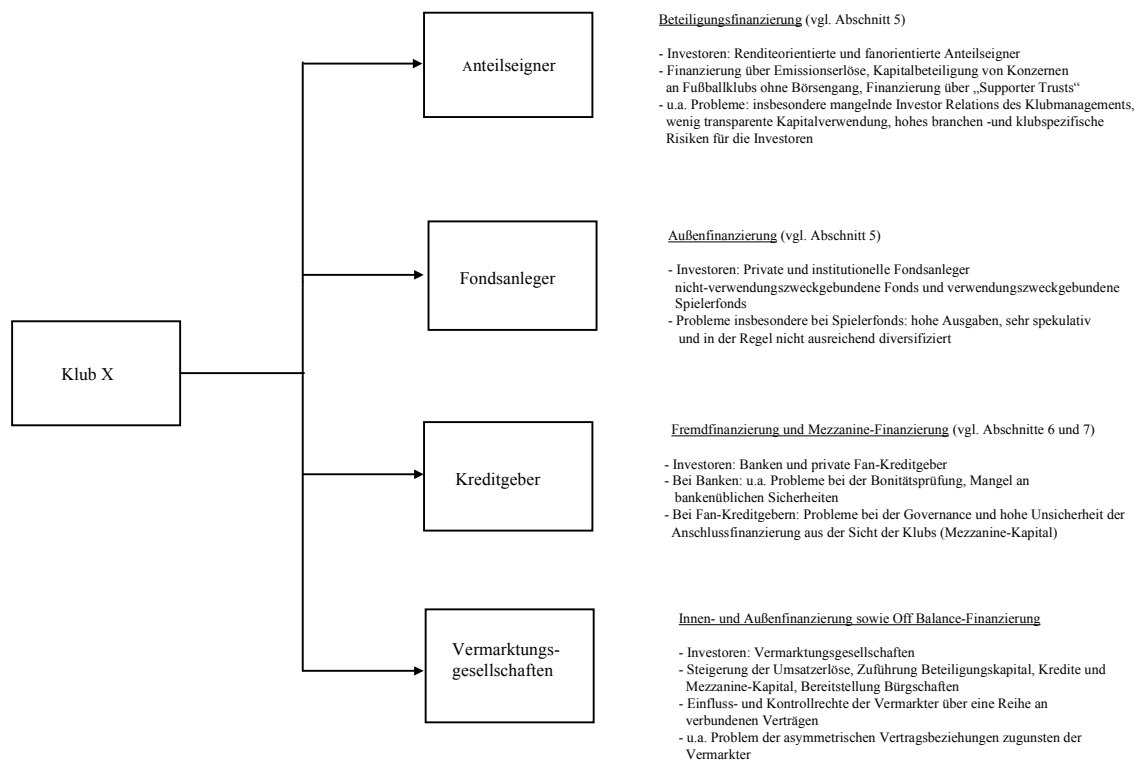


Abb. 45: Zwischenfazit Kapitel V

Quelle: Eigene Darstellung