



universität
wien

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

Alternative Finanzierungsmöglichkeiten im Profifußball –
Arten, Vergleiche und Zukunftsaussichten

Verfasser

Dalibor Dilberović

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im Juni 2011

Studienkennzahl lt. Studienblatt:
Studienrichtung lt. Studienblatt:
Betreuer:

A 157
Internationale Betriebswirtschaft
Univ.-Prof. Dr. Jörg Finsinger

1	Einleitung.....	4
1.1	Aufbau und Zielsetzung der Arbeit.....	5
2	Hauptteil I – Theoretische Grundlagen.....	7
2.1	Definition der Finanzierung.....	7
2.2	Ziele der Finanzierung.....	7
2.3	Kriterien zur Auswahl von Finanzierungsformen.....	10
2.4	Systematisierung der Finanzierungsformen.....	11
2.5	Risiko als Entscheidungskriterium.....	14
2.6	Pecking Order Theory.....	15
2.7	Prinzipal-Agent Problematik.....	16
3	Hauptteil II – Finanzierungsformen.....	20
3.1	Finanzierungsmöglichkeiten der Innenfinanzierung.....	21
3.1.1	Haupteinnahmequellen.....	21
3.1.1.1	Mediale Übertragungsrechte.....	22
3.1.1.2	Einnahmen durch Tickets / Catering.....	23
3.1.1.3	Sponsoring.....	25
3.1.1.4	Merchandising.....	29
3.1.2	Veräußerung materieller Vermögensgegenstände.....	31
3.1.3	Veräußerung immaterieller Vermögensgegenstände.....	33
3.1.3.1	Einnahmen durch Spielertransfers.....	33
3.1.3.2	Vermarktungsrechte.....	35
3.2	Finanzierungsmöglichkeiten der Außenfinanzierung.....	37
3.2.1	Kapitalbeschaffung durch Fremdkapital.....	37
3.2.1.1	Bankkredite.....	37
3.2.1.2	Schuldverschreibungen / Zerobonds.....	39
3.2.1.3	Asset Backed Securities.....	41

3.2.2	Kapitalbeschaffung durch Mezzanine-Finanzierung	44
3.2.2.1	Wandel-/Optionsanleihen	45
3.2.2.2	Genussscheine	46
3.2.2.3	Nachrangige Darlehen	48
3.2.2.4	Stille Gesellschaften	49
3.2.3	Kapitalbeschaffung durch Eigenkapital.....	51
3.2.3.1	Börsengang	52
3.2.3.2	Strategische Partnerschaften.....	58
3.2.3.3	„Sportwelt-Modell“	60
3.3	Bilanztechnische Finanzierungsmöglichkeiten	61
4	Zusammenfassung & Ergebnisse.....	64
	Anhang.....	68
	Abbildungs- & Tabellenverzeichnis	70
	Literaturverzeichnis	71

1 Einleitung

Der Fußballsport hat sich in den letzten Jahrzehnten von einer Freizeitbeschäftigung mit Wettkampfcharakter zu einem internationalen Wirtschaftsfaktor entwickelt, welcher für Tausende Menschen weltweit einen Arbeitsplatz geschaffen hat und Millionen weitere Woche für Woche in seinen Bann zieht. Durch die verstärkte Kommerzialisierung des Sports und dem rasanten Aufkommen des Internets (und anderer „neuer“ Medien), ist es heutzutage ohne Probleme möglich, sich zahlreiche Spiele von internationalen Klubs durch (Pay-)TV oder Internet nach Hause zu holen. Sowohl für die Zuseher vor den Bildschirmen als auch die Anhänger, die in die immer moderneren Stadien pilgern, bieten sich heutzutage mehr Möglichkeiten denn je, der Faszination Fußball nachzukommen. Denn eines ist klar: Der Fußball boomt wie noch nie zuvor. Mit rund 270 Millionen¹ aktiven Sportlern ist Fußball eine der populärsten Sportarten weltweit und erfreut sich immer größerer Beliebtheit.

Zahlreiche Wirtschaftsunternehmen haben das Potential des Fußballs erkannt und versuchen durch Sponsoring und gezielte Marketingmaßnahmen im Fahrwasser der Vereine von den Ertragsmöglichkeiten zu profitieren. Aber auch die Fußballklubs konnten in den letzten Jahren durch bessere Werbeverträge und dem Ausschöpfen von weiteren Ertragsquellen immer höhere Einnahmen verzeichnen. Während in der frühen Zeit die meisten Klubs als Fußballvereine mit wenigen Hierarchieebenen strukturiert waren und alleine der sportliche Erfolg im Vordergrund stand, finden sich seit den 90er Jahren immer mehr sog. „Fußballunternehmen“. Diese Fußballunternehmen verfügen oftmals als Kapitalgesellschaften über eine weitreichende Unternehmensstruktur, womit die Voraussetzung für die Finanzierungsmöglichkeiten der heutigen Zeit geschaffen wurde.

Die Kreditfinanzierung bei der Hausbank stellte für die meisten Vereine lange Zeit die einzige nennenswerte Alternative zur Deckung des Kapitalbedarfs dar. Trotz der jährlich steigenden Einnahmen, fanden sich viele Fußballvereine allerdings in Finanznöten wieder und erkannten, dass die Kreditfinanzierung nicht immer die ideale

¹ Ergebnis einer 2006 von der FIFA durchgeführten Umfrage. Vgl. o.V. – FIFA (2007)

Lösung darstellt. In Anbetracht der von der UEFA für das Jahr 2012 geplanten Einführung von Regeln und Richtlinien zur Sicherung des „finanziellen Gleichgewichts“ im europäischen Fußball, erscheint es für die Entscheidungsträger der Fußballklubs nötiger denn je, über alle Optionen der Kapitalbeschaffung Bescheid zu wissen und diese auch in Betracht zu ziehen. Das sog. finanzielle Fairplay wurde im September 2009 vom UEFA-Exekutivkomitee beschlossen und hat sich als langfristiges Ziel gesetzt, die Funktionsfähigkeit des europäischen Klubfußballs zu bewahren. Zu diesem Zweck soll u.a. „mehr Disziplin und Rationalität im Finanzwesen des Klubfußballs“ hergestellt werden.² Angesichts dieser neuen Regelung und den - im Fall des Nichterfüllens - möglichen Sanktionen³, erscheint eine intensive Untersuchung dieser Materie gerade zum jetzigen Zeitpunkt sinnvoll. Auf der Suche nach immer neuen Finanzierungsmöglichkeiten stehen den Entscheidungsträgern der Vereine mittlerweile zahlreiche Alternativen zur Verfügung, um die gesuchten Anforderungen möglichst gut erfüllen zu können.

1.1 Aufbau und Zielsetzung der Arbeit

Das Ziel dieser Arbeit ist es, die Finanzierungsalternativen im Profifußball darzustellen und auf ihre Eignung und Verbreitung zu untersuchen. Die Finanzierungsformen können dabei nach etlichen Kriterien eingeteilt und unterschieden werden.

In **Kapitel zwei** werden hierfür die theoretischen Grundlagen für eine eingehende Untersuchung der Materie gelegt. Zu diesem Zweck wird zunächst der, in der Literatur oft unterschiedlich definierte, Finanzierungsbegriff präzisiert und die Hauptziele der Finanzierung bestimmt. Mit Hilfe der vier Säulen des ökonomischen Prinzips (Produktivität, Rentabilität, Wirtschaftlichkeit und Liquidität) wird versucht, die grundlegenden Motive der Entscheidungsträger, die für das „Wohl des Unternehmens“ entscheidend sind, zu analysieren und besser verstehen zu können. Daran anschließend richtet sich die Betrachtung auf die spezifischen Kriterien, die es bei der Auswahl der

² Weitere Ziele die im Rahmen des Beschlusses ausgegeben wurden: Eindämmung der Ausgaben für Gehältern und Transfers; ordnungsgemäßes Wirtschaften im Rahmen der Einkünfte; rechtzeitige Begleichung von Verbindlichkeiten. Weitere Informationen zu dem Beschluss vgl. o.V. – UEFA (2010)

³ Im Fall des Nichtbefolgens der „Break-Even“-Anforderungen, droht den betroffenen Klubs der Ausschluss aus allen Europacup-Wettbewerben, die für viele Klubs als regelmäßige Einnahmequelle von großer Bedeutung ist.

geeigneten Finanzierungsform zu berücksichtigen gilt. Darauf aufbauend kommt es zu einer ersten Systematisierung, mit dem Versuch die Kapitalformen anhand von fünf Kriterien (Rechtsstellung des Kapitalgebers, Kapitalherkunft, Fristigkeit, Verhältnis von finanzieller Ausstattung und Finanzbedarf sowie dem Finanzierungsgrund) zu kategorisieren. Im weiteren Verlauf des Kapitels wird auf das spezifische Risiko des Fußballs für Investoren eingegangen und gezeigt, dass durch die permanente Ungewissheit des sportlichen Erfolgs, das Risiko ein zentrales Problem für die Wirtschaftlichkeit eines Fußballvereins darstellt. Dementsprechend, ist das Risiko für Investoren von vornherein höher anzusetzen als bei anderen Branchen. Aus diesem Grund erscheint eine risikoangepasste Einteilung der Finanzierungsalternativen nach der Pecking Order Theory von Stewart Myers und Nicholas Majluf, die ebenfalls in diesem Abschnitt vorgestellt wird, sinnvoll. Ein weiterer wichtiger Aspekt bei der Finanzierung ist das Prinzipal-Agent-Problem, das am Ende dieses Kapitels beleuchtet wird. Dabei wird ersichtlich mit welchen zusätzlichen Problemen die Verantwortlichen von Fußballklubs bei ihrer Entscheidung konfrontiert werden.

Die Finanzierungsalternativen werden in **Kapitel drei** eingehend dargestellt und nach den zuvor definierten Kriterien wie Risiko, Struktur, Kapitalkosten, Eignung und Anwendung im Fußballsport analysiert. Die Reihenfolge erfolgt in Anlehnung an die Pecking Order Theory nach der ansteigenden Risikoeinschätzung des Marktes auf eine Änderung der Kapitalstruktur. Daraus ergibt sich die Reihenfolge Innenfinanzierung – Fremdfinanzierung – Finanzierung durch Mezzanine-Kapital – Eigenkapital, nach der die einzelnen Finanzierungsalternativen in dieser Arbeit nacheinander überprüft werden. Dabei werden jeweils zu Beginn die Voraussetzungen sowie die theoretische Abwicklung jeder Finanzierungsform analysiert und anschließend mit Beispielen aus der näheren Vergangenheit von Fußballklubs aus Europa anschaulich dargestellt. Desweiteren erfolgt eine Einschätzung über die zukünftige Bedeutung sowie Möglichkeiten der jeweiligen Finanzierungsform auf die Kapitalstruktur von Fußballunternehmen.

In **Kapitel vier** werden schlussendlich die Ergebnisse dieser Arbeit nochmal zusammengefasst und ein abschließendes Fazit zu dem Thema gezogen.

2 Hauptteil I – Theoretische Grundlagen

2.1 Definition der Finanzierung

Bevor ich näher auf die einzelnen Finanzierungsformen eingehe, ist es erforderlich den Begriff Finanzierung näher zu definieren. Zum Begriff der Finanzierung gibt es in der Literatur viele unterschiedliche Definitionen. Im weitesten Sinne findet man Einigkeit, dass Finanzierungsmaßnahmen im Allgemeinen auf die Beschaffung von Kapital zur Leistungserstellung bzw. Leistungsverwertung abzielen.⁴ Diese Definition trifft genauso auf ein Unternehmen zu, wie auch für eine Privatperson die z.B. einen Kredit bei einer Bank aufnimmt. Darüber hinaus kann man die Finanzierung als eine Zahlungsreihe charakterisieren, die mit einer Einzahlung in das Unternehmen beginnt und in weiterer Folge zu einer (oder mehrerer) Auszahlungen führt.⁵

2.2 Ziele der Finanzierung

Bevor die Kriterien für die Finanzierungsalternativen sowie für den Einsatz von Eigen- oder Fremdkapital festgelegt werden können, müssen zunächst die Finanzierungsziele analysiert werden. Die Ziele der Finanzierung liegen vor allem darin, dass finanzielle Gleichgewicht des Unternehmens aufrecht zu erhalten. Voraussetzung für jedes wirtschaftliche Handeln ist dabei das Prinzip der Rationalität.

Aufgrund des rationalen Denkens werden die Handlungen von Ökonomen als nachvollziehbar und kalkulierbar vorausgesetzt. Das Rationalprinzip besagt, „dass mit einem gegebenen Aufwand an Produktionsfaktoren der größtmögliche Güterertrag zu erzielen ist bzw. dass ein vorgegebener Güterertrag mit geringstmöglichem Einsatz an Produktionsfaktoren zu erwirtschaften ist.“⁶ Dabei wird die Rationalität im wirtschaftlichen Kontext in die vier Teilbereiche Produktivität, Rentabilität, Wirtschaftlichkeit und Liquidität gegliedert, deren Einhaltung ein wichtiges Ziel für jedes Unternehmen darstellt.

⁴ Vgl. Olfert (1999), S. 16

⁵ Vgl. Drukarczyk (1993), S. 1

⁶ Körndörfer (2003), S. 46

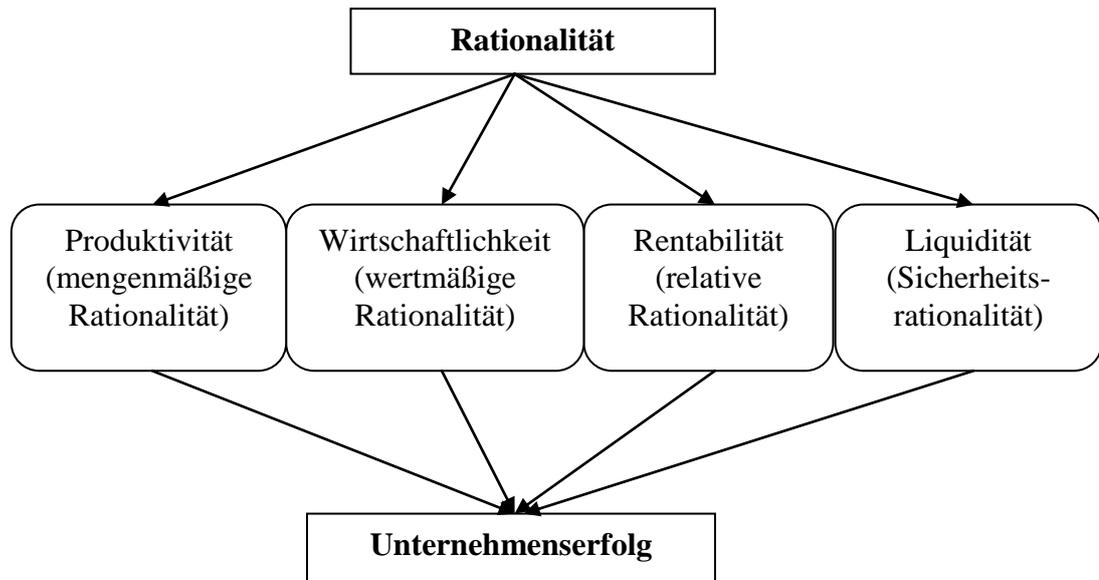


Abb. 1: Die Säulen des ökonomischen Prinzips⁷

In Abbildung 1 sind diese Säulen des wirtschaftlichen Handelns dargestellt. Die Grundlage für die Existenz von Unternehmen ist die **Liquidität** und somit die Fähigkeit allen Zahlungsverpflichtungen gänzlich und termingerecht nachzukommen. Kann ein Unternehmen den Forderungen nicht mehr nachkommen, droht dem Unternehmen ein Konkurs oder ein gerichtlicher Vergleich. Zur Überprüfung der Liquidität gibt es Liquiditätskennzahlen, die das Verhältnis von liquiden Mitteln zu den kurzfristig bestehenden Verbindlichkeiten angeben. Je nach Umfang und Definition des Begriffs „liquide Mittel“ wird die Liquidität ersten, zweiten und dritten Grades⁸ unterschieden.⁹

Wenn die Liquidität sichergestellt ist, werden die Kennzahlengrößen der Rentabilität, Wirtschaftlichkeit und Produktivität verfolgt. Das ökonomische Prinzip ist allerdings nur ein Rahmen, der den Unternehmen ermöglicht sinnvoll zu wirtschaften. Die Unternehmen haben i.d.R. unterschiedliche Motive und Ziele die sie verfolgen. Dabei spielt die **Wirtschaftlichkeit** in den meisten Fällen eine große Rolle, die es zu maximieren gilt. Als Wirtschaftlichkeit oder auch Marktwirtschaftlichkeit wird das

⁷ Vgl. Schneck (2006), Abb. 8, S. 40

⁸ Die Liquidität 1.Grades stellt das Verhältnis zwischen den „flüssigen“ Zahlungsmitteln (Kassa, Bankguthaben) zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten dar. Die Liquidität 2.Grades gibt das Verhältnis des Geldvermögens zuzüglich des Wertpapierbestands und der kurzfristigen Forderungen zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten an. Die Liquidität 3.Grades gibt schließlich an wie weit die kurzfristigen Verbindlichkeiten durch das gesamte Umlaufvermögen gedeckt sind. Je nach Auswahl des Liquiditätsgrades gibt es Richtwerte, welche die Unternehmen versuchen zu erreichen. Vgl. Mensch (2008), S. 180f.

⁹ Vgl. Schneck (2006), S. 39ff.

Verhältnis zwischen Ertrag und Aufwand bezeichnet. Je größer der erhaltene Wert ist, desto effizienter setzt das Unternehmen die Mittel ein, um den erzielten Ertrag zu erreichen. In enger Verbindung zur Wirtschaftlichkeit steht die Rentabilität eines Unternehmens. Die **Rentabilität** spiegelt das Verhältnis zwischen einer Erfolgsgröße (z.B. Gewinn) zu einer Kapitalgröße (z.B. eingesetztes Kapital) wieder und ist ein bedeutender Indikator für den Unternehmenserfolg. Die Verbindung zwischen Rentabilität und Wirtschaftlichkeit ist durch die Prinzipien der Marktwirtschaft begründet. Das Streben nach Wirtschaftlichkeit wird in der Marktwirtschaft durch das Streben nach Rentabilität „vervollständigt“. Durch einen vorteilhaften Preis bzw. einen kurzfristigen Preisanstieg kann ein Unternehmen eine hohe Rentabilität erzielen, auch wenn die Wirtschaftlichkeit nicht optimiert ist. Dennoch gilt: Ein rentables Unternehmen setzt auf lange Sicht zwangsläufig eine gute Wirtschaftlichkeit voraus. Umgekehrt gilt dieses Prinzip jedoch nicht zwingend.¹⁰ Daraus folgt der ökonomische Grundsatz: „Die Rentabilität ist stets eine Folge der Wirtschaftlichkeit, nicht aber deren Ursache!“¹¹

Die **Produktivität** dagegen bezieht sich auf die mengenmäßige Rationalität und stellt die Relation zwischen mengenmäßigem Output und Input her. Wird die Produktivität mit den aktuellen Preisen multipliziert, ergibt sich die Wirtschaftlichkeit eines Unternehmens. Eine Steigerung der Produktivität (durch z.B. Rationalisierung oder Automatisierung) führt somit gleichzeitig zu einer Verbesserung der Wirtschaftlichkeit. In Abbildung 2 sind die Zusammenhänge zwischen den ökonomischen Prinzipien dargestellt.¹²

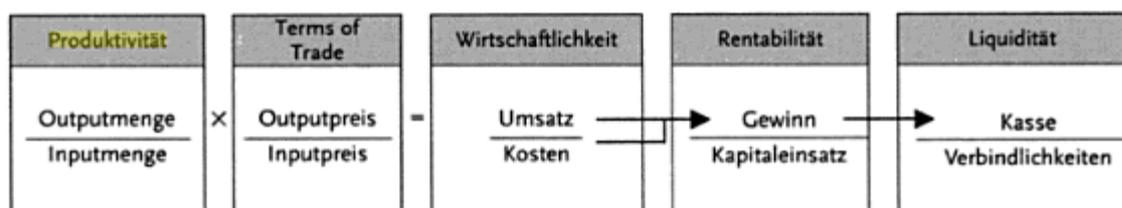


Abb. 2: Zusammenhang der wichtigsten ökonomischen Prinzipien¹³

¹⁰ Vgl. Korndörfer (2003), S. 47f.

¹¹ Korndörfer (2003), S. 47

¹² Vgl. Schneck (2006), S. 50f.

¹³ Vgl. Schneck (2006), Abb. 15, S. 50

2.3 Kriterien zur Auswahl von Finanzierungsformen

Nach der Definition der Finanzierung widmen wir uns nun der Frage, welche Parameter für die Auswahl einer Finanzierungsform für ein Unternehmen, und in weiterer Folge für einen Fußballverein von Bedeutung sind. Diese Kriterien sind unter anderem:

1) Kosten und zeitliche Verfügbarkeit der Finanzierungsmittel

Das wohl wichtigste Kriterium bei der Entscheidung sind die Kosten und die zeitliche Überlassung der Finanzmittel. Für ein Unternehmen ist es von entscheidender Bedeutung zu wissen, wie lange und zu welchen Konditionen die jeweiligen Finanzierungsmittel zur Verfügung gestellt werden. Auf Basis dieser Informationen, kann dann in der obersten Managementebene eine fundierte und wirtschaftlich sinnvolle Entscheidung getroffen werden. Grundsätzlich gilt die Maxime, dass Eigenkapital in der Regel dazu dient, dem Unternehmen langfristig zur Verfügung zu stehen, während bei Fremdkapital je nach Art zwischen kurzer, mittlerer und langer Fristigkeit unterschieden werden muss.¹⁴

2) Autonomie

Wenn sich ein Unternehmen entschließt, neue Kapitalgeber zu finden, sollte sich die Unternehmensführung im Klaren sein welche Folgen diese Entscheidung nach sich zieht. Kapitalgeber investieren in ein Unternehmen wie einen Fußballverein u.U. nur unter der Voraussetzung, das Recht zu erwerben, die Entscheidungen der Unternehmensspitze mit beeinflussen zu können. Die Entscheidungswege werden länger und das Gewicht jeder Stimme mit Entscheidungsbefugnis nimmt mit jedem Kapitalgeber merklich ab.¹⁵

3) Liquidität

Eine der Zielsetzungen von Unternehmern ist die jederzeitige Gewährleistung der Liquidität. Unter Liquidität bezeichnet man die Fähigkeit eines Unternehmens, die zu

¹⁴ Vgl. Stiefl (2005), S. 17

¹⁵ Vgl. Stiefl (2005), S. 18

einem bestimmten Zeitpunkt fälligen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen, welche während des Bestehens des Unternehmens zu jedem Zeitpunkt gegeben sein muss.¹⁶ Ein wichtiges Kriterium für die Liquidität eines Unternehmens ist die Liquidierbarkeit seiner Aktiva. Die Liquidierbarkeit ist umso höher, je niedriger die Transaktionskosten (Gebühren, Steuern, etc.) sind, die bei der Veräußerung anfallen und je kleiner die Preisschwankungen des Vermögensgegenstandes sind. Zu den am einfachsten zu liquidierenden Vermögensgegenständen zählen Bundesanleihen und an der Börse gehandelte Wertpapiere, die beide eben an dieser relativ schnell in Geld veräußert werden können. Auf der anderen Seite können Produktionsanlagen wie Immobilien und Anlagevermögen nur durch hohe Transaktionskosten in Geld umgewandelt werden.¹⁷

4) Kapitalstruktur

Ein weiteres Kriterium bei der Entscheidung der idealen Finanzierungsform ist das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital. Einerseits gibt es rechtliche Vorschriften die einen bestimmten Eigenkapitalanteil vorschreiben. Auf der anderen Seite sollte jedes Unternehmen versuchen, im Rahmen der Bonität, einen bestimmten Verschuldungsgrad nicht zu überschreiten.¹⁸ Die Folgen eines zu hohen Verschuldungsgrades wären höhere Kreditzahlungen bis hin zu einer Herabsetzung des Bonitätsratings einer Ratingagentur im Rahmen einer Kreditvergabe.

2.4 Systematisierung der Finanzierungsformen

Nachdem die wichtigsten Gesichtspunkte bei der Auswahl definiert und beschrieben wurden, gilt es einen Systematisierungsansatz für die Finanzierungsformen zu finden. Im Folgenden werden die Kategorien nach der „klassischen“ Einteilung der betrieblichen Finanzierungsformen veranschaulicht. Hierbei werden die Finanzierungsformen in fünf Kategorien zusammengefasst:¹⁹

¹⁶ Vgl. Witte (1963), S. 15

¹⁷ Vgl. Becker (2009), S. 13

¹⁸ Vgl. Stiefl (2005), S. 19

¹⁹ Vgl. Stiefl (2005), S. 19

- Rechtsstellung des Kapitalgebers
- Kapitalherkunft
- Fristigkeit
- Verhältnis von finanzieller Ausstattung und Finanzbedarf
- Finanzierungsgrund

Je nachdem ob die finanziellen Mittel eigen- oder fremdfinanziert sind, wird die **Rechtsstellung des Kapitalgebers** unterschieden. Von Eigenfinanzierung spricht man, wenn dem Unternehmen Eigenkapital zugeführt. Dies geschieht durch Zuführung von Eigenkapital durch die Eigentümer oder in Form von Gewinnthesaurierung. Wird dem Unternehmen Kapital über außen durch externe Gläubiger für eine bestimmte Zeit zur Verfügung gestellt, spricht man von Fremdfinanzierung. Neben Eigen- und Fremdfinanzierung gibt es noch die Mezzanine-Finanzierung. Sie ist, wie der Name andeutet, in ihrer Art eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung. Eine Besonderheit der Mezzanine-Finanzierung ist die bilanzielle Zurechenbarkeit zum Eigenkapital bei gleichzeitigem Ausnutzen der steuerlichen Vorteile als Fremdkapital.²⁰ Dazu zählen u.a. Wandel- und Optionsanleihen, Genussscheine, nachrangige Darlehen sowie stille Beteiligungen.

Die Frage der Rechtsstellung spielt u.a. bei der Haftung eine entscheidende Rolle. Während Eigenkapitalgeber mit ihrer Einlage für Verpflichtungen des Unternehmens gegenüber Dritten haften, sind Fremdkapitalgeber von der Haftung ausgeschlossen. Vielmehr hat ein Unternehmen eine Rückzahlungsverpflichtung gegenüber den Gläubigern.²¹

Da Eigen- und Fremdfinanzierung unter dem Begriff Außenfinanzierung zusammengefasst werden, kann die Finanzierung auch nach der **Kapitalherkunft** klassifiziert werden. Während bei der Außenfinanzierung eine Zuführung von Finanzmitteln durch die Unternehmenseigner, Beteiligung von Gesellschaftern oder durch Kredite von Gläubigern erfolgt, wird bei der Innenfinanzierung der Kapitalbedarf durch erzielte Umsatzerlöse oder durch einbehaltene Gewinne (Selbstfinanzierung) gedeckt. Hierbei werden also grundsätzlich ausschüttungsfähige Gewinne gezielt zu Finanzierungszwecken einbehalten. Aber auch andere Finanzierungsformen,

²⁰ Vgl. Hirth (2005), S. 127

²¹ Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 341

beispielsweise die Beschaffung liquider Mittel durch den Verkauf von Anlagegegenständen, können als Ausdruck der Innenfinanzierung interpretiert werden. Dabei werden ebenfalls liquide Mittel beschafft, die grundsätzlich den Inhabern der Beteiligungstitel zuzurechnen sind.²²

Nachdem eine Einigung über die Art der Finanzierung erzielt wurde, steht noch die **Frage der Fristigkeit** aus. Hierbei wird je nach Zeithorizont zwischen kurz-, mittel- und langfristiger Verfügbarkeit unterschieden. Während Eigenkapital i.d.R. langfristig oder sogar unbefristet zur Verfügung steht, spielt die Fristigkeit der Fremdfinanzierung vor allem bei der Ausweisung in der Bilanz eine große Rolle.²³ Da nach §237 UGB zum Thema „Ergänzende Angaben zur Erläuterung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung“ die Ausweisung von Verbindlichkeiten mit mehr als einem Jahr bzw. mehr als fünf Jahren verlangt wird, macht eine Einteilung nach diesen Richtlinien Sinn. Demzufolge handelt es sich bei einer Laufzeit von weniger als einem Jahr um kurzfristige Kredite, bis zu fünf Jahren um mittelfristige und bei Laufzeiten von mehr als fünf Jahren um langfristige Kredite.

Ein weiterer Systematisierungsansatz ist der nach dem **Verhältnis von finanzieller Ausstattung und Finanzbedarf**. Dabei wird zwischen Überfinanzierung, Unterfinanzierung und bedarfsadäquater Finanzierung unterschieden. Sind die vorhandenen Mittel größer als der tatsächliche Kapitalbedarf, ist von Überfinanzierung die Rede. Überfinanzierung führt zu einer Verschlechterung der Rentabilität, da die finanziellen Mittel nicht effizient eingesetzt werden. Das Gegenteil ist der Fall wenn dem Kapitalbedarf ein Mangel beim vorhandenen Finanzfonds gegenübersteht. Dieses Szenario versuchen Unternehmen zu vermeiden, weil so das Potential nicht ausgeschöpft wird und damit ein Teil des Wachstumspotentials des Unternehmens verschenkt wird. Im Idealfall befinden sich Kapitalbedarf und vorhandene Finanzmittel in Balance. Dieser Zustand wird auch als bedarfsadäquate Finanzierung bezeichnet.²⁴

In der Fachliteratur wird außerdem häufig nach dem **Finanzierungsgrund** unterschieden. Dabei wird zwischen Gründungsfinanzierung, Erweiterungsfinanzierung

²² Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 344ff.

²³ Vgl. Präscher/Schikorra/Ludwig (2007), S. 27

²⁴ Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 343

und Umfinanzierung unterschieden. Von Gründungsfinanzierung ist die Rede, wenn finanzielle Mittel für die Existenzgründung eines Unternehmens beschafft werden. Ist das Unternehmen bereits gegründet und werden neue finanzielle Ressourcen für das Wachstum benötigt, spricht man von Erweiterungsfinanzierung. Umfinanzierungen werden vorgenommen um eine Kapitalart durch eine andere zu ersetzen bzw. einen Kredit bei Bank A durch einen Kredit bei Bank B zu ersetzen.²⁵

2.5 Risiko als Entscheidungskriterium

Eine zentrale Rolle bei jeder Investitions- und Finanzierungsentscheidung eines Unternehmens spielt das Risiko. Der Begriff Risiko bezeichnet dabei die Unsicherheit über die Entwicklung von wirtschaftlichen Größen, unter der Annahme, dass getroffene Entscheidungen nicht bzw. nur mit einem großen finanziellen Aufwand wieder rückgängig gemacht werden können.²⁶ Dabei lässt sich das Risiko in zwei Teile aufteilen: Einerseits besteht für ein Unternehmen ein Geschäftsrisiko, das sich durch die wirtschaftliche Geschäftstätigkeit begründet. Andererseits gibt es noch das Risiko, das durch den momentanen Verschuldungsgrad (Kapitalstrukturrisiko) gegeben ist.²⁷ Mit dem Beginn der Geschäftstätigkeit steht jedes Unternehmen in der Verantwortung, die dabei anfallenden Verbindlichkeiten und Zahlungen fristgerecht zu leisten. Das Geschäftsrisiko gibt die Wahrscheinlichkeit an, mit der Unternehmen ihren Verbindlichkeiten nicht mehr nachkommen können und somit zahlungsunfähig werden. Dabei wird durch eine (risikobehaftete) Kapitalaufnahme die Wahrscheinlichkeit einer potentiellen Zahlungsunfähigkeit nochmal erhöht, was i.d.R. negative Auswirkungen auf das Gesamtrisiko des Unternehmens hat.²⁸ Aus diesem Grund erscheint es sinnvoll den Faktor „Risiko“ bei zukünftigen Finanzierungsentscheidungen als wichtiges Entscheidungskriterium zu berücksichtigen.

²⁵ Vgl. Prätsch/Schikorra/Ludwig (2007), S. 28

²⁶ Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 99ff., S. 490ff.

²⁷ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 261ff.

²⁸ Vgl. Dworak (2010), S. 103ff.

2.6 Pecking Order Theory

Eine häufig angewandte Form der Reihung von Finanzierungsformen anhand des „Risiko-Nutzen Trade-Offs“ ist die Pecking Order Theory, entwickelt von Stewart Myers und Nicholas Majluf im Jahr 1984.²⁹ Die Idee dieses Modells ist, dass Manager zuerst die Kapitalstruktur bzw. Finanzierungsform wählen, die den geringsten (negativen) Einfluss auf dem Kapitalmarkt auslöst. Aus diesem Grund geht dieses Modell von zwei Grundsätzen aus: 1. Die Verwendung von internen Mitteln und 2. Die Verwendung der „sichersten“ übrig gebliebenen Finanzierungsalternative.³⁰ Dadurch soll verhindert werden, dass durch das Setzen ungünstiger Signale der Kapitalmarkt negativ reagiert und womöglich einen erheblichen Wertverlust durch fallende Börsenkurse auslöst. Aus diesem Grund versuchen Manager sich an die Pecking Order Theory zu halten, die i.W. so aufgebaut ist³¹:

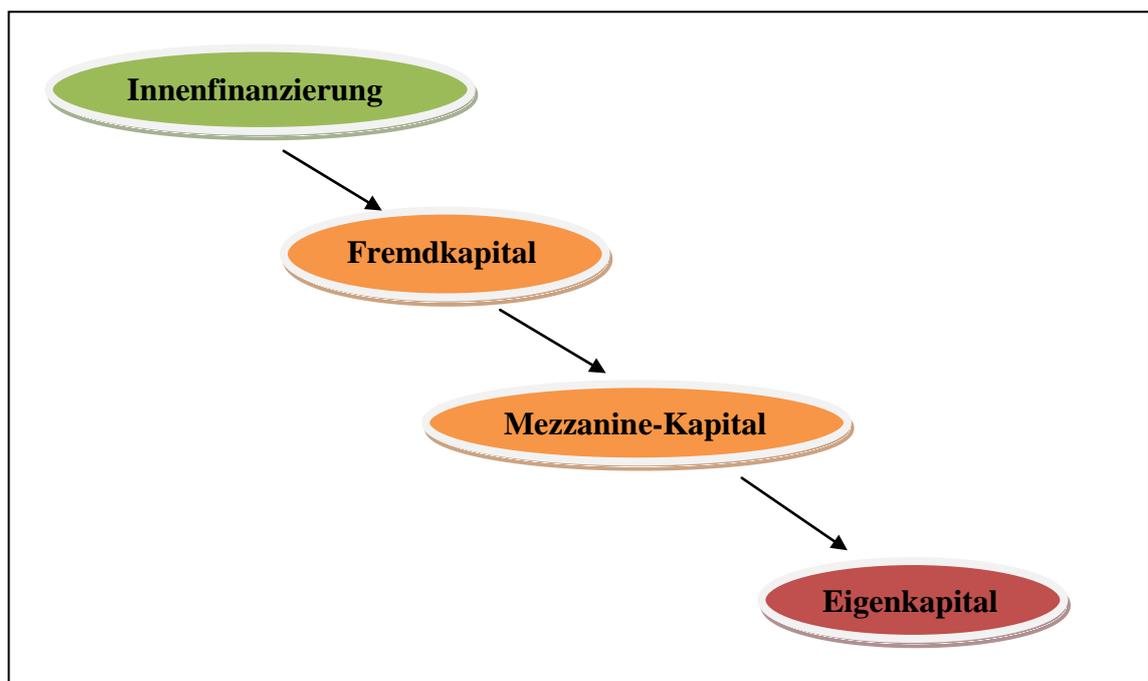


Abb. 3: Vereinfachte Darstellung der Pecking Order Theory

Nach der Pecking Order Theory sollten die Manager in erster Linie versuchen die Mittel der Innenfinanzierung auszureizen, da dieses Kapital ohne jeglichen Kostenaufwand verfügbar ist und verständlicherweise das geringste Risiko birgt. Ist das Unternehmen

²⁹ Vgl. hierzu grundlegend: Myers/Majluf (1984), S. 187ff.

³⁰ Vgl. Ross/Westerfield/Jaffe (2005), S. 452ff.

³¹ Vgl. Rudolph (2006), S. 172ff.

an der Börse notiert und werden Dividenden ausgezahlt, sollten diese Dividendenzahlungen (wenn möglich) konstant gehalten werden. Grund hierbei ist die vorherrschende Informationsasymmetrie zwischen Managern und Investoren, die bei Auftreten eines profitablen Investitionsprojekts und einer Veränderung der Dividende zu unerwünschten Signalen bzw. Reaktionen des Marktes führt. In der Praxis³² ist häufig zu beobachten, dass nachhaltig profitable Unternehmen durch die Generierung von „Financial Slack“ für Zeiten von erhöhtem Kapitalbedarf vorsorgen. Deswegen sind große, erfolgreiche Unternehmen i.A. auch deutlich weniger auf Fremdkapital angewiesen als weniger erfolgreiche Firmen.

Reichen die intern generierten Überschüsse nicht mehr aus, wird im Rahmen der Außenfinanzierung zunächst dem Fremdkapital der Vorzug gegeben, gefolgt von „Mezzanine-Kapital“ (Wandelanleihen, Genussscheine, etc.; Vgl. 3.2.2). Erst wenn diese Finanzierungsalternativen aufgebraucht sind, sollte auf die Eigenkapitalfinanzierung zurückgegriffen werden. Die Rangfolge der Unternehmensfinanzierung kann folgendermaßen erklärt werden: Erstens ist die Außenfinanzierung immer mit einem gewissen **Kostenaufwand** verbunden (z.B. Gebühren, die an Investmentbanken gezahlt werden müssen), was sie wesentlich teurer als die Innenfinanzierungsalternative darstellt. Zweitens führt die **Existenz von Informationsasymmetrien** zur Unterbewertung neuer Aktien und neu aufgenommenen Fremdkapitals am Markt. Demzufolge ist die Außenfinanzierung durch die Entstehung von Agency-Kosten (Vgl. 2.7) belastet, die bei der Innenfinanzierung vermieden werden können.³³

2.7 Prinzipal-Agent Problematik

Die Prinzipal-Agent Problematik beschäftigt sich mit der Beziehung zwischen Auftraggeber (Prinzipal) und Auftragnehmer (Agent), die im letzten Jahrhundert durch die Trennung von Eigentümern und Entscheidungsbevollmächtigten Einzug fand. Überträgt dabei der Eigentümer (Prinzipal) einem Manager (Agent) die Leitung des Unternehmens an, so entsteht die Problemstellung wie der Prinzipal dabei ein

³² Vgl. Ross/Westerfield/Jaffe (2005), S. 453ff.

³³ Vgl. Dworak (2010), S. 104ff.

opportunistisches bzw. suboptimales Verhalten des Managers verhindern kann.³⁴ Der Grund für diese Ausgangslage ist die vorliegende Informationsasymmetrie und die unterschiedlichen Ziele zwischen Prinzipal (Maximierung des Unternehmenswerts) und des Managers (z.B. Maximierung der Entlohnung). Je nachdem ob die asymmetrische Informationsverteilung *vor* oder *nach* dem Vertragsabschluss vorliegt, unterscheiden wir zwischen **Hidden Information** und **Hidden Action**.³⁵

Im Fall der Hidden Information hat der Agent vor dem Vertragsabschluss einen Informationsvorteil gegenüber dem Prinzipal. Dabei besteht für den Prinzipal die Gefahr, dass der Agent, durch sein erworbenes Insiderwissen, bei den Verhandlungen das wahre Marktpotential und die Konkurrenzsituation verschleiern um somit seinen eigenen Nutzen erhöhen zu können. Häufig treten Manager nur an einen Arbeitgeber heran, wenn sie den Unternehmenswert unterbewertet sehen oder die Entlohnung für das Risiko und die erforderliche Arbeit für sie in einem vorteilhaften Verhältnis stehen.³⁶

Mitunter kann die asymmetrische Informationsverteilung auch zu einem kompletten Zusammenbruch des Marktes führen wie im bekannten Beispiel von George A. Akerlof.³⁷ In Akerlofs Beispiel besteht Unsicherheit über die Qualität von Gebrauchtwagen und keine Möglichkeit für die interessierten Käufer herauszufinden, welche Autos voll funktionstüchtig sind und bei welchen es sich um sog. „Lemons“ (Autos mit schlechter Qualität) handelt. Aufgrund dieser Unsicherheit wird zunächst von einem Durchschnittspreis für alle gehandelten Autos ausgegangen. Da die Anbieter von Autos mit guter Qualität keinen Grund haben, ihre Güter unter dem Marktwert zu verkaufen, werden diese ihre Autos vom Markt nehmen. Übrig bleiben für die Nachfrager nur die Lemons. In der weiteren Folge sinkt durch die abnehmende Qualität der Autos der Durchschnittspreis, weil die potentiellen Kunden den Ausstieg der qualitativ besseren Autos antizipieren und für die schlechtere Qualität einen Preisabschlag verlangen. Immer mehr Anbieter ziehen ihre Güter aus dem Markt zurück und der Preis sinkt immer mehr bis der Markt zum Erliegen kommt. Akerlof zeigt

³⁴ Vgl. Kieser/Ebers (2006), S. 266ff.

³⁵ Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 521ff.

³⁶ Vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 487f.

³⁷ Vgl. Akerlof (1970), S. 488ff.

anhand dieses Beispiels wie eine asymmetrische Informationsverteilung im Extremfall zu einem kompletten Zusammenbruch des Marktes führen kann.

Um einen solchen Zusammenbruch von Angebot und Nachfrage aufgrund von Hidden Information zu verhindern, gibt es drei Möglichkeiten um mehr Transparenz in den Prinzipal-Agent-Prozess zu bringen: Screening, Self Selection und Signalling.

Beim **Signalling** werden positive Informationen des Agenten an den Prinzipal signalisiert, welche die Qualität glaubhaft darstellen können. Diese Informationen müssen allerdings so ausgelegt werden, dass für einen qualitativ schlechteren Agenten, die Kosten den Nutzen übersteigen würden, sofern er die Signale kopieren würde. In Akerlofs Beispiel könnten die Anbieter eine Fahrzeuggarantie für eine bestimmte Zeit oder eine Rückgaberecht des Autos vereinbaren, um sich von den Lemons abzugrenzen.³⁸ In der Unternehmenspolitik wird das Signalling z.B. bei der Dividendenhöhe angewendet. Erfolgreiche Unternehmen können es sich i.d.R. eher leisten eine hohe Dividende auszuschütten als weniger erfolgreiche. Signalling gibt es auch bei Änderungen der Kapitalstruktur. Eine Erhöhung der Eigenkapitalquote kann dabei auf eine Überbewertung des Unternehmens oder ein höheres unternehmerisches Risiko hindeuten.³⁹

Das sog. „**Screening**“ bietet für den Auftraggeber eine gute Möglichkeit die Informationsasymmetrie des Managers bzw. des Produkts zu verringern. Dabei überprüft der Prinzipal die Qualität der bisher gezeigten Leistung anhand der Auswertung von Pressemitteilungen der Unternehmen, Jahresabschlüssen sowie Prüfungsberichten von Wirtschaftsprüfern.⁴⁰ Im Fall eines Agenten besteht für den Prinzipal die Chance durch die Befragung von früheren Arbeitgebern die charakterliche und fachliche Eignung des Kandidaten festzustellen.

Ein weiteres Mittel für die Auswahl von geeigneten Kandidaten ist das Kriterium der **Self Selection**. Dabei erhält der Agent vom Prinzipal mehrere Vertragsmöglichkeiten bzw. Finanzierungsmodelle mit unterschiedlicher Risikowirkung für die Entlohnung des

³⁸ Vgl. Kurth (2005), S. 153f.

³⁹ Vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 489

⁴⁰ Vgl. Dworak (2010), S. 114f.

Agenten. Die Wahl des Entlohnungssystems gibt dem Auftraggeber dabei wichtige Anhaltspunkte über die Qualitätskriterien und das Anreizsystem des Managers.⁴¹

⁴¹ Vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 489

3 Hauptteil II – Finanzierungsformen

Nachdem im vorherigen Abschnitt die theoretischen Grundlagen für eine ausführliche Auseinandersetzung mit den unterschiedlichen Finanzierungsalternativen gelegt wurden, werden in diesem Kapitel die einzelnen Finanzierungsmöglichkeiten auf Risiko, Struktur und Eignung für Fußballvereine untersucht. Bei der Betrachtung der Alternativen ist zu beachten, dass eine Besonderheit des Profifußballs, im Vergleich zu anderen Wirtschaftszweigen, die Risikostruktur darstellt. Durch die ständig gegebene Unsicherheit des sportlichen Erfolgs, stellt das Risiko ein zentrales Problem für die Wirtschaftlichkeit eines Fußballvereins dar. Folglich, ist das Risiko für Investoren von vornherein höher anzusetzen als bei anderen Branchen. Das gilt es bei der Wahl des Finanzierungsinstruments zu berücksichtigen.

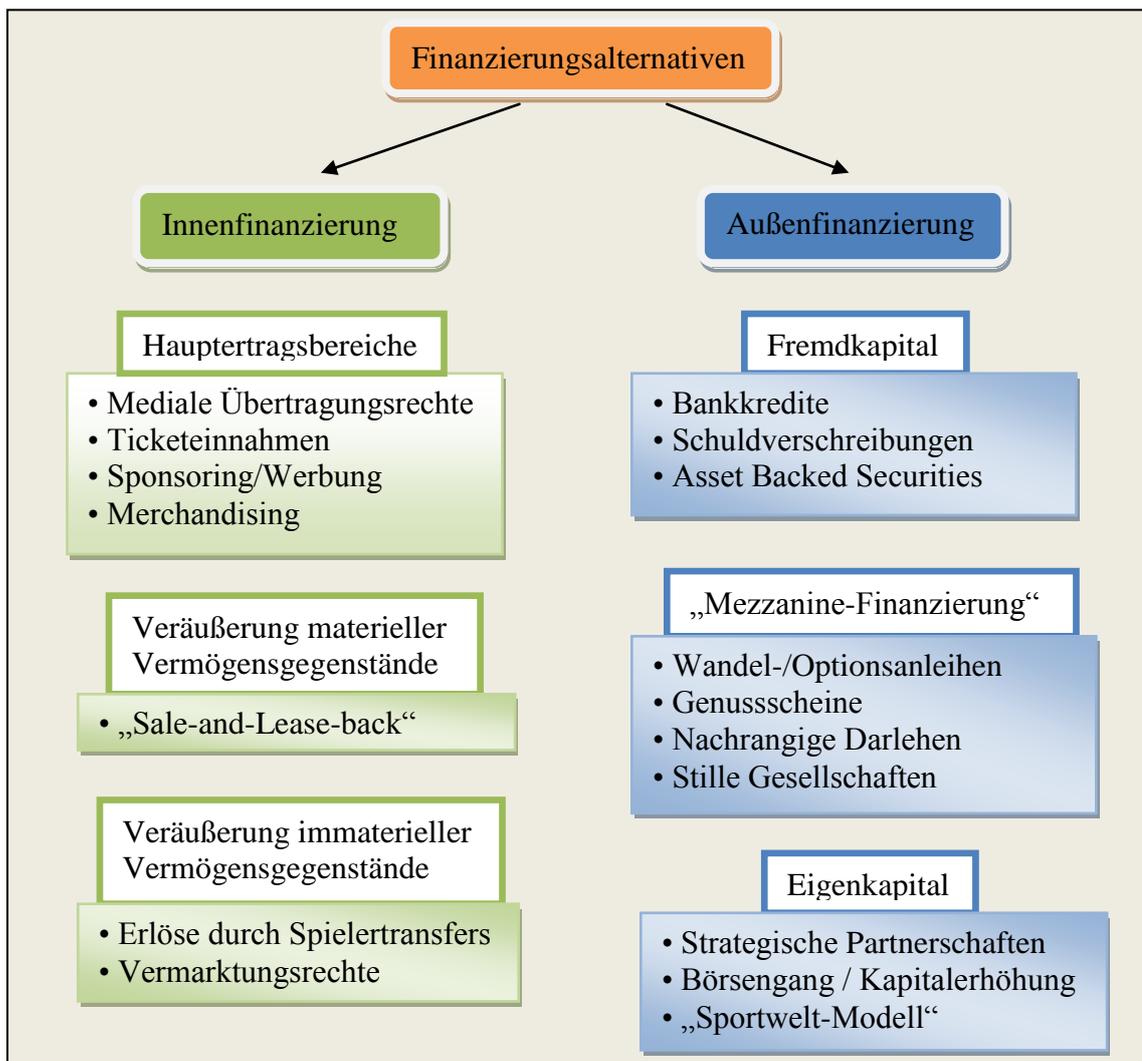


Abb. 4: Finanzierungsalternativen eines Fußballvereins

Dabei ergibt sich die Reihenfolge aus der in Kapitel zwei beschriebenen Pecking Order Theory. Aus diesem Grund werden zunächst die Alternativen der Innenfinanzierung besprochen (3.1). Anschließend stehen die Außenfinanzierungsinstrumente (3.2) im Mittelpunkt, in ansteigender Reihenfolge ihres Risikogehalts: Fremdfinanzierung (3.2.1), Mezzanine-Finanzierung (3.2.2) und Eigenfinanzierung (3.2.3).

3.1 Finanzierungsmöglichkeiten der Innenfinanzierung

3.1.1 Haupteinnahmequellen

Die Haupterträge eines Profifußballvereins setzen sich u.a. aus den Erlösen durch die Übertragungsrechte, den Zuschauereinnahmen, dem Sponsoring, der Werbung sowie dem Merchandising zusammen. Dabei sind die Anteile der jeweiligen Sparten an den Gesamterlösen naturgemäß von Fall zu Fall unterschiedlich. Das liegt einerseits an den Unterschieden bei der Vermarktung der medialen Übertragungsrechte, andererseits an der relativen Volatilität der anderen Ertragsbereiche.

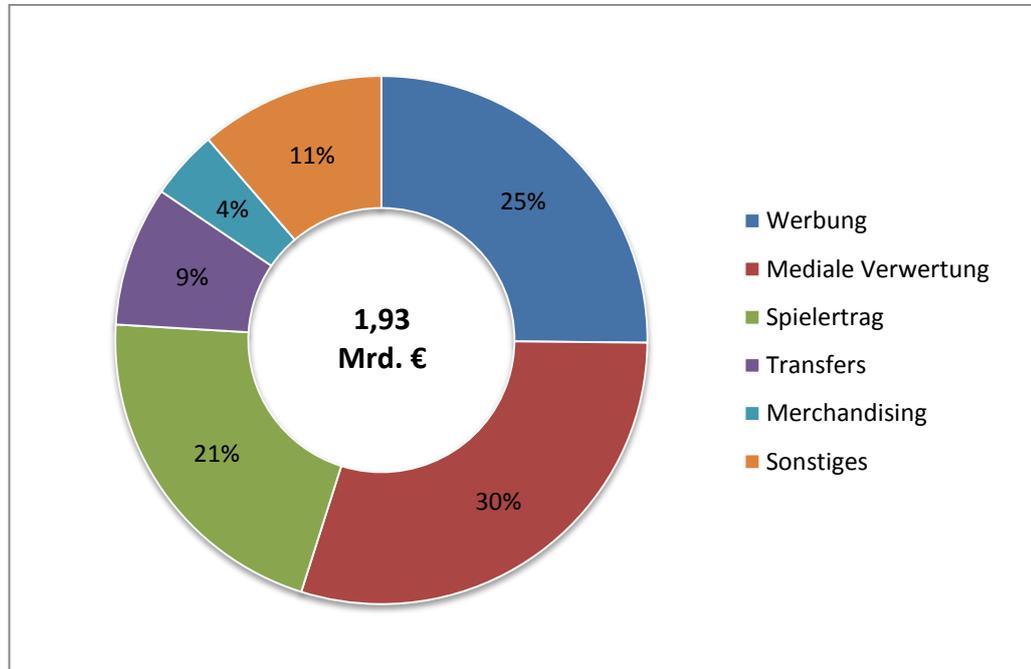


Abb. 5: Verteilung der Erlöse der deutschen Bundesliga⁴²

⁴² Vgl. DFL Bundesliga Report (2009), S. 15

3.1.1.1 Mediale Übertragungsrechte

Eine der wichtigsten Einnahmequellen für Fußballvereine sind die Erlöse, die durch den Verkauf der Übertragungsrechte für die Fußballspiele erzielt werden. Dazu zählen neben den „klassischen“ Medien wie Fernsehen und Radio, auch die immer stärker aufkommenden Bereiche wie Übertragungen im Internet über Streams oder über Mobilfunk.⁴³ Grundsätzlich ist es möglich für jedes Spiel (Meisterschaft, Europacup, Pokal, Freundschaft) Erlöse für den Verkauf der Übertragungsrechte zu generieren. Dies hängt allerdings davon ab, wie die Vermarktung geregelt ist. Es wird grundsätzlich zwischen zentraler und dezentraler Vermarktung unterschieden. Während es bei einer dezentralen Vermarktung jedem Klub selbst überlassen ist, die Übertragungsrechte zu veräußern, übernimmt bei einer zentralen Vermarktung diese Funktion eine damit beauftragte übergeordnete Institution.⁴⁴ Von den vier „großen“ Ligen Europas⁴⁵ werden seit diesem Jahr nur noch die Rechte der spanischen „Primera Division“ dezentral von den Klubs selbst vermarktet. Die größten Nutznießer der dezentralen Vermarktung sind i.d.R. die großen, bekannten Vereine wie Real Madrid und der FC Barcelona, die durch die Größe ihrer Fangemeinde und Bekanntheitsgrades für die Fernsehanstalten am attraktivsten (und dementsprechend am teuersten) sind. Auf der anderen Seite lösen die kleinen Klubs nur wenig Interesse aus, was zu extremen Unterschieden bei den Einnahmen führt. Dadurch wird allerdings die Schere zwischen Arm und Reich immer größer, was sich negativ auf das Niveau der Liga auswirken kann.

Das versuchen die drei anderen führenden Fußballligen durch die Zentralvermarktung zu verhindern. Bei der Zentralvermarktung wird i.d.R. ein bestimmter Prozentsatz der kollektiven Einnahmen zu gleichen Teilen an die Klubs ausbezahlt, der Rest wird erfolgsabhängig⁴⁶ ausbezahlt.

⁴³ Vgl. Dworak (2010), S. 139ff.

⁴⁴ Vgl. Lang (2008), S. 98ff.

⁴⁵ England: Premier League; Spanien: Primera Division; Deutschland: Bundesliga; Italien: Serie A

⁴⁶ In Deutschland erhalten die Klubs der 1. und 2. Bundesliga 77,5% bzw. 22,5% der gesamten TV-Einnahmen. Dabei werden 50% der Einnahmen zu gleichen Teilen an die Klubs ausgezahlt. Die anderen 50% sind zu 75% von den sportlichen Leistungen der letzten drei Jahre und zu 25% von der aktuellen Saison leistungsabhängig. Vgl. Eisenberger (2006), S. 15ff.

3.1.1.2 Einnahmen durch Tickets / Catering

Die den Fußballspielen wohl naheliegendste Einnahmequelle sind die Einnahmen die direkt am Spieltag erzielt werden können. Während sich die Klubs in früherer Zeit fast ausschließlich durch die Kartenverkäufe finanzierten, wurden diese durch das immer größer werdende Angebot von Fußballspielen im Free-TV bzw. Pay-TV und der dadurch entsprechend höheren Werbewirksamkeit durch die Bereiche Mediale Verwertung und Sponsoring als größte Einnahmequellen der internen Finanzierung abgelöst (Vgl. Abb. 5). Da die „Spieltageinnahmen“⁴⁷ i.d.R. abhängig sind von mehreren Faktoren (Attraktivität des Gegners, Wetter, Alternative Veranstaltungen zum gleichen Zeitpunkt), können Fußballklubs durch Dauerkartenverkäufe diese Schwankungen teilweise verringern. Die Klubs erhalten dadurch einen Teil der erwarteten Einnahmen bereits im Voraus, im Gegenzug werden Umsatzeinbußen in Kauf genommen, weil die Abonnenten im Schnitt weniger pro Spiel bezahlen, als wenn sie für jedes Spiel eine Karte kaufen müssten. Neben der Planungssicherheit haben Dauerkarten i.A. einen psychologischen Nutzen, den die Anhänger durch Anfeuerung auf ihre Mannschaft ausüben.⁴⁸ Nichtsdestotrotz begrenzen die Klubs bei einer großen Nachfrage die Zahl der Dauerkarten auf ein bestimmtes Maß. Einerseits um nicht noch mehr potentielle Erträge durch den Verkauf von Dauerkarten zu „verlieren“, andererseits auch um für eine ausreichende „Durchmischung“ im Publikum zu sorgen. Dies ist insofern von Bedeutung, damit auch das Ertragspotential von Fans die nur unregelmäßig ins Stadion gehen, in Bereichen wie z.B. Merchandising ausgeschöpft werden kann. Neben den Ticketverkäufen fallen in diesem Zusammenhang auch Erträge durch die Bewirtung des Publikums (Catering) an, die aber im Normalfall einzeln angeführt werden.⁴⁹

Während in Ländern wie Italien und Spanien aufgrund von veralteter Infrastruktur das Potential von VIP-Logen und der sog. „Business Seats“ (sowie anderer Anforderungen, siehe Tab. 1) nicht realisiert wird, sind vor allem deutsche und englische Klubs

⁴⁷ Dazu zählen neben den Ticketverkäufen, die Einnahmen durch das Catering sowie alle sonstigen Einnahmen die am Spieltag erzielt werden.

⁴⁸ Nicht umsonst spricht man im Sport vom sog. „Heimvorteil“, einem sportpsychologischen Phänomen, welches auch statistisch belegt, dass ein Großteil der Teams vor heimischer Kulisse erfolgreicher agiert als auf fremden Plätzen. Vgl. hierzu Jütting (2004), S. 209ff.

⁴⁹ Vgl. Dworak (2010), S. 160ff.

Vorreiter in diesem Bereich. Besonders die deutsche Bundesliga profitiert mit ihren modernen Stadien, die anlässlich der Weltmeisterschaft 2006 gebaut bzw. modernisiert wurden, von diesen finanziellen Möglichkeiten. Diese Logen und Business Seats werden meist in Komplettpaketen für eine oder mehrere Spielzeit(en) an Unternehmen⁵⁰ vermietet und beinhalten neben dem Zugang zum Fußballspiel eine Reihe von Zusatzleistungen. Dazu zählen das Catering am Spieltag, persönliche Betreuung von Gästen am Spieltag aber auch die Möglichkeit der Nutzung von Räumlichkeiten außerhalb des Spieltags zu eigenen Zwecken (z.B. Konferenzen, Präsentationen).⁵¹

▶ Adäquate Anzahl Logen
▶ Adäquate Anzahl Business Seats
▶ Adäquate Vermarktungsflächen für Werbung
▶ Adäquate Anzahl Catering-/Gastronomieangebote
▶ Adäquate Anzahl Parkmöglichkeiten
▶ Adäquate Anbindung an den öffentlichen Personenverkehr
▶ Adäquate Anzahl Sanitäranlagen
▶ Überdachung von Sitz- und Stehplätzen bzw. Sitzkomfort
▶ Nähe zwischen Zuschauern und Spielfeld
▶ Adäquate Ausstattung für Medien
▶ Einhaltung von Sicherheitsstandards

Tab. 1: Kriterien von modernen Stadien⁵²

Ein Blick auf die „relativen Zuschauerzahlen“ (Auslastung)⁵³ zeigt die aktuelle Attraktivität und den Komfort in den Stadien der europäischen Topligen. Während in Italien im Schnitt die Stadien mit der größten Kapazität zur Verfügung stehen, werden diese nur zu 50% ausgelastet. Ein Grund u.a. sind die völlig veralteten und für Besucher keineswegs einladend wirkenden Stadien, wo es zudem regelmäßig zu Auseinandersetzungen rivalisierender Fangruppen kommt. Was man mit modernen Stadien und einer gewaltfreien Umgebung rund um die Spiele erreichen kann, zeigt sich in England und Deutschland. In den letzten Jahren lag die Auslastung jeweils deutlich über 85%, und liegt diese Saison aktuell bei einer Auslastung von über 90%. Mit einer stetig wachsenden Anhängerschaft im In- und Ausland konnten diese beiden Topligen durch moderate Preissteigerungen das gesteigerte Interesse in signifikante

⁵⁰ Vermietungen an Privatleute sind nicht ausgeschlossen, sind aber i.d.R. Einzelfälle.

⁵¹ Vgl. Dworak (2010), S. 152ff.

⁵² Vgl. Sportfive (2007), S. 13

⁵³ Zur Datenquelle: o.V. – Transfermarkt (2011a)

Ertragssteigerungen ummünzen. Es ist davon auszugehen, dass in Ländern mit nicht mehr zeitgemäßen Stadien und der dazugehörigen unterentwickelten Infrastruktur eine deutliche Steigerung der Zuschauerzahlen und in weiterer Folge der „Spieltageeinnahmen“ möglich ist. Allerdings erfordert der Neubau bzw. die Modernisierung von Stadien i.d.R. eine Subvention von Stadt und Land, was nach der Wirtschaftskrise in den vergangenen Jahren und einer sich nur langsam erholenden Wirtschaft nur bedingt realisierbar scheint. Eine weitere Möglichkeit für eine Modernisierung der Stadioninfrastruktur, wäre im Rahmen eines großen Sportevents, wie einer Fußball-Welt- oder Europameisterschaft. Da in diesen Fällen ein großer ökonomischer Nutzen für die Stadt und Land entsteht, können die Stadionprojekte meist mit starken Subventionen durch öffentliche Mittel rechnen.

3.1.1.3 Sponsoring

Der Begriff Sponsoring wird in der Literatur als die „Analyse, Planung, Umsetzung und Kontrolle sämtlicher Aktivitäten, die mit der Bereitstellung von Geld, Sachmitteln, Dienstleistungen oder Know-how durch Unternehmen und Institutionen zur Förderung von Personen und/oder Organisationen in den Bereichen Sport, Kultur, Soziales, Umwelt und/oder den Medien verbunden sind um damit gleichzeitig Ziele der Unternehmenskommunikation zu erreichen“⁵⁴ definiert. Hierbei liegt auch der elementare Unterschied zwischen einem Sponsor und einem Mäzen. Im Unterschied zum Sponsoring oder dem Spendenwesen, unterstützt ein Mäzen Personen oder Organisationen ohne eine konkrete Gegenleistung dafür zu verlangen. Das Mäzenatentum findet seit jeher die größte Verbreitung in der Kultur, aber auch im Sport treten vereinzelt Mäzen⁵⁵ auf, die aus altruistischen Motiven in diesem Bereich tätig sind. Da bei dieser Art der Förderung die Gründe bzw. die Motive für eine Unterstützung des Mäzens i.d.R. nicht eindeutig festgelegt sind⁵⁶, wird sich dieses

⁵⁴ Bruhn (2010), S. 6/7

⁵⁵ Als wohl bekannteste Beispiele seien hier der russische Milliardär Roman Abramowitsch sowie Scheich Mansour bin Zayed Al Nahyan von den englischen Erstligisten FC Chelsea bzw. Manchester City, zu erwähnen. Im deutschsprachigen Raum sind SAP-Gründer Dietmar Hopp (1899 Hoffenheim) und Red Bull-Gründer Dietrich Mateschitz (Red Bull Salzburg) die Mäzen, die bisher die größten Investitionen getätigt haben.

⁵⁶ Die Gründe reichen von Verbundenheit zur Region/Verein, Unterstützung und Verbesserung der Nachwuchsförderung bis hin zur Verwendung des Klubnamens als Werbeträger. Wobei in letzterem Fall der Übergang des Mäzenatentums ins Sponsoring nicht klar abgegrenzt wird.

Kapitel jedoch ausschließlich mit der Förderung im Rahmen des Sponsorings beschäftigen.

Je nach Art und Zusammensetzung des Sponsorenvertrags lassen sich grundsätzlich drei Formen des Sponsorings unterscheiden: Hauptsponsor, Co-Sponsor und Ausrüster. Die Unterscheidung erfolgt nach der Zusammensetzung der Werbeleistung des Fußballklubs (z.B. Bandenwerbung, Trikotwerbung, Nutzung von Spielern in TV-Spots), und der festgelegten Höhe der (monetären) Gegenleistung des Sponsors. Dabei versuchen die Sponsoren die positiven Eigenschaften eines Klubs bzw. des Fußballsports, auf das Image des Unternehmens zu übertragen. Der Sponsor verspricht sich durch die Medienpräsenz und die Assoziation mit einem Fußballklub in erster Linie eine Steigerung des Bekanntheitsgrads des Unternehmens sowie als langfristiges Ziel⁵⁷ eine Erhöhung der Absatzmenge und des Umsatzes.⁵⁸

Im Wesentlichen lassen sich die Ziele eines Sponsors in ökonomische und kommunikative Ziele untergliedern (siehe Abb. 6). Die ökonomischen Ziele umfassen i.d.R. eine kurzfristige und eine langfristige Komponente. Kurzfristig werden durch die Sponsoraktivitäten eine Erhöhung des Marktanteils sowie eine Steigerung von Umsatz bzw. Gewinn erwartet. Auf lange Sicht verfolgen Sponsoren insbesondere kommunikative Ziele um die wirtschaftlichen Vorgaben zu erreichen. Dazu zählen neben der Imageverbesserung des Unternehmensnamens bzw. des Produktes, die Steigerung des Bekanntheitsgrades sowie das Ansprechen bestimmter demographischer Zielgruppen. Um diese Ziele zu erreichen bedienen sich die unterstützenden Unternehmen verschiedener Instrumente.⁵⁹ Dazu zählen⁶⁰:

- ▶ (1) Werbung auf der Bekleidung der Spieler sowie auf den Transportmittel (Auto/Bus)
- ▶ (2) Bandenwerbung, Videotafelwerbung, Sonderaktionen im Stadion (Gewinnspiele) etc.
- ▶ (3) Reklame als „Offizieller Sponsor/Lieferant“

⁵⁷ Genauer gesagt eine Erhöhung der Absatzmenge und des Umsatzes infolge der Sponsorenaktivität. Die Erfüllung dieses Zieles wird durch den ROSI (Return on Sponsoring Investment) gemessen. Vgl. hierzu weiterführend Braun/Huefnagels/Sorg/Müller-Schwemer (2005), S. 76ff.

⁵⁸ Vgl. Dworak (2010), S. 165ff.

⁵⁹ Vgl. Glogger/Hermanns (1998), S. 361ff.

⁶⁰ Vgl. Dworak (2010), Tab. 38, S. 166 sowie Haas (2006), S. 25

- ▶ (4) Namensrechte für das Stadion bzw. Teile des Stadions (Tribünen, Fankurven, etc.)
- ▶ (5) Produktwerbung mit Spielern/Teamnamen/Teamlogo
- ▶ (6) Bereitstellung des Fuhrparks für den Klub

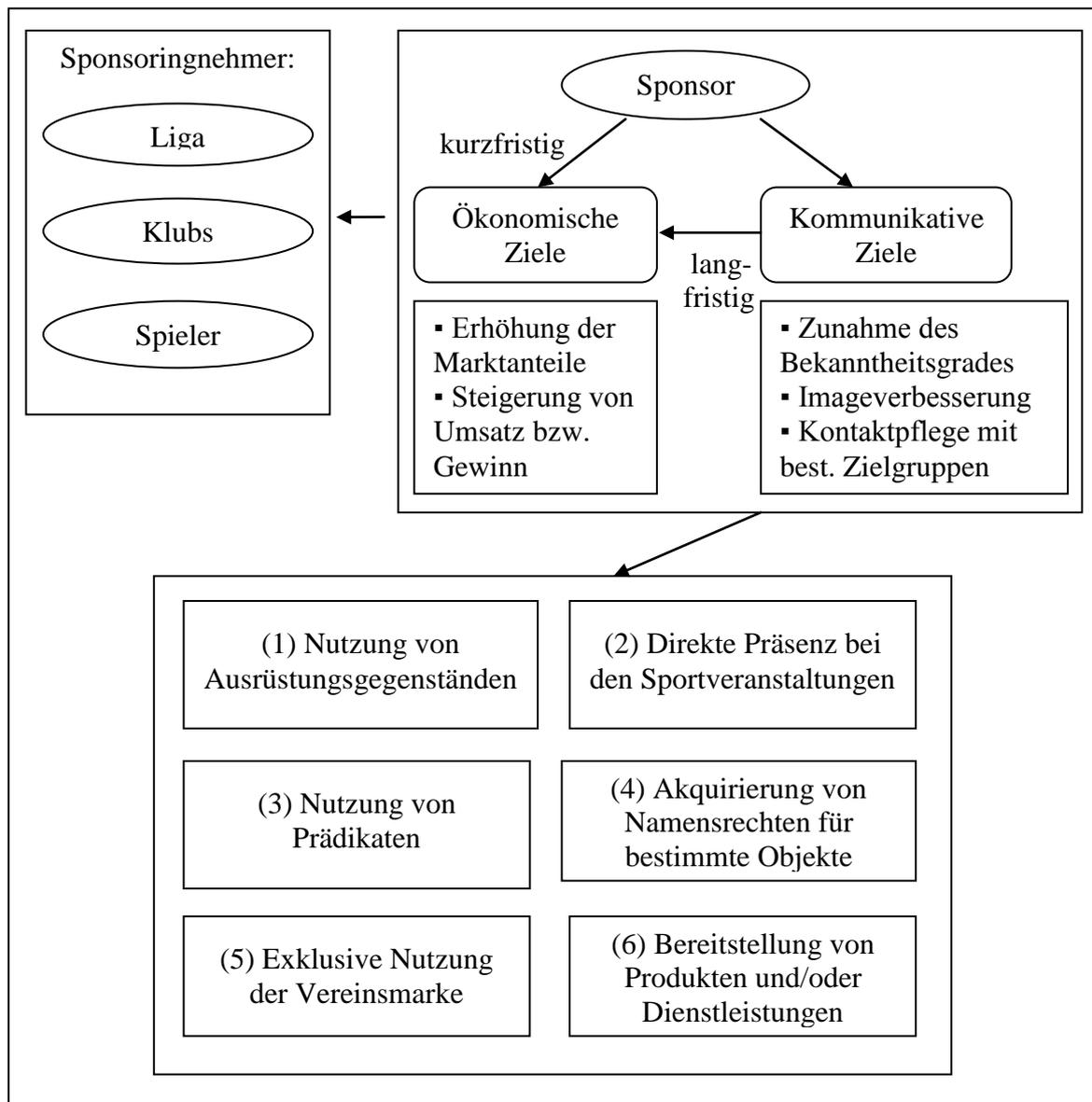


Abb. 6: Ziele und Instrumente des Sponsorings im Profifußball⁶¹

Wie bereits erwähnt, werden die Sponsoren nach der Zusammensetzung der Werbeleistung des Fußballklubs und der festgelegten Höhe der Gegenleistung des Sponsors unterschieden. Den größten Beitrag leistet dabei der Hauptsponsor, der i.d.R. dadurch das Recht erwirbt seine Werbung auf den Trikots zu platzieren. Darüber hinaus

⁶¹ Vgl. Haas (2006), S. 24 sowie Glogger/Hermanns (1998), S. 361ff.

erwirbt der Hauptsponsor eine Reihe anderer Privilegien, seine Werbung werbewirksam im Stadion bzw. am Vereinsgelände zu positionieren. Die Erlöse die ein Klub von einem Hauptsponsor lukrieren kann, hängen u.a. mit der Medienpräsenz des Fußballklubs zusammen. Diese wird i.A. über die maximale Kontakthäufigkeit, die die gewählten Instrumente des Sponsorings bei den Zielgruppen erzielen können, dargestellt. Aus diesem Grund können Fußballklubs die regelmäßig eine hohe TV-Präsenz⁶² haben, eine höhere (monetäre) Gegenleistung⁶³ verlangen als andere Klubs.

Die Ausrüster haben die Funktion die Fußballklubs mit allen für den laufenden Spielbetrieb notwendigen Utensilien zu versorgen. Der Ausrüster erhält im Gegenzug eine werbewirksame Möglichkeit seine Produkte einem ausgewählten Zielpublikum zu präsentieren und profitiert von dem gesteigerten Umsatz beim Vertrieb der Sportartikel.⁶⁴ Neben dem Hauptsponsor gibt es bei jedem Klub eine Reihe von Co-Sponsoren. Im Gegensatz zu einem Hauptsponsor genießen die Co-Sponsoren keine exklusiven (z.B. Trikotsponsor) oder zusätzliche Vorteile, sondern müssen sich mit dem entsprechenden erworbenen Leistungsumfang zufrieden geben. Das bedeutet u.a. eine beschränkte Anzahl von Werbebanden, eine limitierte Möglichkeit der Spielflächenwerbung sowie ein kleineres Kontingent von Freikarten und Logenplätzen im Vergleich zum Hauptsponsor. Oft ist der Hauptsponsor auch in anderen Bereichen des Klubs (Amateurbereich, andere Sportsegmente des Vereins) unterstützend tätig, während ein Co-Sponsor meist ein auf seine Bedürfnisse zugeschnittenes Sponsoringpaket erwirbt.⁶⁵ Eine langfristige Steigerung der Einnahmen im Sponsoring ist insofern möglich, als das die Rahmenbedingungen für eine erhöhte Medienpräsenz durch sportliche Erfolge gelegt werden können. Durch die regelmäßig vermehrte Präsenz in den Medien, können zusätzliche Sponsoren mit besser dotierten Verträgen akquiriert werden. Dieses Geld kann wiederum in qualitativ bessere (und evtl. prominente) Spieler investiert werden, die für die Sponsoren einen zusätzlichen

⁶² Eine hohe TV-Präsenz wird einerseits beeinflusst durch die Popularität/Attraktivität des Klubs für die TV-Sender, andererseits vor allem durch den Erfolg der Vereine. So steigern regelmäßige Auftritte im Europacup (Champions League/Europa League) die Werbewirksamkeit der Sponsoren nicht nur im Inland, sondern v.a. auch im Ausland zunehmend.

⁶³ So können die Topvereine in Europa mit Einnahmen von mindestens 15 Millionen € p.a. durch ihre Hauptsponsoren rechnen (z.B. Bayern München – Deutsche Telekom: 20 Mio. € p.a.)

⁶⁴ Vgl. Dworak (2010), S. 170ff.

⁶⁵ Vgl. Wehrheim (2005), S. 138ff.

Werbenutzen bringen, was sich wiederum bei den zukünftigen Sponsoringeinnahmen bemerkbar machen könnte etc.

3.1.1.4 Merchandising

Das Wort Merchandising leitet sich aus dem englischen Wort „merchant“ (Verkäufer) ab und bezeichnet i.A. die Verwertung von Urhebernebenrechten.⁶⁶ Im Fußballbereich kommt das Merchandising v.a. beim Verkauf von Fanartikeln zum Tragen. Dabei versuchen die Klubs die Identifikation der Anhänger mit dem Verein zu erhöhen und erhoffen sich, durch den Imagetransfer einen wirtschaftlichen Nutzen generieren zu können.

Mit ca. 4 % (siehe Abb. 5) machen die Merchandising- und Lizenzeinnahmen zwar nur einen geringen Anteil der Jahreseinnahmen eines Fußballunternehmens aus, dennoch sind insbesondere die Großklubs in Europa bemüht, durch eine stetige Erweiterung des Angebots und eine Expansion in noch unerschlossene Absatzmärkte die Einnahmen in diesem Bereich zu steigern.

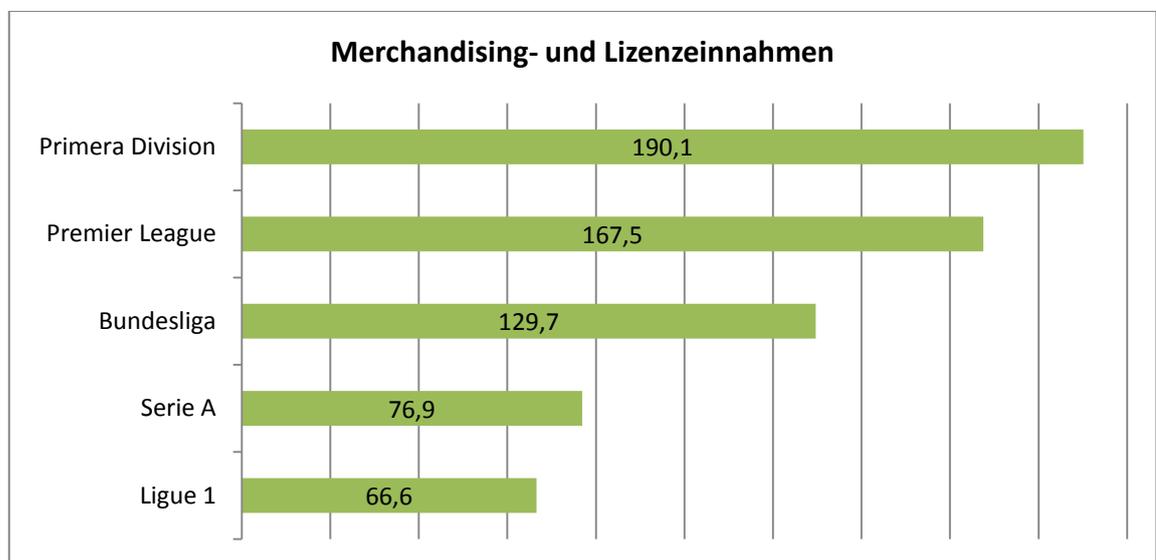


Abb. 7: Merchandising- und Lizenzeinnahmen der fünf größten Ligen Europas in der Saison 2009/10 (in Mio. €)⁶⁷

⁶⁶ Vgl. Böll (1996), S. 294

⁶⁷ Quelle: Vgl. o.V. – Der Standard (2011)

In Abbildung 7 sind die Merchandising- und Lizenzeinnahmen der größten Profiligen Europas zu sehen. Dabei ist zu erkennen, dass die drei Ligen in Spanien, England und Deutschland in der Saison 2009/10 mit Abstand die meisten Einnahmen in diesem Bereich erzielen konnten. Dies ist nicht überraschend, da diese drei Fußballligen auch den höchsten Zuschauerschnitt in Europa haben (siehe 3.1.1.2) und somit auch das größte Marktpotential in diesen Ländern steckt.

Von den Merchandisingeinnahmen sind grundlegend die Einnahmen aus dem Licensing zu unterscheiden.⁶⁸ „Licensing ist die kommerzielle und damit gewinnorientierte Nutzung einer Popularität auf Basis einer Lizenzvergabe mit dem Ziel, Produkte, Firmen und/oder Marken emotional zu positionieren und dadurch den Absatz zu erhöhen.“⁶⁹ Im Merchandising werden die Lizenzen und Rechte durch Übertragung der Markenzeichen von Klub (z.B. Logo, Vereinsfarben, etc.) bzw. Spieler (z.B. Namen oder sonstige persönliche Merkmale auf Fanartikel) auf Produkte und Dienstleistungen, an die Anhänger veräußert.⁷⁰ Dazu müssen die Entscheidungsträger des Klubs neben einer gut durchdachten Marketingstrategie, auch die Entscheidung fällen wie die Merchandising-Artikel vertrieben werden. Viele Fußballklubs vertreiben ihre Fanartikel eigenständig, während andere wiederum das Merchandising an eine Vermarktungsgesellschaft abgetreten haben.⁷¹ Mittlerweile verfügen die meisten Klubs über ein breit gefächertes Fanartikel-Sortiment⁷², welches stetig erweitert und geändert wird, um die Verkaufszahlen in diesem Bereich aufrecht erhalten zu können.

Während die Vereine beim Verkauf von Merchandisingartikel i.d.R. nur eine begrenzte Gewinnspanne erzielen können und dabei vorwiegend auf die Vernetzung mit den Anhängern abzielen, sind die Erträge aus dem Licensing ertragreicher. Den Erträgen in diesem Bereich stehen faktisch keine Ausgaben gegenüber, weil alle Kosten des Vertriebs sowie der anderen Ausgaben auf die Lizenznehmer entfallen und somit den

⁶⁸ In Abbildung 7 werden die Einnahmen aus Merchandising und Licensing zur besseren Vergleichbarkeit zwischen den Ligen zusammengefasst.

⁶⁹ Böll (1999), S. 5

⁷⁰ Vgl. Elter (2003), S. 32

⁷¹ Vgl. Dworak (2010), S. 176ff.

⁷² Neben den klassischen Fanartikeln wie Trikots, Schals, Kappen, Fahnen, Wimpel, Sport- und Freizeitbekleidung für alle Altersschichten auch z.B. Uhren, Schmuck, Brillen, Babybekleidung, Badezimmerutensilien, Spielzeug, Fahrradhelme sowie zahlreiche andere Artikel.

Fußballklubs neben dem risikolosen Fixbetrag für die Lizenz, häufig auch eine Beteiligung an den Umsatzerlösen zugestanden wird.⁷³

Viele Klubs haben die Möglichkeiten erkannt die eine gute Marketingstrategie für das Merchandising ermöglicht. Dies wird besonders bei Transfers von namhaften Spielern ersichtlich. So hat der spanische Traditionsverein Real Madrid in den letzten 10 Jahren einige der teuersten Transfers der Geschichte vollzogen um die besten Fußballer der Gegenwart für sich zu gewinnen. Viele Experten zweifelten die Sinnhaftigkeit der teuren Transfers an, mit dem Argument, die Investitionen würden sich nicht rentieren und der Klub würde langfristig ein wirtschaftliches Risiko eingehen. Der Präsident von Real Madrid, Florentino Perez, allerdings achtete bei der Auswahl der neuen Stars⁷⁴ nicht nur auf die sportlichen Fähigkeiten sondern auch auf die finanziellen Möglichkeiten, die eine erfolgreiche Vermarktung der neuen Spieler mit sich bringen könnte. Dabei betonte er immer wieder, dass sich die Transferausgaben für diese Spieler durch gesteigerte Einnahmen im Merchandising, höhere Medienaufmerksamkeit und schließlich bessere Sponsorenverträge selbst refinanzieren würden.⁷⁵ Darüber hinaus hat der Verein eine weitere Einnahmemöglichkeit für sich entdeckt. Seit einigen Jahren unternimmt Real Madrid, aufgrund seiner weltweiten Popularität, „Touren“ und Freundschaftsspiele während der Vorbereitungsphase in Nordamerika und Asien, und erwirtschaftet durch diese Auftritte weitere Einnahmen, die für andere Fußballunternehmen nicht realisierbar sind.

3.1.2 Veräußerung materieller Vermögensgegenstände

Im Unterschied zu den vorher genannten Finanzierungsinstrumenten, erhalten die Klubs bei der Veräußerung nur einmalige Erlöse und keine periodischen Erträge. Die Veräußerung von klubeigenen materiellen Vermögensgegenständen stellt deswegen oft das letzte Mittel dar, um sich aus einer finanziellen Notlage zu befreien. Somit ist die Ausübung dieser Kapitalbeschaffungsart ein eindeutiges Anzeichen für die finanzielle Instabilität eines Fußballklubs. Dabei wird beim Verkauf zwischen betriebsnotwendigen

⁷³ Vgl. Dworak (2010), S. 180

⁷⁴ In den Jahren 2000-2010 sicherte sich Real Madrid u.a. die Dienste von Weltstars wie David Beckham, Luis Figo, Zinedine Zidane, Ronaldo und Cristiano Ronaldo für knapp € 300 Mio.

⁷⁵ „Die teuersten Spieler sind in der Regel die rentabelsten“, sagte Perez im Rahmen der Pressekonferenz zur Vorstellung des teuersten Fußballers aller Zeiten, Cristiano Ronaldo. Vgl. o.V. – FAZ-Net (2009)

und nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen unterschieden. Zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen zählen Posten des Anlagevermögens, die nicht zwingend für die Aufrechterhaltung des Spielbetriebs erforderlich sind (z.B. ungenutzte Grundstücke, Wertpapiere). Die Abwicklung dieser Transaktion schlägt sich in der Bilanz als Aktivtausch zwischen den finanziellen Mitteln (Erhöhung) und des Anlagevermögens (Reduzierung) nieder.⁷⁶

Interessant wird die Vorgehensweise erst bei der Veräußerung von betriebsnotwendigem Anlagevermögen wie z.B. Stadion oder Trainingsgelände. Da die Fußballklubs ihren regulären Spielbetrieb selbstverständlich keinesfalls ohne Stadion oder Trainingsgelände durchführen können, wird hierbei ein sogenanntes „Sale-and-lease-back“-Geschäft⁷⁷ vereinbart. Dabei verkauft der Klub als Eigentümer das Objekt an eine (zumeist eigens dafür gegründete) Gesellschaft, die von der Stadt oder einer anderen Partei verwaltet wird. Gleichzeitig wird eine Leasingzahlung für die fortlaufende Nutzung des Objekts durch den Fußballklub ausgemacht. Demnach scheidet das veräußerte Objekt aus der Bilanz aus, während die Leasinggebühren in der GuV als Aufwand die steuerliche Last vermindern.⁷⁸ Die Vorteile dieser Kapitalbeschaffung liegen einerseits, wie gerade eben erwähnt, in der Reduzierung der steuerlichen Bemessungsgrundlage und andererseits durch die Möglichkeit kurzfristig einen signifikanten Mittelzufluss zu generieren, der bei der Bewältigung der finanziellen Notlage sehr hilfreich sein kann. Allerdings müssen sich die Entscheidungsträger zweifellos Fragen über die langfristige Rentabilität dieser Finanzierungsform stellen, v.a. im Vergleich zu anderen Alternativen. Nicht selten führen dabei die langfristigen Zahlungen in der Zukunft, die sich meist über eine Dauer von mehr als zehn Jahren erstrecken, durch die Änderung von (in der Gegenwart kalkulierten) Umweltzuständen, lediglich zu einer Verlagerung des Problems in die Zukunft.

⁷⁶ Vgl. Dworak (2010), S. 195ff.

⁷⁷ Beispiele für diese Art der Veräußerung findet man in Deutschland, wo die beiden Erstligisten Borussia Dortmund und 1.FC Kaiserslautern in den Jahren 2002/03 sich aufgrund finanzieller Notlagen zu diesem Schritt gezwungen sahen.

⁷⁸ Vgl. Dworak (2010), S. 196ff.

3.1.3 Veräußerung immaterieller Vermögensgegenstände

Neben den materiellen verfügt jeder Fußballklub auch über eine Vielzahl von immateriellen Vermögensgegenständen wie den Spielerverträgen oder den Vermarktungsrechten, die grundsätzlich jedem Verein selbst obliegen.

3.1.3.1 Einnahmen durch Spielertransfers

Obwohl das Bosman-Urteil⁷⁹ im Jahr 1995 die Entwicklung der Spielertransfers grundlegend verändert hat, sind Ablösesummen auch in der heutigen Fußballwelt eine wichtige Einnahmequelle geblieben. Allerdings hatten die Klubs eine gewisse Planungssicherheit, was die Erträge aus Spielerverkäufen betrifft, da in der Zeit vor dem Bosman-Urteil für jeden abgegebenen Spieler (unabhängig von einem bestehenden Vertrag) eine Ablöse fällig wurde. Damit wurde über Nacht u.a. die Stellung der als Talenteschmieden bekannten Klubs, die mit der Entwicklung und dem Verkauf junger Spieler ihr Budget finanzierten, erheblich verschlechtert.⁸⁰ Seit dem Urteil werden nämlich Spieler generell in ablösefreie und ablösepflichtige klassifiziert, wobei nur noch für Fußballspieler mit laufenden Verträgen Ablösen gezahlt wird. So stehen die Klubs in den Transferperioden⁸¹ häufig vor der schwierigen Wahl, (abwanderungswillige) Spieler mit auslaufenden Verträgen vorzeitig abzugeben und noch eine Ablösezahlung zu erhalten oder die Spieler bis zum Vertragsende behalten und letztendlich mit leeren Händen da zustehen. Dies hatte zur Folge, dass die Macht bei den Vertragsverhandlungen von den Vereinen mehr und mehr auf die Spieler überging. Diese forderten nun konsequenterweise höhere Gehälter und Prämien, was zu einer Steigerung der Personalkosten von 250% innerhalb von zwei Jahren führte.⁸² Die Vereine waren nun gezwungen für ihre Spieler höher dotierte und längerfristige

⁷⁹ Als Bosman-Urteil ging eine Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) über das Arbeitsrecht des belgischen Fußballspielers Jean-Marc Bosman, in die Geschichte ein. Bosman reichte gegen seinen damaligen Verein und den belgischen Fußballverband eine Schadenersatzklage ein, weil sein Klub nach Ende seines Vertrages eine Ablösesumme (wie damals üblich) für einen Vereinswechsel forderte. Der Spieler bekam vom EuGH Recht, wonach die freie Wahl des Arbeitsplatzes in der EU nicht eingeschränkt werden dürfe. Seither sind Ablösesummen für europäische Profifußballer nur notwendig, wenn ein Wechsel während der Vertragslaufzeit stattfindet.

⁸⁰ Vgl. Grünitz/von Arndt (2002), S. 60ff.

⁸¹ Die FIFA (Fußball-Weltverband) erlaubt den Vereinswechsel nur während der zwei von den Verbänden festgelegten Transferperioden. In großen Teilen Europas haben sich die Transferfenster in der Sommerpause (1.Juli-31.August) und im Winter (1.Jänner-31.Jänner) etabliert.

⁸² Die Zahlen beziehen sich auf die deutsche Fußball-Bundesliga. Vgl. Zieschang (2004), S. 12ff.

Verträge abzuschließen, um nicht Gefahr zu laufen, Spieler am Ende ohne Gegenleistung abgeben zu müssen.⁸³

Eine weitere Konsequenz dieser Entwicklung auf dem Spielermarkt waren die Schwankungen auf dem Transfermarkt. So erkennt man in Abbildung 8 anhand der Transferbilanzen der beiden umsatzstärksten Fußballligen Europas⁸⁴ (England – Premier League, Spanien – Primera Division) die erheblichen Schwankungen, denen die Transfereinnahmen unterworfen sind.

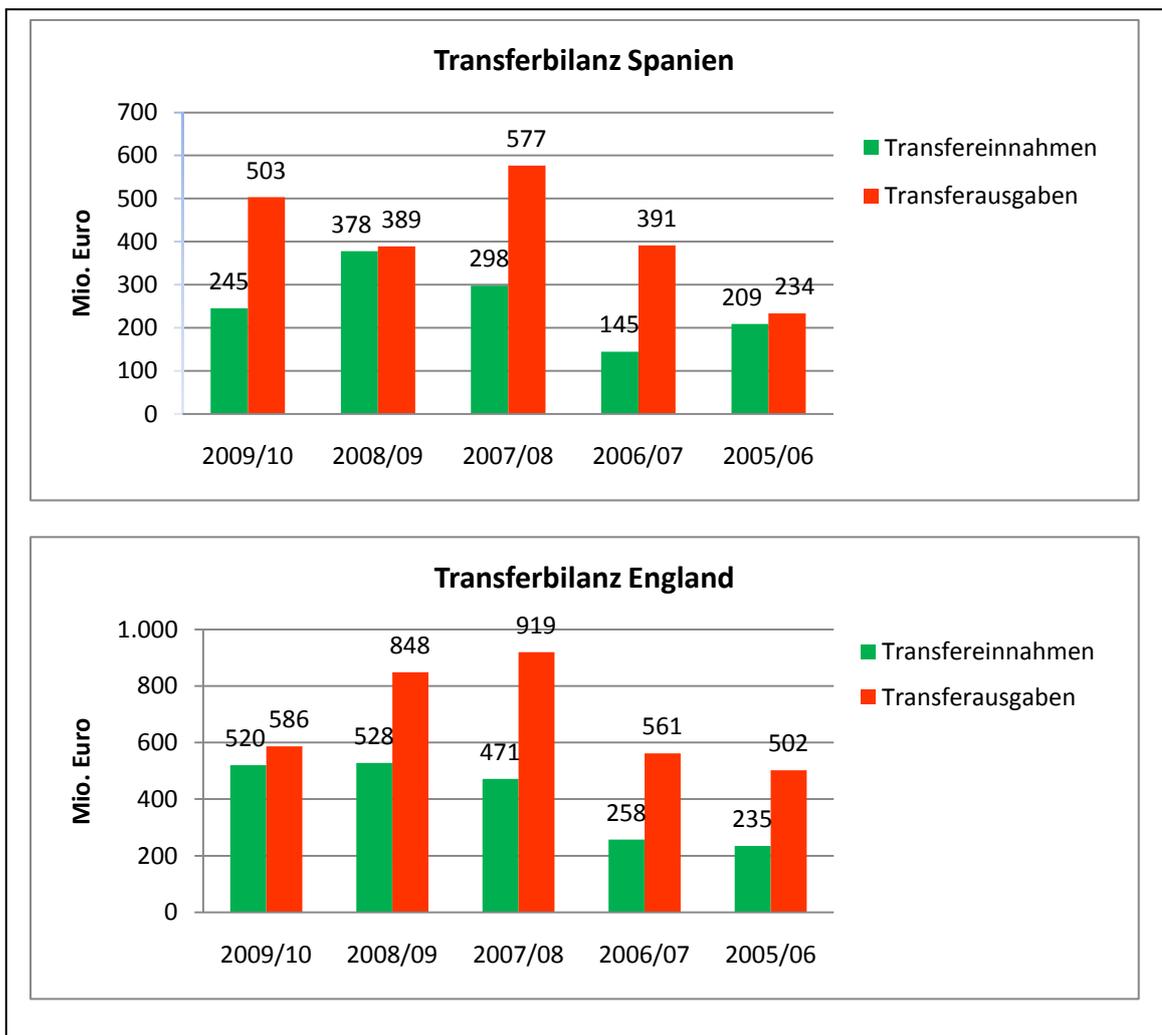


Abb. 8: Transferbilanz der zwei umsatzstärksten Ligen Europas⁸⁵

⁸³ Bilanziell werden die Spielerwerte am Ende des Vertrages mit einer 0 aufgeführt, was manche Klubs in Bezug auf Bankgarantien in Nöte bringen kann. Vgl. Zieschang (2004), S.11ff.

⁸⁴ Vgl. Deloitte (2009)

⁸⁵ Eigene Darstellung - Zur Datenquelle: Vgl. o.V. – Transfermarkt (2011b)

Dabei wird ersichtlich, dass die Transfersummen in beiden Ligen großen Fluktuationen ausgesetzt sind. Sowohl bei den Ausgaben (Spitze in der Saison 2007/08 vor der Wirtschaftskrise) als auch den Einnahmen (Spitze in der Saison 2008/09 während der Wirtschaftskrise) ist kein eindeutiger Trend erkennbar. Die Gründe liegen auf der Hand: Einnahmen durch Spielerverkäufe sind von vielen Faktoren abhängig und stellen in den seltensten Fällen einen konstanten Einnahmefaktor dar. Auf der einen Seite wird versucht die sportliche Situation der Mannschaft durch eine Veränderung nicht erheblich zu verschlechtern, sodass immer noch die angestrebten Ziele⁸⁶ erreicht werden können, auf der anderen Seite spielen wirtschaftliche Überlegungen (Vertragssituation des Spielers; mögliche Sanierung bzw. Verbesserung der Budgetsituation durch den Verkauf; Verkauf „über dem Marktwert“, womit einerseits sportlich günstigerer Ersatz gefunden werden kann, andererseits der Überschuss anderweitig investiert werden kann) eine gewichtige Rolle.

3.1.3.2 Vermarktungsrechte

In Abschnitt 3.1.1.1 wurde über die Wichtigkeit der medialen Übertragungsrechte für ein Fußballunternehmen gesprochen. Nun entstehen bei der Abwicklung der Vermarktungsrechte mit den Fernsehsendern zum Teil hohe Koordinations- und Transaktionskosten, die den Einsatz von sogenannten Rechteagenturen rechtfertigen. Die Rechteagenturen spielen dabei die Rolle des Intermediär zwischen den Vereinen als Anbieter und den Fernsehsendern als Nachfrager. Die Vermarktungsrechte werden dabei von den Klubs entweder komplett oder für bestimmte Bereiche der Fernseh- und Marketingaktivitäten an die Vermarktungsagenturen veräußert, die mit Hilfe einer Vielzahl von Kontakten zu Wirtschaftsunternehmen die Erlöse für die Verwertung optimieren können.⁸⁷ Die Verträge mit den Vermarktungspartnern unterscheiden sich i.A. je nach Laufzeit und Umfang der zu verwertenden Vermarktungsrechte. So gibt es in der Praxis u.a. den „Buy-out“-Vertrag mit fixem Verkaufspreis, den Vertrag mit Mindestgarantie und Erlösbeteiligung, aber auch die Vertragsform mit Mindestgarantie, „Handling-Fee“⁸⁸ und Erlösbeteiligung.⁸⁹

⁸⁶ Sowohl die sportlichen, als auch (infolgedessen) die wirtschaftlichen Ziele.

⁸⁷ Vgl. Elter (2003), S. 163ff.

⁸⁸ Unter „Handling-Fee“ versteht man den vertraglich zugesicherten Anteil für die Vermarkter an den Erlösen, welche die Mindesteinnahmen übersteigen.

⁸⁹ Vgl. Dworak (2010), S. 208ff. sowie Duvinage (2002), S. 323ff.

Aus der Integration des Vermarkters in die Prozesse ergeben sich für die Fußballklubs etliche **Vorteile**. So werden z.B. die Abläufe innerhalb des Vereins durch die enge Zusammenarbeit und Fachexpertise der Agenturen optimiert und gleichzeitig neue Strukturen geschaffen. Somit ergibt sich für das Management, aufgrund der Aufgabenreduktion in den Bereichen der Vermarktung, eine verstärkte Konzentration auf die eigentlichen Kernaufgaben. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die Rechteagenturen aufgrund des Know-Hows, besserer Infrastruktur und einer über Jahre etablierten Marktpositionierung, erheblich höhere Erlöse bei der Verwertung erzielen können, als es bei der Eigenvermarktung möglich wäre. Ebenso leisten die Agenturen nicht selten Hilfe bei neuen Stadionprojekten, in Form von Bürgschaften. Aus wirtschaftlicher Sicht erhöht sich durch die vorgezogenen bzw. jährlich fixierten Erlöse die ökonomische Planungssicherheit. Ein häufig unterschätztes Kriterium für eine Zusammenarbeit mit einer Vermarktungsagentur ist der mögliche Zugang zu neuen zahlungskräftigen Wirtschaftspartnern bzw. Investoren, was bei Eigenvermarktung i.d.R. nur bedingt realisierbar ist. Durch die zusätzlichen Mittel lassen sich dann in weiterer Folge Investitionen in die Infrastruktur oder in den Mannschaftskader tätigen.⁹⁰

Die Kooperation mit Vermarktungsagenturen hat allerdings auch erhebliche **Nachteile** und birgt einige Risiken mit sich. Der Aufbau von Know-How wird erschwert, was bei einer dauerhaften Abtretung der Rechte zu Abhängigkeiten des Klubs vom Vermarkter führen kann. Dafür spricht auch, dass die Klubs, welche die Dienste einer Agentur in Anspruch nehmen, i.d.R. einen Verlust von Verfügungsrechten in Kauf nehmen müssen, da im Interesse des Vermarktungspartners diverse Kontrollinstrumente eingesetzt werden. Diese Abhängigkeit ist besonders bei Klubs zu beobachten, die in einer finanziellen Notsituation die Hilfestellung von Vermarktungsagenturen aufsuchen, und dafür mit nachteiligen und langfristigen Verträgen „bezahlen“ müssen. Kurzfristige Risiken können sich ergeben durch eine falsche Signalwirkung bei den Vertragsverhandlungen mit eigenen und fremden Spielern. Nicht selten wird von Spielerseite eine monetäre Verbesserung aufgrund des Eingangs von Finanzmitteln erwartet. Hier liegt es allerdings in der Verantwortung des Managements die Gelder des Vermarkters sinnvoll zu investieren, um nicht Gefahr zu laufen durch eine Fixierung auf den kurzfristigen Erfolg, die langfristigen (wirtschaftlichen) Ziele aus den Augen zu

⁹⁰ Vgl. Elter (2003), S. 164ff. sowie Kipker (2000), S. 44ff.

verlieren. Ansonsten kann es passieren, dass die finanzielle Situation eines Vereins nach der Zusammenarbeit sogar noch weiter verschärft wird.⁹¹

Seit Anfang des neuen Jahrtausends üben mehr und mehr Klubs eine weitere Möglichkeit der Kapitalbeschaffung aus. Durch die Veräußerung des Stadionnamens können langfristig zusätzliche Einnahmen erzielt werden. Die Klubs profitieren von risikolosen Erträgen, während sich die Namensgeber durch die erhöhte Namensnennung sowie der Assoziation mit dem Fußballklub in erster Linie eine Steigerung des Bekanntheitsgrads des Unternehmens erhoffen.

3.2 Finanzierungsmöglichkeiten der Außenfinanzierung

Eine der Hauptaufgaben der Verantwortlichen eines Fußballvereins sollte es sein, sich kontinuierlich die Frage zu stellen, wie sie die finanzielle Basis ihres Arbeitgebers gewährleisten bzw. verbessern können. Im vorherigen Abschnitt wurden zunächst die Möglichkeiten analysiert, die zu den risikoärmeren und naheliegenden Alternativen zur Ertragssteigerung zählen (Vgl. 3.1). Reichen diese Mittel nicht aus um den zukünftigen Kapitalbedarf zu decken, sieht sich die Vereinsspitze i.d.R. zuerst nach Alternativen der Außenfinanzierung um.

3.2.1 Kapitalbeschaffung durch Fremdkapital

Die Kapitalbeschaffung durch Fremdkapital lässt sich im Profifußball in drei Bereiche untergliedern:

1. kurz- und langfristige Bankkredite
2. Schuldverschreibungen
3. Asset Backed Securities

3.2.1.1 Bankkredite

Die Finanzierung durch Bankkredite stellte für lange Zeit die bedeutendste Finanzierungsform für Fußballklubs dar und ist auch heutzutage noch eine wichtige

⁹¹ Vgl. Elter (2003), S. 166ff. sowie Kipker (2000), S. 44ff.

Alternative für zahlreiche Vereine. Dabei sind für die grundsätzliche Erteilung von Krediten die Kreditwürdigkeit sowie die Kreditsicherung die entscheidenden Kriterien. Unter Kreditwürdigkeit werden die allgemeine Kreditfähigkeit des Vereins sowie die wirtschaftliche Kreditwürdigkeit verstanden. Im Zuge der Kreditsicherung verlangen die Kreditinstitute i.d.R. eine Sicherheitsleistung zur Risikominimierung des Geschäfts.⁹² Dabei kommen sowohl Sicherheiten in Form von materiellen Anlagegegenständen als auch von (risikoreicheren) immateriellen Anlagevermögen (Transferrechte, Vermarktungsrechte für einzelne Spieler) in Frage. Obgleich bei der zweiten angeführten Form i.A. der Kreditgeber durch eine Sondervereinbarung eine Mindestsumme festlegen kann, um das Ausfallrisiko in einem gewissen Rahmen zu halten.⁹³

Aufgrund der in den 90er Jahren vorherrschenden Rechtsform des „eingetragenen Vereins (e.V.)“ und des damit verbundenen limitierten Handlungsspielraums⁹⁴, war es vielen Klubs nicht möglich die zahlreichen Finanzierungsformen in Anspruch zu nehmen. Bis dahin war es üblich, mittels Kreditfinanzierung durch Banken einen Großteil des Kapitalbedarfs zu decken. Dabei konnte die Vereinsspitze den Informationsfluss nach außen, ebenso wie die Mitbestimmung der Kapitalgeber unterbinden bzw. auf ein Minimum halten. Seit dem Jahr 2007 und der Einführung des, für alle Kreditinstitute in der EU verpflichtenden, Basel II-Regelwerks⁹⁵ sind die Rahmenbedingungen bei der Kreditvergabe deutlich verschärft worden. Gemäß Basel II müssen Banken die Kreditvergabe einer Überprüfung der Bonität abhängig machen und bei der Ermittlung der Kreditzinsen v.a. auch die Höhe des Fremdkapitalanteils stärker in Betracht ziehen. Demzufolge steigen die Kreditzinsen mit der Höhe des

⁹² Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 374ff.

⁹³ Vgl. Dworak (2010), S. 227ff.

⁹⁴ Eingetragene Vereine sind juristische Personen, die im Vereinsregister eingetragen sind und die keine wirtschaftlichen Zwecke verfolgen, sondern i.d.R. ideelle Ziele haben. Der Widerspruch zu den wirtschaftlichen Zielen eines Fußballbetriebs wurde durch das sogenannte „Nebenzweckprivileg“ legitimiert. Nichtsdestotrotz sind eingetragene Vereine im Hinblick auf die zur Verfügung stehenden Kapitalbeschaffungsalternativen stark eingeschränkt, weshalb die Klubs nicht selten versuchen, durch eine Abtrennung der Profiabteilung vom eingetragenen Verein und der darauffolgenden Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft, den wirtschaftlichen Nutzen zu maximieren. Vgl. Grünitz/von Arndt (2002), S. 44ff. sowie Lang (2008), S. 260ff.

⁹⁵ Basel II ist ein vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht vorgeschlagenes, und seit Januar 2007 in der EU verpflichtendes Regelwerk für Kreditinstitute, für die Schaffung von fairen Wettbewerbsbedingungen bei der Kreditvergabe sowie der Eigenkapitalausstattung von Unternehmen. Vgl. Behr/Fischer (2005), S. 35ff.

Verschuldungsgrades, was in extremen Fällen letztlich sogar zu einer Kreditverweigerung führen kann.⁹⁶

3.2.1.2 Schuldverschreibungen / Zerobonds

Die Ausgabe von Schuldverschreibungen (Anleihen) ist eine weitere Möglichkeit die Einnahmen eines Fußballklubs durch eine langfristige Kreditfinanzierung zu erhöhen. Schuldverschreibungen sind verbrieftete Wertpapiere, die den Aussteller zur Rückzahlung eines bestimmten Geldbetrages sowie zu regelmäßigen Zinszahlungen, verpflichten. Im Gegensatz zum klassischen Bankdarlehen richten sich Schuldverschreibungen nicht an einen bestimmten Kreditgeber sondern an den Kapitalmarkt. Allerdings ist der Aussteller bereits durch die Ausfertigung einer Schuldverschreibung zur Leistung verpflichtet.⁹⁷

Im Profifußball werden Schuldverschreibungen oft von Klubs mit kapitalgesellschaftlicher Rechtsform in Form von Teilschuldverschreibungen geteilt und an der Börse zum Kauf angeboten. Die Laufzeit der Anleihen beträgt i.d.R. zwischen drei und 15 Jahren und kann aufgrund des sogenannten Schuldnerkündigungsrechts vom emittierenden Unternehmen jederzeit (nach Ablauf einer vertraglich fixierten Frist) gekündigt und vorzeitig zurückgezahlt werden.⁹⁸ Wie in Anhang 1 zu erkennen ist, sind Anleihen erst ab einem Finanzierungsvolumen von € 50 Mio. überhaupt in Erwägung zu ziehen. Erst ab einem Gesamtvolumen über € 150 Mio. von börsennotierten Schuldverschreibungen übersteigt der Nutzen die auftretenden Kosten (Börsenprospekt, externes Rating, Gebühren, Steuern, weitere Transaktionskosten, etc.). Bei der Verzinsungsform kann das emittierende Unternehmen entscheiden, ob es einen festen Nominalzins oder eine variable Verzinsung bevorzugt. Der Vorteil eines fixen Zinssatzes liegt in der Planungssicherheit bei der Abschätzung der zukünftigen Kosten. Auf der anderen Seite gibt es noch die Möglichkeit den Zinssatz an einen

⁹⁶ Vgl. Dworak (2010), S. 226ff.

⁹⁷ Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 383ff.

⁹⁸ So geschehen beim englischen Klub FC Chelsea. Im Juni 2003 wurde nach der Klubübernahme des russischen Milliardärs, die im Jahr 1997 aufgenommene Anleihe zur Modernisierung des Stadions in Höhe von € 113 Mio. bereits vier Jahre vor Ablauf der Laufzeit vorzeitig zurückgezahlt. Vgl. Kern (2007), S. 159

internationalen Referenzzinssatz (z.B. LIBOR⁹⁹, EURIBOR¹⁰⁰) anzukoppeln. Häufig wird dabei noch ein Spread angehängt, der den Referenzzinssatz in beide Richtungen korrigieren kann, um die Bonitätskomponente besser erfassen und wiedergeben zu können. Die Verzinsung ändert sich folglich je nach Verlauf des Referenzzinssatzes alle drei bis sechs Monate. Deswegen wird die variabel verzinsliche Anleihe auch „Floating Rate Note“ (FRN) genannt.¹⁰¹

Eine spezielle Form der Schuldverschreibung ist die **Nullkuponanleihe** (engl. Zerobond). Dabei werden, wie der Name bereits andeutet, keinerlei Zinszahlungen während der Laufzeit ausbezahlt. Stattdessen werden die Zinszahlungen zusammen mit der Tilgungssumme am Ende der Laufzeit ausbezahlt. Der Ertrag der Gläubiger besteht dabei lediglich aus der Differenz zwischen der Rückzahlungssumme und dem Emissionskurs. Deswegen werden diese Anleihen mit einem hohen Abschlag (unter pari) emittiert und bei Fälligkeit zu 100% (pari) zurückgezahlt.¹⁰² Eine Voraussetzung für die Ausgabe von Nullkuponanleihen ist eine besonders gute Bonität, die von dem emittierenden Unternehmen verlangt wird. Aufgrund des hohen Kapitalbedarfs am Ende der Laufzeit, wird diese Anleiheform nur dann gewählt, wenn die Liquidität ausreichend gewährleistet ist und ein hohes Emissionsvolumen benötigt wird, da sonst der Spread und die Kosten für die Vorbereitung und Durchführung einer Anleiheemission zu hoch werden könnten.

Aus diesem Grund wird im professionellen Fußballsport eher versucht, mit Hilfe von sogenannten „**Fan-Anleihen**“, die in Fachkreisen nicht als klassische Anleihen gesehen werden, den benötigten Kapitalbedarf zu decken. Besonders das Emissionsvolumen und die i.A. recht moderaten Zinssätze stellen für Finanzinvestoren kaum einen Anreiz dar, weswegen die Anleihen aus sentimentalen Gründen eher bei Anhängern des Klubs den meisten Anklang finden. So haben z.B. drei deutsche Bundesligisten¹⁰³ in den letzten fünf Jahren Anleihen in der Höhe zwischen drei und sechs Millionen Euro emittiert um

⁹⁹ **London InterBank Offered Rate** ist der durch die wichtigsten Banken der British Bankers' Association täglich festgelegte Referenzzinssatz zu dem am Markt Gelder von den Banken bezogen bzw. angeboten werden können.

¹⁰⁰ **Euro InterBank Offered Rate** ist ein täglich angepasster Durchschnittssatz von 44 europäischen Kreditinstituten, der im Zuge des Euro eingeführt wurde.

¹⁰¹ Vgl. Dworak (2010), S. 231ff.

¹⁰² Vgl. Corsten/Reiß (2008), S. 680

¹⁰³ Hertha BSC (€ 6 Mio.), 1.FC Köln (€ 5 Mio.) und Arminia Bielefeld (€ 3 Mio.)

i.d.R. infrastrukturelle Maßnahmen oder Investitionen in die Nachwuchsförderung (Internate, Akademien, etc.) durchführen zu können. Somit erhalten die Fans die Chance praktisch in die Zukunft des Vereins zu investieren.¹⁰⁴

3.2.1.3 Asset Backed Securities

Asset Backed Securities (ABS) sind eine Sonderform der klassischen Anleihe, die in den letzten Jahren zu einer ernstzunehmenden Finanzierungsalternative geworden ist. Bei dieser Finanzierungsform werden bestehende oder zukünftige Forderungen bzw. Cashflows eines Unternehmens in Form eines Treuhandvermögens zusammengefasst und an eine eigens dafür gegründete Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle - SPV¹⁰⁵) veräußert. Die Forderungen werden dann von der Zweckgesellschaft wertpapiermäßig verbrieft und als solche an institutionelle Anleger (Pensionskassen, Versicherungen, etc.) mit langfristiger Strategie weiterverkauft. Diese ABS-Wertpapiere sollten eine Laufzeit von mindestens fünf Jahren (häufig auch 15 oder mehr Jahre) haben und zeichnen sich durch ein niedriges Bonitätsrisiko aus.¹⁰⁶

Angewendet auf die Finanzierung von Fußballunternehmen verfügen Klubs i.d.R. über keine nennenswerten Forderungen bzw. Cashflows. Allerdings verfügen Fußballklubs über zukünftige Zahlungsansprüche die sich in folgenden Positionen widerspiegeln: Zuschauereinnahmen, Erlöse durch die Verwertung von medialen Rechten sowie Sponsoringeinnahmen. Während die Erlöse durch das Sponsoring und die Verwertung der medialen Rechte vom sportlichen Erfolg¹⁰⁷ abhängig sind, belegen historische Daten¹⁰⁸, dass die Zuschauerzahlen v.a. von Traditionsvereinen auch bei ausbleibendem Erfolg, dank der häufig jahrelangen Verbundenheit und Tradition, relativ stabil bleiben. Deswegen ist es für die Besicherung der ABS-Wertpapiere üblich, einen Teil der zukünftigen Zuschauereinnahmen des Klubs an die Zweckgesellschaft abzutreten. Zudem wird üblicherweise als weitere Sicherungsoption ein sogenannter Reservefonds

¹⁰⁴ Vgl. Keller (2008), S. 266 sowie Dworak (2010), S. 233ff.

¹⁰⁵ Häufig auch als Special Purpose Company (SPC) oder als Special Purpose Entity (SPE) verwendeter Begriff für eine juristische Person, die für einen bestimmten und klar definierten Zweck gegründet wird.

¹⁰⁶ Vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 403 ff. sowie Dworak (2010), S. 237ff. und Keller (2008), S. 266ff.

¹⁰⁷ Im Falle eines sportlichen Abstiegs in eine unterklassige Liga reduzieren sich die Einnahmen v.a. in diesen Bereichen beträchtlich, sodass die Klubs i.d.R. in solchen Fällen ihre Etats nicht aufrecht erhalten können.

¹⁰⁸ Vgl. Kern (2003), S. 446ff.

eingrichtet, der nach vollständiger Tilgung der Anleihe aufgelöst und wieder an den Klub ausgeschüttet wird.

Die Voraussetzung für die Aufnahme einer ABS-Anleihe ist daher das Vorhandensein eines großen konstanten Cashflows durch eine hohe Stadionkapazität bzw. großen Zuschauererlösen in Verbindung mit sportlichem Erfolg. Desweiteren ist auch hier wieder zu beachten, dass eine Emission dieser Anleihe möglichst nur zur Realisierung von langfristigen Investitionsprojekten durchgeführt werden sollte. Allerdings ergibt sich für die Geschäftsführung auch die Möglichkeit durch den kurzfristigen Mittelzufluss, die langfristigen Finanzierungskosten zu senken, indem die (teuren) kurz- und mittelfristigen Verbindlichkeiten durch die u.U. günstigere Anleihe abgelöst werden. Als dritte Möglichkeit bieten sich Investitionen in den Mannschaftskader zur Verbesserung der sportlichen Ausgangssituation an, wobei diese Option nur ungern von den Investoren gesehen wird.¹⁰⁹ Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die Investoren keinerlei Mitspracherechte genießen und die alleinige Entscheidungsvollmacht bei der Geschäftsführung verbleibt. Für die bestehenden Gläubiger ändert sich die Situation insofern, da durch die Abtretung der zukünftigen Erträge des Spieltags, das Risiko im Falle einer Insolvenz erheblich erhöht wird.¹¹⁰

In Europa haben bislang 14 Fußballklubs¹¹¹ eine ABS-Anleihe ausgegeben. Gemein haben alle, dass die Emission unter der Führung des Investmentbankers Stephen Schechter abgeschlossen wurde, nach dem diese Anleihenform auch benannt wurde.

Die sogenannte „**Schechter-Anleihe**“ ist eine Finanzierungsform der Asset Backed Securities und ist in England schon seit den 90er Jahren als Finanzierungsform gebräuchlich. Der amerikanische Investmentbanker Stephen Schechter¹¹² hat sich dabei als „Mittelsmann“ darauf spezialisiert, finanzielle geeignete Fußball-Klubs mit interessierten Investoren zusammenzubringen (siehe Abbildung 9).

¹⁰⁹ Dazu ein Kommentar von Stephen Schechter (siehe folgender Absatz) auf die Frage ob ein Verein mit den Erlösen der Anleihe nur in Immobilien oder auch in Spieler investieren sollte: „*Selbst ein Parkplatz ist den Investoren lieber als ein neuer Spieler.*“ Vgl. o.V. – Süddeutsche Zeitung (2004)

¹¹⁰ Vgl. Dworak (2010), S. 238ff.

¹¹¹ Newcastle United, Southampton FC, Leeds United, Everton FC, Manchester City, Leicester City, Ipswich Town, Tottenham Hotspur und Norwich City (alle Teams kommen aus England), AC Parma, AC Florenz und Lazio Rom (alle aus Italien), Real Madrid (Spanien) sowie Schalke 04 (Deutschland)

¹¹² Im Jahr 2002 beschloss Schechter, der zuvor bei renommierten Investmentbanken wie Lazard oder Schroders hochrangige Positionen innehatte, sich selbständig zu machen und gründete die Schechter & Co. Limited.

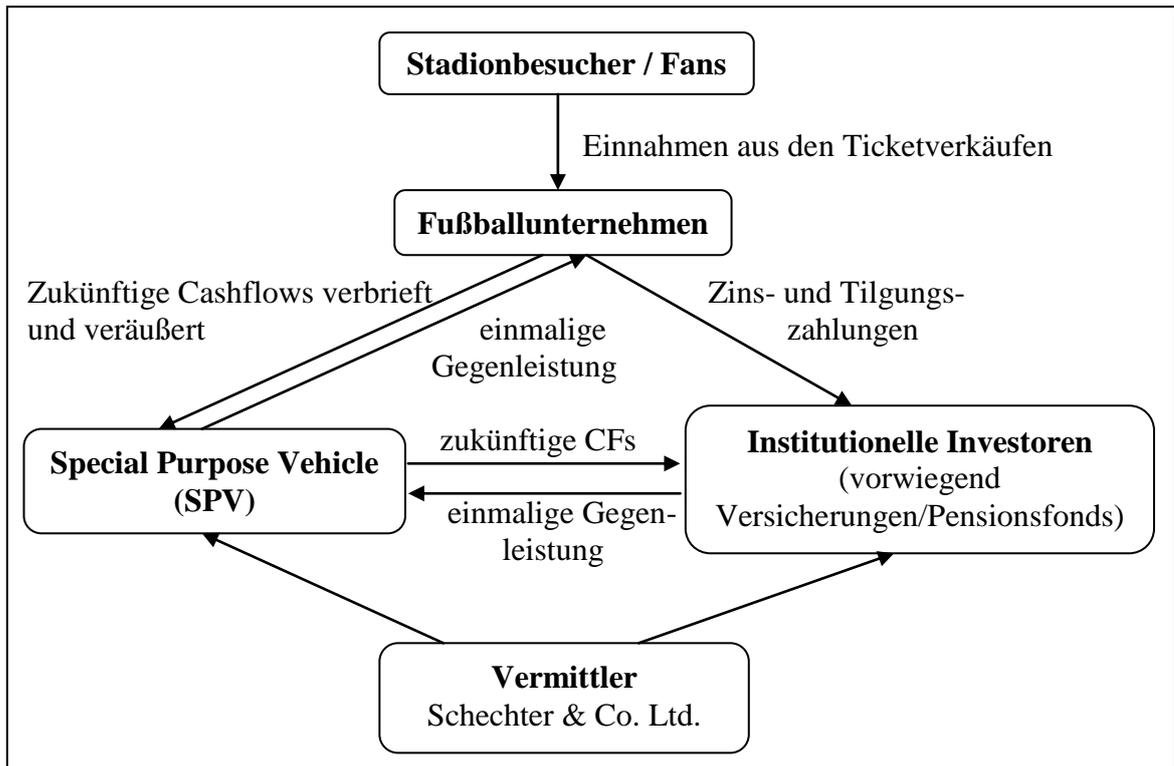


Abb. 9: Aufbau der „Schechter-Anleihe“¹¹³

Der englische Traditionsverein Newcastle United war 1999 der erste Klub für den Schechter dieses Finanzierungsmodell entworfen hat. So erhielt der englische Verein auf Vermittlung von Schechter von verschiedenen institutionellen Investoren eine Anleihe in Höhe von insgesamt 87 Millionen Euro, die mit der Verpfändung eines Teils der Zuschauereinnahmen abgesichert wurde. Das Ziel der Vereinsführung war es, mit der Gewissheit der konstant hohen Zuschauerzahlen, den Ausbau des vereinseigenen Stadions mit der Anleihe zu finanzieren um damit die langfristigen Einnahmen in diesem Bereich zu steigern. Seitdem gab es v.a. viele Klubs in England die nach dem Vorbild von Newcastle United für den Stadionumbau bzw. – neubau diese Finanzierungsform gewählt haben. Die Zinsen einer Schechter-Anleihe liegen im Normalfall bei sechs Prozent pro Jahr, wobei je nach individueller Bonitätsbeurteilung ein Spread¹¹⁴ dazukommen kann.¹¹⁵

¹¹³ Vgl. Dworak (2010), Abb. 32, S. 239 sowie Keller (2008), Abb. 36, S. 269

¹¹⁴ Schalke 04 erhielt von der Rating-Agentur Fitch nur ein befriedigendes BBB-Rating, was als Investment allerdings nur im unteren Bereich angesiedelt werden kann. Diese Bewertung spiegelte sich dementsprechend in einem relativ hohen Zinssatz, der zwischen 7,5 und 8,5 % p.a. liegt.

¹¹⁵ Vgl. Schmech (2005), S. 134ff.

Die Schechter-Anleihe hat sich seit dem ersten Auftreten im Jahr 1999 als wichtige Finanzierungsalternative im Profifußball v.a. für den Ausbau der Infrastruktur (Stadion, Trainingsgelände, Akademie, Internat, etc.) eines Klubs etabliert. Eines darf dabei aber nicht außer Acht gelassen werden: Die Schechter-Anleihe ist kein Allheilmittel. Es gibt neben den Klubs die durch die Anleihe profitierten auch die Negativbeispiele der englischen Klubs Leicester City und Ipswich Town. Beide Vereine mussten in den letzten Jahren, nach Ausgabe einer Schechter-Anleihe, Insolvenz anmelden, da sie ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen konnten. Zu den Gründen zählt u.a. neben den schlechten Managemententscheidungen und der sportlichen Krise, v.a. das kurzfristige Unterschätzen der jährlichen Tilgungszahlungen, die das alltägliche Handeln für die Geschäftsführung erschweren und mitunter zu einer Verschärfung der Schuldsituation führen kann. So nahm der deutsche Erstligist Schalke 04 im Jahr 2002 ebenfalls eine Schechter-Anleihe auf, mit dem Ziel des Ausbaus der Infrastruktur sowie der Kosteneinsparung durch Ablösung bestehender Verbindlichkeiten. Inzwischen wurde die Anleihe von einem Kreditinstitut abgelöst¹¹⁶ und der Klub hofft so ein weiteres Ausufern der Schulden verhindern zu können.

3.2.2 Kapitalbeschaffung durch Mezzanine-Finanzierung

Nach der Pecking Order Theory (Vgl. Abschnitt 2.6 bzw. Abbildung 3) sollte als nächste Alternative der Kapitalbeschaffung die Mezzanine-Finanzierung im Vordergrund stehen. Wie schon eingangs erwähnt, vereint das Mezzanine-Kapital Charakteristika sowohl von Fremd- als auch Eigenkapital. Zu den wichtigsten Finanzierungsformen zählen dabei: Wandel- und Optionsanleihen, Genussscheine, nachrangige Darlehen sowie stille Gesellschaften. Diese werden in den folgenden Abschnitten erläutert und auf ihre Eignung im Profifußball analysiert.

¹¹⁶ Der deutsche Erstligaklub Schalke 04 gab im Mai 2010 bekannt, dass die Anleihe des Konsortiums rund um den amerikanischen Finanzmakler Stephen Schechter von einer „international operierenden Bank“ abgelöst wurde. Davon verspricht sich die Vereinsführung eine Ersparnis von zwei Millionen Euro jährlich bis zum Ende des Kontraktes im Jahr 2018. Grund für diesen Schritt, sei der zunehmende Versuch des Investors, Einfluss auf das Tagesgeschäft zu nehmen. *„So konnte es nicht weitergehen. Ich lasse es mir auch persönlich nicht gefallen, dass jemand, der uns Geld leiht, bestimmen will, wen ich einstellen darf und wen nicht“*, sagte der Aufsichtsratsvorsitzende Clemens Tönnies. Vgl. o.V. – FAZ-Net (2010)

3.2.2.1 Wandel-/Optionsanleihen

Wandel- und Optionsanleihen zählen ebenso wie Genussscheine zu den verbrieften Finanzierungsinstrumenten der Mezzanine-Finanzierung. Dabei räumen **Wandelanleihen** (engl. Convertible Bonds) dem Gläubiger zusätzlich zur Schuldverschreibung, das Recht auf Umtausch der Schuldverschreibungen (innerhalb einer bestimmten Frist in einem vorher festgelegten Verhältnis) in Stammaktien des Unternehmens, ein. Wandelanleihen können i.A. nur im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung, die eine $\frac{3}{4}$ -Mehrheit des vertretenen Grundkapitals erfordert, ausgegeben werden. Darüber hinaus sind bei der Ausgabe der Wandelanleihe zusätzlich das Umtauschverhältnis (Schuldverschreibung \rightarrow Aktie), die Zuzahlung bei Anwendung des Wandlungsrechts sowie die Wandlungsfrist anzugeben.

Von den Wandelanleihen gilt es grundlegend die **Optionsanleihen** (engl. Warrants) zu unterscheiden. Optionsanleihen gewähren zwar im gleichen Maße dem Inhaber das Recht auf Erwerb von Aktien oder Anleihen zu einem vorher festgelegten Kurs, während einer festgelegten Frist. Während jedoch bei Wandelanleihen die Schuldverschreibung bei Ausübung der Wandlung in Stammaktien umgewandelt wird und somit erlischt, bleibt bei einer Optionsanleihe die ursprüngliche Anleihe auch nach Ausübung des Optionsrechts im Besitz des Gläubigers. Der Optionsschein, der das Recht auf die Option verbrieft, kann und wird häufig separat von der Optionsanleihe verbrieft und gehandelt. Die Ausgabe von Optionsanleihen kann, wie bei den Wandelanleihen, nur im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung erfolgen, die eine Mehrheit des vertretenen Grundkapitals bei der Hauptversammlung erfordert.¹¹⁷

Im Vergleich zu einer Anleihe ohne Options- und Wandlungsrechte bestehen grundsätzlich die gleichen Vor- und Nachteile. Ein zusätzlicher Nutzen durch die Wandel- und Optionsanleihen entsteht durch die mitunter niedrigeren Zinszahlungen, da diese Anleihen bei positiver Entwicklung für Gläubiger wertvoller sein können. Darüber hinaus ist die Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen aufgrund ihres „mezzaninen“ Charakters für Unternehmen vorteilhafter. Da diese Anleihen bei der Ausgabe als Fremdkapital in die Bilanz aufgenommen werden und jederzeit während der festgelegten Frist in Eigenkapital umgewandelt werden können, wird so das Risiko von

¹¹⁷ Vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 356ff.

Kapitalerhöhungen in unsicheren Märkten verringert.¹¹⁸ Insbesondere bei asymmetrischer Informationsverteilung eignen sich Wandelanleihen hervorragend zur Erhöhung des Eigenkapitals. Der Grund hierfür liegt u.a. darin, dass bei Informationsasymmetrien Wandelanleihen ein besseres Risikoprofil und eine bessere Absicherung bieten als riskante Finanztitel wie z.B. Aktien.¹¹⁹

Die Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen hat im professionellen Fußball noch nicht den Stellenwert wie andere Finanzierungsformen. Ein Grund ist sicherlich das fehlende Vorkommen von börsennotierten Klubs, die für diese Anleihenform in Frage kommen. Desweiteren bedeutet der Umtausch der Anleihen für das Management des Fußballklubs i.d.R. eine weitere ungewisse Variable, die es bei der Finanzplanung zu berücksichtigen gilt. Ein weiteres Argument gegen die Ausgabe von Wandlungs- und Optionsanleihen ergibt sich u.U. bei der Umwandlung in stimmrechtsbehafte Aktien, was für die Entscheidungsträger eines Vereins einen unerwünschten Einschnitt in die Entscheidungsfreiheit bedeuten kann.¹²⁰ Ein bekanntes Beispiel für eine Wandelanleihe ist die Ausgabe eines £ 75 Mio. Eurobonds¹²¹ des englischen Klubs FC Chelsea durch die Investmentbank UBS Warburg im Jahr 1997, die schlussendlich vor dem Ablauf zurückgezahlt wurde (vgl. 3.2.1.2). In Deutschland hat Borussia Dortmund im Jahr 2006 eine bedingte Kapitalerhöhung durchgeführt, um für den Fall der Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen gerüstet zu sein.

3.2.2.2 Genussscheine

Eine weitere Finanzierungsalternative der hybriden Finanzierung ist die Ausgabe von Genussscheinen. Ein Genussschein ist per Definition ein Wertpapier, das bestimmte Rechte an einem Unternehmen verbrieft. Das Besondere an den Genussscheinen ist der gesetzliche Spielraum, der den Unternehmen bei der Ausgestaltung bzw. der Ausgabe eingeräumt wird. So bleibt es dem emittierenden Unternehmen, je nach Verwendungszweck, selbst überlassen, ob die Genussscheine als Eigenkapital oder

¹¹⁸ Vgl. Dworak (2010), S. 246ff.

¹¹⁹ Vgl. Bohn (2002), S. 112

¹²⁰ Vgl. Dworak (2010), S. 246ff.

¹²¹ Eurobonds sind auf den internationalen Märkten platzierte Anleihen, die von einem anderen Land emittiert werden als von dem Land, aus dem die Währung stammt, in der sie aufgelegt werden.

Fremdkapital in die Bilanz eingehen.¹²² Dazu werden vorher die sog. „Genussrechte“ definiert, die den Gläubigern i.d.R. Anteile an den Gewinnen bzw. Liquidationserlösen sichern, sowie je nach Ausgestaltung weitere Bezugs- und Nutzungsrechte gewähren. Ein entscheidender Vorteil bei der Ausgabe von Genussscheinen ist in jedem Fall die Unabhängigkeit von einer bestimmten Rechtsform (z.B. börsennotierte Kapitalgesellschaften). Darüber hinaus können Unternehmen bei Bedarf, die Genussscheine so ausgestalten, dass sie steuerlich als Fremdkapital und bilanztechnisch als Eigenkapital geführt werden. Dies bringt einerseits Ersparnisse bei der steuerlichen Belastung und andererseits wird die Eigenkapitalquote erhöht, was bei der Bewertung von Rating-Agenturen langfristig zu niedrigeren Zinssätzen führen kann. Von Nachteil ist für die Inhaber von Genussscheinen sicherlich die Nachrangigkeit der Ansprüche im Insolvenzfall, woraus sich auch die grundsätzlich eigenkapitalähnlichen Züge ableiten lassen.¹²³

Aus diesem Grund stellt diese Finanzierungsform besonders für finanzschwächere Klubs eine finanziell realisierbare Alternative dar, ohne die Kosten und Risiken einer Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft auf sich nehmen zu müssen. So wird aus Anhang 1 ersichtlich, dass die Ausgabe von Genussscheinen bereits ab einem Emissionsvolumen von € 5 Mio. bedingt geeignet ist, empfohlen wird die Ausgabe ab einem Volumen von € 15 Mio.

In der Praxis wurde diese Finanzierungsalternative in den letzten Jahren besonders bei deutschen Fußballklubs genutzt, um kurzfristig Kapital zu beschaffen. So begannen der 1.FC Köln und Energie Cottbus¹²⁴ im Jahr 2004 als erste Klubs in Deutschland mit der Ausgabe von Genussscheinen. Der damalige Zweitligist Köln gab dabei Genussscheine in Höhe von € 5 Mio. aus, die für das Erreichen des sportlichen Ziels (Wiederaufstieg) eingesetzt werden sollten. Der Erwerb eines Genussscheins sicherte dem Inhaber grundsätzlich nur einen relativ geringen Basiszinssatz als Vergütung. Darüber hinaus wurde ein variables Element vereinbart, welches nur im Fall des Erreichens der

¹²² Vgl. Schmech (2005), S. 136ff.

¹²³ Vgl. Dworak (2010), S. 250ff.

¹²⁴ Energie Cottbus hat 2004 Genussscheine mit einem Emissionsvolumen von € 3 Mio. mit einer 10-jährigen Laufzeit ausgegeben. Der Zinssatz beträgt 6 % mit einer Bonuszahlung von bis zu 2 % wenn die sportlichen Ziele erreicht werden. Das Ziel der Geschäftsführung war eine Umschuldung im Fremdkapitalbereich sowie eine Art „Anschubfinanzierung“ für die weitere Zukunft. Vgl. dazu: Dworak (2010), S. 253

sportlichen Zielsetzung zu einer zusätzlichen Auszahlung führen würde. Dabei bediente sich die Kölner Vereinsführung des im vorigen Abschnitt erwähnten bilanziellen „Tricks“. So werden die Kölner Genussscheine steuerlich als Fremdkapital und bilanziell als Eigenkapital behandelt. Dadurch konnten die Kölner die damit verbundenen steuerlichen Vorteile nutzen und gleichzeitig die Beschränkung des Fremdkapitals durch die DFL-Auflagen umgehen.¹²⁵

Als Alternative zu den klassischen Genussscheinen überlegte der deutsche Klub Werder Bremen eine Ausgabe von Genussscheinen mit der zukünftigen Option auf Aktien des Klubs.¹²⁶ Da der Verein zur damaligen Zeit nicht börsennotiert war, wäre ein Börsengang die Voraussetzung für diese Art von Genussscheinen. Zu einer Ausgabe von Genussscheinen kam es bei Werder Bremen allerdings bislang nicht.

Trotz der vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten und Unabhängigkeit von der vorliegenden Rechtsform ist der Einsatz von Genussscheinen im professionellen Fußball überraschenderweise noch nicht sehr verbreitet. Es ist davon auszugehen, dass in Zukunft insbesondere finanzschwächere Klubs, die nicht die Möglichkeiten von börsennotierten Klubs haben oder keine günstigen Bankkredite bekommen, auf diese Form der Mezzanine-Finanzierung zurückgreifen werden. Durch die variable Komponente, haben die Vereine im schlimmsten Fall, bei Nicht-Erreichen der sportlichen Ziele, durch den moderaten Basiszinssatz, Kapital zu relativ günstigen Konditionen erhalten. Auf der anderen Seite führt das Erreichen der sportlichen Ziele zu zusätzlichen Belastungen durch die Gewinnbeteiligungen, die jedoch durch die infolgedessen höheren Einnahmen in den meisten Fällen ausgeglichen werden können.

3.2.2.3 Nachrangige Darlehen

Ein nachrangiges Darlehen unterscheidet sich von einem klassischen Darlehen von der Gläubigerstellung im Insolvenzfall. Dabei wird im Rahmen der sog. Rangrücktrittsklausel vereinbart, das eingezahlte Kapital erst nach Befriedigung aller „nicht nachrangigen“ Gläubiger zurückzuzahlen.¹²⁷ Aufgrund des höheren Risikos im Insolvenzfall muss der Kreditnehmer mit deutlich höheren Darlehenszinsen

¹²⁵ Vgl. Schmech (2005), S. 136ff.

¹²⁶ Vgl. o.V. – Bfinance (2002)

¹²⁷ Vgl. Reichling/Beinert/Henne (2005), S. 258ff

kompensiert werden, als dies bei einfachen Darlehen üblich ist. Eine Verlustbeteiligung ist ebenso wie eine Gewinnbeteiligung ausgeschlossen (siehe Tabelle 2).

Da die Gläubiger von nachrangigen Darlehen in der Reihenfolge der Ansprüche nur vor den Unternehmenseigentümern stehen, wird diese Finanzierungsform bei der Frage der Zuteilung oft als eigenkapitalähnliches Fremdkapital eingestuft und somit i.d.R. dem Eigenkapital zugerechnet. Aus diesem Grund werden nachrangige Darlehen im Profifußball nicht selten von bestehenden Eigentümern oder Investoren aus dem direkten Umfeld des Klubs (Sponsoren, Mäzene, etc.) gewährt. Auf diese Weise wird vermieden, dass Informationen über die finanzielle Situation eines Klubs über Banken oder sonstige externe Kreditgeber nach außen dringt. Dies ist v.a. in Fällen von drohenden Zahlungsschwierigkeiten ein probates Mittel der Informationsverschleierung. Hinzu kommt, dass die nachrangigen Darlehen in der Bilanz als eigenkapitalähnliche Posten ausgegeben werden können, was zusätzlich zu einer „Verschönerung“ der Bilanz dienen kann.¹²⁸

3.2.2.4 Stille Gesellschaften

Bei einer Beteiligung durch eine stille Gesellschaft, wird einem Unternehmen Kapital zur Verfügung gestellt ohne dass der Kapitalgeber nach außen in Erscheinung tritt. In der Bilanz wird die Position Eigenkapital erhöht, ohne dass der neue Kapitalbeitrag gesondert erfasst wird. Die Beziehung zwischen Kapitalnehmer und Gläubiger besteht daher nur im Innenverhältnis. Darüber hinaus sieht die Gesetzgebung vor, dass der stille Gesellschafter am Gewinn anteilmäßig beteiligt wird, der Verlust beschränkt sich allerdings zwingend nur auf die Höhe der getätigten Einlage.¹²⁹

Nach der Art des Vermögensanspruchs bei Ausscheiden aus dem Unternehmen sowie des Mitspracherechts, werden typische und atypische stille Gesellschafter unterschieden. Wesentliche Merkmale eines **typischen stillen Gesellschafters** sind neben der Beschränkung auf Informations- und Kontrollrechte, die gesetzliche Regelung bei der Gewinn- und Verlustbeteiligung. Der Anspruch eines typischen Gesellschafters beschränkt dabei i.d.R. auf eine feste Verzinsung und auf eine

¹²⁸ Vgl. Dworak (2010), S. 256ff.

¹²⁹ Vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 328

festgelegte Gewinnbeteiligung, während die Verlustbeteiligung gesetzlich ausgeschlossen ist. Dazu erhalten Gesellschafter beim Ausscheiden aus dem Unternehmen lediglich die Nominalsumme der Einlage ausbezahlt. Der **atypische stille Gesellschafter** wird zwar ebenso am Gewinn beteiligt, muss aber die Verluste bis zur Höhe seiner Einlage mittragen. Im Gegenzug erhalten atypische Gesellschafter neben den für die typischen Gesellschafter üblichen Informations- und Kontrollrechten, im Rahmen der sog. Mitunternehmerschaft zusätzliche Mitsprache- und Entscheidungsrechte. Da der Gesellschafter in diesem Fall ein höheres Risiko zu tragen hat, wird er bei einem Ausscheiden aus dem Unternehmen an der Wertsteigerung des Unternehmens seit der Mitwirkung beteiligt. Dies erfolgt in der Regel durch die Vereinbarung eines sog. „Equity Kicker“¹³⁰, der die Möglichkeiten des zukünftigen Wertzuwachs regelt.¹³¹

Die Anwendung auf den professionellen Fußball lässt sich nur bedingt überprüfen, da die stillen Gesellschafter, wie im obigen Abschnitt erwähnt, nicht in der Bilanz ausgewiesen werden (müssen). Dabei gelten aber für diese Finanzierungsform i.A. die gleichen Vorteile, wie für nachrangige Darlehen. So eignet sich diese Alternative am ehesten für „klubnahe“ Gläubiger (Mäzene, Sponsoren, etc.), da die Beteiligung nur im Innenverhältnis aufscheint und somit keine Informationen über die finanzielle Situation an die Außenwelt dringt. Ein weiterer Pluspunkt ist darüber hinaus die bilanzielle Stellung von Einlagen stiller Gesellschafter. Da diese Beteiligung in der Bilanz bei den eigenkapitalähnlichen Positionen aufscheint, ist es im Rahmen des Lizenzierungsverfahrens eine Möglichkeit, die Eigenkapital-Situation des Klubs zu „verschönern“.¹³²

In der folgenden Tabelle werden die Unterschiede der fünf hybriden Finanzierungsalternativen dargestellt und nach zahlreichen Merkmalen charakterisiert.

¹³⁰ Der Equity Kicker ermöglicht den stillen Gesellschaftern die Beteiligung am Wertzuwachs eines Unternehmens. Dabei kann z.B. eine Wandlung der Anteile in Eigenkapital oder im Falle eines bevorstehenden Börsengangs, eine Aktienbeteiligung vereinbart werden. In beiden Fällen erhält der Gesellschafter die Möglichkeit aus der „stillen“ eine echte Beteiligung zu machen. Vgl. Müller-Känel (2009), S. 229ff.

¹³¹ Vgl. Dworak (2010), S. 260ff.

¹³² Vgl. Dworak (2010), S. 262

Finanzierungsform Kriterien	Wandelanleihe	Optionsanleihe	Genussschein	Nachrangiges Darlehen	Typisch Stille Gesellschaft (Atypisch)
Verzinsungsform	Gewinnunabhängig, meist fix	Gewinnunabhängig, meist fix	Gewinnabhängig, meist Basiszins	Gewinnunabhängig, meist fix	Gewinnabhängig, meist Basiszins
Gewinnbeteiligung	Nein	Nein	Möglich	Nein	Ja
Verlustbeteiligung	Nein	Nein	Möglich	Nein	Nein (Ja)
Beteiligung am Liquidationserlös	Nein	Nein	Möglich	Nein	Nein (Ja)
Stimmrecht	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein (Ja)
Rechtsform	AG	AG	Unabhängig	Unabhängig	Unabhängig
Bilanzierung	Verbindlichkeit	Verbindlichkeit	Gesonderter Ausweis üblich	Verbindlichkeit	Verbindlichkeit (Gesonderter Ausweis)
Steuerliche Behandlung	Betriebsausgabe	Betriebsausgabe	Betriebsausgabe / Gewinnverwendung	Betriebsausgabe	Betriebsausgabe/ Gewinnverwendung

Tab. 2: Vergleich der hybriden Finanzierungsformen¹³³

3.2.3 Kapitalbeschaffung durch Eigenkapital

Die Finanzierung durch Eigenkapital stellt nach der Pecking Order Theory die risikobehaftetste Alternative dar und wird aus diesem Grund i.d.R. nur dann in Anspruch genommen, wenn die anderen Möglichkeiten der Außenfinanzierung (Fremdkapitalaufnahme, Mezzanine-Finanzierung) ausgeschöpft sind. Zu den Optionen der Eigenkapitalfinanzierung zählen der Börsengang bzw. die Kapitalerhöhung, strategische Partnerschaften sowie das sog. „Sportwelt-Modell“.

Die Beteiligungsfinanzierung bezeichnet alle Arten der Eigenkapitalbeschaffung durch Kapitaleinlagen, von bereits vorhandenen ebenso wie von neu hinzutretenden

¹³³ Vgl. Reichling/Beinert/Henne (2005), Tab. 37 und 38, S. 258ff.

Gesellschaftern des Unternehmens.¹³⁴ Dabei dient das Eigenkapital als Fundament jedes Unternehmens, um eine Sicherheit für Gläubiger mit Fremdkapital zu schaffen. Je mehr Eigenkapital in einem Unternehmen vorhanden ist, desto größer sind die Chancen der Beteiligung von Fremdkapitalgebern. Eine entscheidende Rolle dabei spielt die gewählte Rechtsform des Unternehmens. Einerseits bei den rechtlichen Konsequenzen, die eine Beteiligung mit sich bringt, ist es je nach Rechtsform im Gesetz unterschiedlich geregelt. Andererseits gibt es für die Gesellschafter in Bezug auf die steuerlichen Aspekte Unterschiede, die zu berücksichtigen sind.¹³⁵

3.2.3.1 Börsengang

Der Börsengang (engl. Initial Public Offering – kurz: IPO bzw. „Going Public“) bezeichnet die erstmalige Ausschreibung von Aktien auf den organisierten Kapitalmärkten. Dieser Schritt ermöglicht es den Unternehmen, zusätzliches Eigenkapital zu generieren und somit einerseits die Eigenkapitalquote signifikant zu erhöhen und andererseits die Voraussetzungen für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens zu verbessern.¹³⁶

Das Hauptmotiv für den Börsengang ist der Emissionserlös der durch diesen erzielt werden kann. Da die Aktien bei der Erstnotierung um ein Vielfaches ihres eigentlichen Nennwerts notiert werden, kann so eine beträchtliche Summe dem Unternehmen (einmalig) zufließen.¹³⁷ Daneben gibt es eine Reihe weiterer Gründe warum sich Fußballklubs für einen Börsengang entscheiden. Die wichtigsten Gründe sind in Tabelle 3 aufgeführt.

¹³⁴ Vgl. Perridon/Steiner (1997), S. 345

¹³⁵ Vgl. Stiefl (2005), S. 26

¹³⁶ Vgl. Deutsche Börse AG (2006), S. 23ff.

¹³⁷ Vgl. Dworak (2010), S. 271ff.

- ➔ Steigerung bzw. Verbesserung der Eigenkapitalsituation
- ➔ Investitionen in den Neu- bzw. Umbau der Stadioninfrastruktur
- ➔ Erschließung zusätzlicher Erlösquellen (z.B. Veranstaltung von Events) durch eine Stadionbeteiligung
- ➔ Investitionen in den Spielerkader
- ➔ Diversifikation in fußballfremde Geschäftsfelder um die Abhängigkeit vom sportlichen Erfolg zu verringern
- ➔ Image- und Marketingvorteile durch die gesteigerte Transparenz
- ➔ Erhöhung des Bekanntheitsgrads durch verstärkte Berichterstattung in den Medien
- ➔ Verbesserung der Attraktivität für Investoren und Gläubiger durch die erhöhten Richtlinien der Transparenz für börsennotierte Unternehmen
- ➔ mögliche Vergütung der Lizenzspieler mit Stock Options → Erhöhung der Identifikation mit dem Klub, dazu die Möglichkeit sich finanziell am sportlichen Erfolg des Unternehmens zu beteiligen
- ➔ Verbesserung der Finanzierungsbedingungen (z.B. Bonität) durch eine Steigerung der Eigenkapitalquote → Abnahme der Finanzierungskosten
- ➔ Erschließung neuer Finanzierungsmöglichkeiten (z.B. Kapitalerhöhung oder Wandelanleihe)

Tab. 3: Motive für den Börsengang¹³⁸

Ein Börsengang ist nach Anhang 1 ab einem Emissionsvolumen von € 5 Mio. möglich, geeignet scheint es aufgrund der hohen Kosten¹³⁹ für die Erlangung der sog. „Börsenreife“ allerdings erst ab einem Kapitalbedarf von € 15 Mio.

Eine Umstellung (und zuweilen auch eine „lästige“ Pflicht) für die meisten Klubs nach dem Börsengang ist die geforderte Transparenz von Seiten der Anleger, Analysten und Presse bezüglich der aktuellen wirtschaftlichen Lage sowie der zukünftigen Entwicklungen. Diese Publizitätspflicht kann für börsennotierte Unternehmen mitunter zu einem Wettbewerbsnachteil gegenüber anderen nicht börsennotierten Unternehmen führen. So erhalten die Manager konkurrierender Fußballklubs aufgrund der regelmäßigen Geschäftsberichte und Hauptversammlungen Einblicke in die Bilanzen, während umgekehrt die Manager keinerlei Information über nicht notierte Klubs erhalten. Ein weiterer Nachteil bei einem Börsengang sind die relativ hohen immer wiederkehrenden Kosten, um der Informations- und Publizitätspflicht des Unternehmens nachzukommen. Dabei müssen in regelmäßigen Abständen Hauptversammlungen, Analystentreffen und Pressekonferenzen organisiert und

¹³⁸ Vgl. Zieschang (2004), S. 179ff.

¹³⁹ Dabei entstehen für das emittierende Unternehmen bei einem Börsengang Emissionskosten von ca. 6 – 10% des Emissionsvolumens durch die Beauftragung von externen Prüfern sowie der zahlreichen Vorbereitungen die im Rahmen des IPO anfallen. Dazu kommen zusätzlich die regelmäßig wiederkehrenden Publizitäts- und Informationskosten nach dem Abschluss der Börsennotierung.

durchgeführt werden. Dazu kommt die Integration der Informationen im Rahmen der Investor Relations auf der Homepage bzw. die Entscheidung in welcher Form welche Informationen für die breite Öffentlichkeit preisgegeben werden können.¹⁴⁰

Ein Argument, das häufig bei der Diskussion um einen Börsengang genannt wird, ist der Machtverlust für die Alteigentümer, die mitunter schon jahrelang die Entscheidungen treffen und die Finanzen eines Klubs kontrollieren. Durch den bevorstehenden Börsengang sehen die Eigentümer häufig eine drohende Übernahmegefahr sowie die Gefahr, dass Entscheidungen, die in der Vergangenheit autonom getroffen wurden, in der Zukunft durch eine Minderheit blockiert werden können. In Deutschland schreiben die Statuten der DFL allerdings vor, dass der Stammverein immer eine Mehrheit der Anteile halten muss. Damit ist es momentan theoretisch nicht möglich, dass, wie etwa in England, Vereine von Spekulanten und Konzernen aufgekauft und als Spekulationsobjekt behandelt werden können. Zwei aktuelle Beispiele wären hier die englischen Rekordmeister FC Liverpool und Manchester United, die beide seit einigen Jahren im Besitz von amerikanischen Investoren sind.

Besonders das Beispiel von Manchester United ist hier zu erwähnen, als einer der wenigen Klubs, die nach der Börsennotierung den Aktienkurs erheblich steigern konnten. Die Gründe sind vielfältig: Neben den sportlichen Erfolgen (etliche Meistertitel in den letzten 20 Jahren seit der IPO im Juni 1991) und einer gut durchdachten Marketing-Strategie, die den Klub in dieser Zeit zu einer der bekanntesten Sportmarken der Welt¹⁴¹ machte, wurde in der Geschäftsführung zudem sinnvoll gewirtschaftet. Das „Problem“ war allerdings, dass der Klub somit für Investoren sehr attraktiv wurde und so war es nicht überraschend, als der amerikanische Milliardär Malcolm Glazer die feindliche Übernahme im Juli 2005 vermeldete. Nach einer über zwei Jahre andauernden Übernahmeaktion¹⁴² konnte Glazer seinen Aktienanteil von

¹⁴⁰ Vgl. Zieschang (2004), S. 182f.

¹⁴¹ Ein britischer Börsenexperte sagte dazu: „*Manchester United verdient mehr Geld damit, nicht Fußball zu spielen, als mit dem Fußball spielen. Der Verein macht sein Geld mit Fanartikeln, Catering usw. Er ist eine internationale Marke, für deren Entwicklung er das Kapital benutzt.*“ zitiert aus: Grünitz/von Arndt (2002), S. 48

¹⁴² Anhänger von Manchester United versuchten, wie schon einige Jahre zuvor beim Übernahmever such des Medien-Moguls Rupert Murdoch, die Übernahme durch Glazer zu verhindern. Sie argumentierten, dass eine fremdfinanzierte Übernahme von Glazer höchst nachteilig für den Klub wäre und die Zukunft

knapp 3% auf 98% erhöhen und war somit in der Lage den Fußballklub von der Börse zu nehmen. Schlussendlich musste Glazer für die Übernahme, inklusive aller Gebühren, £ 812 Mio. investieren, wobei ca. £ 540 Mio. durch Verbindlichkeiten und Kredite mit einer hohen Rendite finanziert wurden.¹⁴³ Seit der Übernahme durch Glazer versuchen die Anhänger von Manchester United die Kontrolle über ihren Klub zurückzugewinnen und den Schuldenausbau zu stoppen. Dafür wurde 2005 der sog. „Manchester United Supporters‘ Trust“ gegründet, der sich zum Ziel gesetzt hat, mit Hilfe einiger wohlhabender Anhänger, den „Red Knights“, eine Übernahme des Klubs durchzuführen.

Da es Investoren wie Malcolm Glazer in erster Linie um Gewinnmaximierung geht, leidet mitunter die Konkurrenzfähigkeit der übernommenen Vereine, weil dies in der Regel durch stark erhöhte Kartenpreise und Einsparungen beim Spielerkader am ehesten realisierbar ist. Im Gegensatz zu den anderen europäischen Ländern gibt es in Deutschland noch die sog. „50+1 Regel“, die eine Mehrheitsübernahme verhindert. Dennoch gibt es in Deutschland auch häufig Stimmen die laut werden, die diese „50+1 Regel“ anfechten wollen¹⁴⁴, weil sie darin einen Nachteil im Konkurrenzkampf mit englischen Vereinen sehen. Allerdings hält derzeit die große Mehrheit daran fest und es ist noch nicht absehbar, wann und ob die Mehrheitsregel im deutschen Profifußball je aufgehoben wird.

Bevor ein Fußballklub Aktien an der Börse ausgeben kann, gibt es eine Reihe von Anforderungen¹⁴⁵ die er zuvor erfüllen muss. Im Gegensatz zu Finanzierungsalternativen wie nachrangigen Darlehen oder stillen Gesellschaften, ist ein Börsengang auf keinen Fall für Vereine zu empfehlen, die in Finanznöten stecken und dadurch auf eine Kapitalspritze hoffen. Durch die Transparenzpflicht bei

des Vereins gefährden würde. Durch die Abwälzung der Bankkredite auf den Klub würde es für Manchester United sehr schwierig werden, die notwendigen Investitionen in den Spielerkader vorzunehmen um den langfristigen Erfolg auf nationaler und internationaler Ebene zu gewährleisten. Außerdem befürchteten die Fans erhebliche Anstiege bei den Ticketpreisen um Schuldenlast in den Griff zu bekommen. Wie sich herausstellte, bewahrheiteten sich beide Befürchtungen der Fans. Vgl. hierzu: Moeller/Brady (2007), S. 205f.

¹⁴³ Vgl. Moeller/Brady (2007), S. 203ff.

¹⁴⁴ Die Folge des Abschaffens dieser Regel wären mehr Übernahmeveruche von Investoren, die dann durch die Mehrheitsanteile das alleinige Sagen in den Klubs hätten. Das wird im Moment durch die „50+1 Regel“ verhindert.

¹⁴⁵ Vgl. Zieschang (2004), S. 183ff.

börsennotierten Unternehmen würden diese Probleme rasch ans Tageslicht treten und den Wert des Unternehmens erheblich beeinträchtigen.

Vielmehr geht es bei einem angestrebten Börsengang darum, durch eine stabile Unternehmensstruktur sowie eine mittel- und langfristige Wachstumsstrategie einen seriösen Eindruck zu hinterlassen. In der sog. „**Equity-Story**“ wird deshalb aufgezeigt, wie die Geschäftsführung eine langfristige Steigerung des Unternehmenswerts sowie des Gewinns erzielen will. Dabei sollte die Prognose auf mehreren „Finanzierungspfeilern“ stehen um eine zu starke Abhängigkeit von einem Projekt zu vermeiden.¹⁴⁶

Ein weiterer Aspekt der häufig vernachlässigt wird, ist die **Markenstrategie**. Fußballunternehmen sollten vor dem Börsengang bereits über einen international bekannten Namen verfügen. Dabei spielen neben den sportlichen Erfolgen, v.a. die Tradition, eine zahlreiche Anhängerschaft und das Umfeld des Klubs eine Rolle. Diese Faktoren zählen zur Marke und werden bei der Bewertung des Markenpotentials mitberücksichtigt.

Als eine essentielle Entscheidung im Rahmen des Börsengangs hat sich der **Zeitpunkt der Börsennotierung** herausgestellt. So zeigt die Vergangenheit, dass Klubs die eine IPO nach einer erfolgreichen Saison durchführen, mit deutlich höheren Emissionseinnahmen rechnen können, da die Klubs in solchen Fällen i.d.R. zum Teil deutlich überbewertet sind.

In Abbildung 10 ist der Aktienverlauf von Manchester United (England), Lazio Rom (Italien) und Borussia Dortmund (Deutschland) im Vergleich zum Eurokick-Index in den Jahren 2000 bis 2007 zu sehen. Der Eurokick ist ein „nach der Marktkapitalisation von Unternehmen - die Anteile an europäischen Fußballklubs halten - gewichteter Index“, der im Dezember 2000 eingeführt wurde und im Moment 27 Fußballklubs umfasst.¹⁴⁷

Dabei wird ersichtlich, warum viele Analysten Fußballaktien nicht als gutes Investment ansehen. „*Aus Börsensicht ist von Fußballaktien nichts zu halten*“, meint etwa Klaus Kränzle, Analyst bei GSC Research. „*Sie sind etwas für Fans, um sie sich über das Bett*

¹⁴⁶ So machten einige englische Klubs in den 90er Jahren den Fehler, die Emissionseinnahmen lediglich für Investitionen in den Spielerkader oder in den Stadionumbau zu investieren. Die Folge war ein Einbruch der Aktienkurse, da der langfristige Unternehmenserfolg durch diese Maßnahmen nicht erhöht wurde.

¹⁴⁷ vgl. o.V. – Bloomberg (2011)

zu hängen.“¹⁴⁸ Ein weiterer Grund für den schwachen Anreiz von Fußballaktien bei Investoren ist das relativ geringe Handelsvolumina. Im Vergleich zu anderen börsennotierten Unternehmen erzielen Fußballunternehmen bei einem Börsengang Umsätze, bei denen ein Handel mit (größeren) Aktienpaketen für die Investoren zu äußerst preissensiblen Folgen führen kann.¹⁴⁹

Auf der Abbildung ist zu erkennen, dass der Aktienkurs von Borussia Dortmund und besonders der von Lazio Rom in diesem Zeitraum deutlich an Wert verloren hat. Der Fall Lazio Rom zeigt dabei deutlich, wie unzählige Faktoren Einfluss auf den Aktienkurs haben.¹⁵⁰ Mittlerweile ist die Aktie praktisch wertlos und es wurde sogar bereits überlegt den Klub von der Börse zu nehmen.

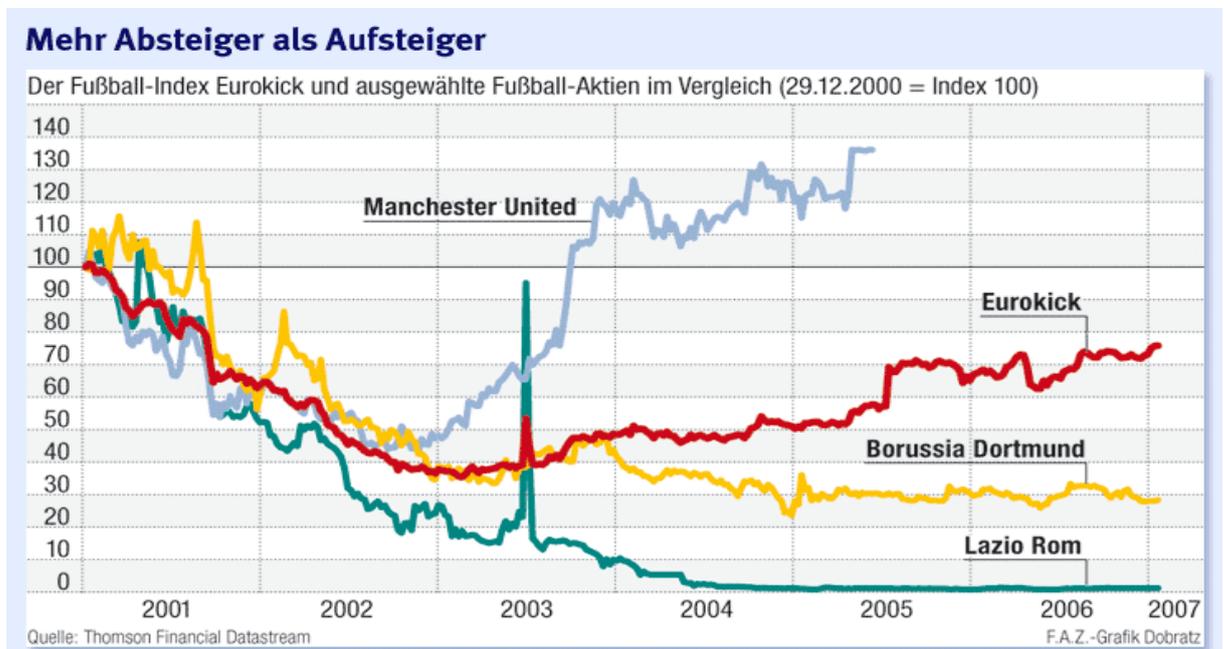


Abb. 10: Aktienverlauf von drei börsennotierten Fußballklubs im Vergleich zum Eurokick-Index¹⁵¹

Auf der anderen Seite der positiven Entwicklungen steht, unter zahlreichen Börsengängen, lediglich die Aktie von Manchester United, die langfristig an Wert

¹⁴⁸ Vgl. o.V. – FAZ-Net (2007)

¹⁴⁹ Vgl. Dworak (2010), S. 274

¹⁵⁰ Der Verein produziert seit Jahren aufgrund ihrer gewaltbereiten Fans negative Schlagzeilen, die in der Folge auch zu zahlreichen Platzsperrungen und somit zu einem Ausbleiben von wichtigen Einnahmen geführt haben. Hinzu kam neben dem Ausbleiben von sportlichen Erfolgen und wirtschaftlicher Schwierigkeiten ein Bestechungsskandal der die italienische Liga in dieser Zeit überschattete, indem auch Lazio Rom involviert war. Nach zweifacher Berufung konnte der Zwangsabstieg in die zweite italienische Liga verhindert werden.

¹⁵¹ Zur Quelle: o.V. – FAZ-Net (2007)

zugelegt hat, jedoch mittlerweile von dem neuen Mehrheitseigentümer von der Börse genommen wurde.

Die Kapitalbeschaffung durch einen Börsengang wird auch in Zukunft eine wichtige Alternative für die Großklubs in Europa darstellen. Allerdings gilt es dabei die angeführten Anforderungen, Herausforderungen und Risiken zu berücksichtigen, die mit dieser Entscheidung einhergehen. Die zahlreichen negativen Beispiele in der Vergangenheit zeigen, dass eine konkrete Unternehmensstrategie im sportlichen sowie im wirtschaftlichen Bereich unerlässlich ist für den langfristigen Erfolg einer IPO.

3.2.3.2 Strategische Partnerschaften

Strategische Partnerschaften werden von Fußballklubs im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung zur Ausbildungsförderung, zur Rechtevermarktung oder für die Verbesserung des Sponsorings eingegangen. Die häufigste Form der strategischen Partnerschaft fällt dabei auf die Zusammenarbeit zwischen Klubs und Sponsoren bzw. Ausrüstern. Dabei geht die Kooperation zwischen den beiden Parteien über die normale Geschäftsbeziehung Klub-Sponsor hinaus. Die Partnerschaft wird intensiviert, eine Beteiligung an dem Fußballklub wird angestrebt¹⁵² und es kommt zu einer stärkeren Konzentration auf die wirtschaftlichen Ziele des Vereins zusätzlich zu den üblichen Zielen wie Bekanntheitssteigerung und Imageverbesserung.¹⁵³ Eine Strategische Partnerschaft ist laut Anhang 1 (Private Equity) bereits ab einem Kapitalbedarf von € 150.000 möglich, sinnvoll erscheint diese Finanzierungsform allerdings erst ab einer Größenordnung von € 5 Mio.

Im professionellen Fußball gibt es viele Möglichkeiten wie eine Beteiligung zwischen den Vertragspartnern aussehen kann. Im Regelfall erwirbt das Wirtschaftsunternehmen Anteile des Fußballunternehmens und erhält dafür einen stimmrechtsbehafteten Sitz im Aufsichtsrat. Im Gegenzug kommt es entweder zu einer gleichzeitigen Beteiligung des

¹⁵² Unter einer strategischen Partnerschaft im eigentlichen Sinn versteht man die langfristige Bindung zweier Vertragspartner ohne eine Beteiligung des Sponsors am Fußballunternehmen. Eine strategische Partnerschaft im engeren Sinn beinhaltet zusätzlich neben den üblichen vertraglichen Leistungen eine Beteiligung an dem Verein. Vgl. hierzu: Oettgen (2008), S. 138

¹⁵³ Vgl. Oettgen (2008), S. 138f.

Fußballklubs am Wirtschaftsunternehmen („Aktientausch“¹⁵⁴) oder einer einmaligen Zahlung an das Fußballunternehmen. Bekannteste Beispiele im deutschsprachigen Raum für eine strategische Partnerschaft sind die Beteiligungen von Adidas-Salomon (an Teilen des FC Bayern München), Volkswagen (VfL Wolfsburg) sowie Bayer (Bayer Leverkusen).¹⁵⁵

Nach einer jahrzehntelangen Zusammenarbeit erwarb der Sportartikelriese Adidas-Salomon im Jahr 2001 10% der FC Bayern München AG und leistete dabei als Gegenleistung ein Aktienpaket in Höhe von € 75 Mio., welches der Verein als Sicherung für ein Darlehen für den Stadionneubau verwendete. Dabei erhofft sich Adidas-Salomon neben einer Intensivierung der Geschäftsbeziehungen und der Aussicht auf zukünftige Wertsteigerungen, das Erzielen von Synergie-Effekten sowie die Etablierung in den wichtigen asiatischen und nordamerikanischen Absatzmärkten.¹⁵⁶ Dem Klub wiederum bot sich eine günstige Finanzierungsquelle für das neue Stadionprojekt, ohne einen teureren Kredit aufnehmen zu müssen.¹⁵⁷ Darüber hinaus zog die Geschäftsführung des deutschen Rekordmeisters eine weitere strategische Partnerschaft mit dem Automobilhersteller Audi in Erwägung. Im Gespräch war auch hier eine 10%-ige Beteiligung, wobei das Fußballunternehmen in diesem Fall eine Summe von kolportierten € 100 Mio. erhalten könnte.¹⁵⁸

Eine strategische Partnerschaft kann jedoch auch zu problematischen Interdependenzen führen, wenn der Fußballklub mit der Zeit eine zu starke Abhängigkeit zu seinem strategischen Partner entwickelt. Eine Trennung ist dann häufig nur noch schwer zu vollziehen. Zwei Beispiele für eine historisch jahrzehntelang andauernde enge Partnerschaft von Wirtschaftsunternehmen und Fußballklub sind die bereits vorher erwähnten Vereine VfL Wolfsburg und Bayer Leverkusen. Dort sind die Partner Volkswagen AG und Bayer AG seit Jahren Mehrheitseigentümer der jeweiligen Fußball GmbHs und erhoffen sich mit Hilfe der Fußballklubs eine Imageverbesserung sowie eine Umsatzsteigerung. Darüber hinaus ergeben sich für beide Unternehmen durch die

¹⁵⁴ Ein Aktientausch ist bei Aktiengesellschaften, aber auch bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH) möglich.

¹⁵⁵ Vgl. Dworak (2010), S. 265ff.

¹⁵⁶ Vgl. Dworak (2010), S. 267f.

¹⁵⁷ Vgl. Wehrheim (2005), S. 73

¹⁵⁸ Vgl. o.V. – Finanznachrichten (2009)

regionale Nähe zu den Vereinen zusätzliche Möglichkeiten. So beteiligte sich der Volkswagen-Konzern zu 50% an den Kosten des Stadionneubaus, da das Unternehmen durch das neu geplante Sport- und Freizeitzentrum, durch die zusätzlichen Besucher ebenfalls profitiert.¹⁵⁹

Die strategische Partnerschaft stellt im Fußballsport eine veritable Alternative der Kapitalbeschaffung dar. Dabei profitieren beide Parteien durch den intensiven Austausch von Expertise sowie durch die Nutzung von Beziehungen und Infrastruktur, wodurch beide Seiten zusätzliche Synergieeffekte erzielen können.

3.2.3.3 „Sportwelt-Modell“

Eine neue Möglichkeit der Beteiligungsfinanzierung versuchten einige deutsche Fußballklubs in den Jahren 1999 bis 2002 zu etablieren, als sie eine Geschäftsbeziehung mit dem Vermarkter Sportwelt GmbH eingingen. Dabei legte der Vermarkter sein Augenmerk speziell auf traditionsreiche, finanziell angeschlagene Vereine in der 2. Bundesliga und der Regionalliga. Das Ziel der Sportwelt GmbH war dabei zunächst durch Investitionen in die angeschlagenen Klubs den sportlichen Aufstieg zu ermöglichen, um dann von den deutlich gesteigerten Einnahmen durch die Vermarktungsrechte (insbesondere Fernsehrechte) in den höheren Ligen zu profitieren.¹⁶⁰ Dabei bekamen die Fußballklubs¹⁶¹ i.d.R. eine Summe zwischen fünf und acht Mio. DM unter der Bedingung, einer Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft mit Vermarktungsgesellschaft zuzustimmen. An der Kapitalgesellschaft (die für den Spielbetrieb zuständig ist) war der Vermarkter mit 49,9% beteiligt, während an der Vermarktungsgesellschaft (die für die Vermarktungsrechte zuständig ist) eine 74,9%-ige Mehrheit bestand.¹⁶²

Aufgrund der Kapitalzufuhr konnten die Vereine die Qualität des Spielerkaders schnell verbessern und sofort einen sportlichen Wettbewerbsvorteil erlangen. Für beide Seiten

¹⁵⁹ Vgl. Wehrheim (2005), S. 73

¹⁶⁰ Vgl. Dworak (2010), S. 283

¹⁶¹ Zu den 14 unterklassigen Vereinen die eine Verflechtung mit der Sportwelt GmbH eingegangen sind zählen Fortuna Düsseldorf, Dynamo Dresden, Borussia Mönchengladbach, Rot-Weiß Essen, Alemannia Aachen, Eintracht Braunschweig, Carl-Zeiss Jena, VfB Leipzig, Sachsen Leipzig, FC Magdeburg, Karlsruher SC, Waldhof Mannheim, FC Schweinfurt 05 und Union Berlin.

¹⁶² Vgl. Grünitz/von Arndt (2002), S. 140ff.

war die Geschäftsbeziehung allerdings auch mit einigen Risiken verbunden. Die Sportwelt GmbH trägt bei allen Investitionen das Ausfallrisiko, sollten die Vereine, den für die Refinanzierung der Vermarkter wichtigen Aufstieg nicht schaffen. Die beteiligten Fußballklubs profitieren zwar einerseits durch die verbesserten Strukturen und die Professionalisierung die eine Beteiligung eines Vermarkters mit sich bringt. Auf der anderen Seite werden die Vermarktungsrechte von den Klubs zeitlich **unbefristet** an die Sportwelt GmbH abgetreten, was für die Geschäftsführung des Klubs einen beträchtlichen Einschnitt in die zukünftige Finanzplanung bedeutet.¹⁶³

Bevor sich die Investitionen der Sportwelt GmbH refinanzieren konnten, geriet die Kinowelt-Gruppe aufgrund der Börsenkrise im Jahr 2001 in finanzielle Schwierigkeiten und musste schlussendlich Insolvenz anmelden. Ihre Tochter-Gesellschaft Sportwelt reagierte umgehend und beendete die Geschäftsbeziehungen mit den (unrentablen) Fußballklubs. Zahlreiche Vereine gerieten durch die Streichung fix eingeplanter Einnahmen in Schwierigkeiten bei der Finanzierung der restlichen Saison, sowie beim Lizenzierungsverfahren für die nächste Saison.¹⁶⁴

3.3 Bilanztechnische Finanzierungsmöglichkeiten

Die Finanzierung von Fußballunternehmen ist nicht alleine auf die externe Aufnahme von Kapital oder die interne Finanzierung durch Umsatzerlöse beschränkt. Darüber hinaus gibt es bilanztechnische Spielräume, die durch den Gesetzgeber eingeräumt werden und von den Klubs ausgeschöpft werden können. In erster Linie sind dabei die **Finanzierung durch** Korrekturmaßnahmen von **Abschreibungen** sowie **Rückstellungen** zu nennen.

Aufgrund der alltäglichen Nutzung der Vermögensgegenstände verringert sich der ursprüngliche Wert eines Anlagegegenstandes mit der Zeit. Die planmäßige Abschreibung hat die Aufgabe, die Wertminderung eines Anlagegegenstandes auf die Verwendungsdauer zu verteilen und als Aufwand in der Erfolgsrechnung (GuV) zu erfassen.¹⁶⁵ Fußballklubs verfügen neben dem materiellen Anlagevermögen (Stadion,

¹⁶³ Vgl. Dworak (2010), S. 284f.

¹⁶⁴ Vgl. Grünitz/von Arndt (2002), S. 141f.

¹⁶⁵ Vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 428f.

Geschäftsstelle, sonstige klubeigene Immobilien), v.a. über Spielerwerte die unter bestimmten Bedingungen in die Bilanz aufgenommen werden und in weiterer Folge ebenfalls abgeschrieben werden müssen. Das entscheidende Kriterium bei der Aktivierung des Spielerwerts ist die Frage ob der neue Spieler ablösefrei oder ablösepflichtig den Verein gewechselt hat. Bei einem ablösepflichtigen Transfer (bei bestehendem Vertrag zwischen Spieler und Verein) wird in den meisten Fällen die Ablösesumme zusammen mit allen anderen anfallenden Kosten als Spielerwert aktiviert und in der Bilanz als immaterieller Vermögensgegenstand ausgewiesen. Auf der anderen Seite besteht für ablösefrei erworbene Spieler ein handelsrechtliches Aktivierungsverbot. Die Abschreibung für aktivierte Spielerwerte erfolgt linear über die Länge der Vertragslaufzeit und wird bei einem vorzeitigen Ausscheiden aus dem Verein (wegen Verkauf, Karriereende, etc.) als außerplanmäßige Abschreibung aus der Bilanz ausgebucht und der allfällige Transfergewinn als Ertrag in die GuV aufgenommen. Im Gegensatz dazu wird der Transferaufwand eines nicht aktivierten (= ablösefreien) Spielers sofort als Aufwand in die GuV verbucht.¹⁶⁶

Der Vorteil dieser Vorgehensweise liegt darin, dass die Klubs ihre Vermögenslage durch die Aktivierung von Spielerwerten deutlich verbessern können, was in der Vergangenheit einige Klubs bereits ausgenützt haben. Ein Nachteil der Aktivierung von Spielerwerten sind die steuerrechtlichen Folgen, die mit dieser Entscheidung einhergehen. Mit der Aktivierung in die Bilanz kann ein Verein den Transferaufwand nicht in der GuV gewinnmindernd verbuchen, was in dieser Periode zu Steuerersparnissen führen würde.¹⁶⁷

Eine zusätzliche Form der „bilanziellen Finanzierung“ ist die **Finanzierung durch Rückstellungen**. Rückstellungen stellen in der Bilanz einen fremdkapitalähnlichen Posten dar, der gebildet wird, um Verbindlichkeiten und Aufwendungen, die in der Zukunft anfallen könnten, deren Höhe und Fälligkeit allerdings nicht mit Sicherheit feststeht.¹⁶⁸ Da ein Großteil der Rückstellungen im Folgejahr aufgelöst wird, erhalten die Klubs durch die Auflösung der Rückstellungen zusätzliches Kapital, welches bisher als Passivposten in der Bilanz gebunden war. Da die Höhe der Rückstellungen im

¹⁶⁶ Vgl. Dworak (2010), S. 289f.

¹⁶⁷ Vgl. Schuska (2009), S. 6f.

¹⁶⁸ Vgl. Perridon/Steiner (1995), S. 433f.

professionellen Fußball i.d.R. nicht besonders hoch ist, verzichtet diese Arbeit auf eine tiefer gehende Analyse dieser Finanzierungsmöglichkeit.

4 Zusammenfassung & Ergebnisse

Der Fußballsport ist in den letzten zwei Jahrzehnten zu einem wichtigen Wirtschaftsfaktor geworden, wodurch viele Klubs veranlasst wurden neue Organisationsstrukturen zu schaffen, die den zukünftigen Erfolg gewährleisten können. Der Bekanntheitsgrad und die Popularität des Fußballs steigen in vielen Ländern kontinuierlich an, doch im Gegensatz zu einem reinen Wirtschaftsunternehmen hat ein Fußballklub andere Faktoren, die den Erfolg beeinflussen. Neben den offensichtlichen wirtschaftlichen Zielen steht der sportliche Erfolg im Vordergrund. Oftmals gehen die beiden Hauptziele Hand in Hand und das branchenspezifische Risiko des sportlichen Erfolgs beeinflusst die Finanzierung eines Fußballklubs erheblich. Dazu haben viele Vereine ideelle Ziele die oft nicht quantifizierbar sind wie z.B. Zufriedenheit der Anhängerschaft oder Verbesserung der Außendarstellung des Klubs. Zusätzlich kommen die messbaren ideellen Ziele wie Erhöhung der Mitgliederzahl (verbunden mit erhöhten Einnahmen in diesem Bereich) sowie die Steigerung von offiziellen Fanclubs. Die Grundlage für den Erfolg im professionellen Fußballsport wird allerdings auf wirtschaftlicher Ebene gelegt, da nur durch die Erfüllung der Lizenzauflagen der Spielbetrieb gesichert wird. In Anbetracht einer von der UEFA für das Jahr 2012 geplanten Einführung von Regeln und Richtlinien zur Sicherung des „finanziellen Gleichgewichts“ im europäischen Fußball, erscheint eine Auseinandersetzung mit den alternativen Finanzierungsformen zu diesem Zeitpunkt zweckmäßig. Die in Frage kommenden Finanzierungsalternativen wurden dabei eingehend dargestellt und nach den zuvor definierten Kriterien wie Risiko, Struktur, Kapitalkosten, Eignung und Anwendung im Fußballsport analysiert.

Bevor allerdings die Finanzierungsalternativen eingehend analysiert wurden, wurden die theoretischen Grundlagen, die für eine Auseinandersetzung mit der Thematik notwendig sind, gelegt und analysiert. Zunächst wurde der, in der Literatur häufig ungleich definierte, Finanzierungsbegriff präzisiert und die Hauptziele der Finanzierung bestimmt. Nachdem die grundlegenden Motive der Verantwortlichen für den Erfolg eines Unternehmens untersucht wurden, richtete sich der Fokus auf die speziellen Kriterien, die es bei der Auswahl der geeigneten Finanzierungsform zu berücksichtigen gilt. Daraufhin wurde auf das spezifische Risiko des Fußballs für Investoren

eingegangen und gezeigt, dass durch die permanente Ungewissheit des sportlichen Erfolgs, das Risiko ein spezielles Problem für die Wirtschaftlichkeit eines Fußballvereins darstellt. Dementsprechend stufen Investoren das Risiko bei Investitionen in den Fußball von vornherein höher ein als bei anderen Branchen. Die Einteilung der Finanzierungsalternativen erfolgte nach der Pecking Order Theory, die ebenfalls in diesem Abschnitt vorgestellt wurde. Ein weiterer wichtiger Aspekt bei der Finanzierung ist das Prinzipal-Agent-Problem, welches intensiv beleuchtet wurde. Dabei wurden die zusätzlichen Probleme der Entscheidungsträger von Fußballklubs in Bezug auf die Informationsasymmetrie deutlich dargestellt. In weiterer Folge wurden die Finanzierungsalternativen nach den zuvor definierten Kriterien wie Risiko, Struktur, Kapitalkosten, Eignung und Anwendung im Fußballsport analysiert. Anlehnend an die Pecking Order Theory und der Unterscheidung zwischen Innen- und Außenfinanzierung erfolgte die Analyse nach der risikoberücksichtigten Reihenfolge Innenfinanzierung – Fremdfinanzierung – Mezzanine-Finanzierung – Eigenkapital. Jede Finanzierungsform wurde dabei analysiert und die Vor- und Nachteile deutlich aufgezeigt. Dazu wurde versucht eine Einschätzung über die zukünftigen Möglichkeiten der jeweiligen Finanzierungsform auf die Kapitalstruktur von Fußballunternehmen, zu geben.

In Abbildung 11 ist in einer unter den Managern der deutschen Fußballbundesliga durchgeführten Umfrage, die Wichtigkeit der jeweiligen Finanzierungsformen in den letzten Jahren zu beobachten. Laut der Mehrheit der Manager wird die klassische Kreditfinanzierung auch weiterhin die größte Bedeutung für die Deckung des Finanzierungsbedarfs darstellen. Dabei zeigt die Abbildung, dass die Manager für die Kreditfinanzierung sogar eine deutlich größere Bedeutung für die Zukunft prognostizieren als in den letzten Umfragen in den Jahren 2004 und 2007. Durch die Einführung des Basel II-Regelwerks und der damit verbundenen Verschärfung der Kreditauflagen sowie Erhöhung der Transparenzanforderungen für Kreditnehmer, wäre ein Rückgang der Bedeutung dieser Finanzierungsform zu erwarten gewesen. Allerdings hat sich die Kreditfinanzierung seit jeher als „Fundament“ der Finanzierung im Profifußball festgesetzt und wird auf Grund der Unabhängigkeit von Rechtsform und Höhe des Kapitalbedarfs wohl auch weiterhin eine große Rolle spielen. Dabei profitieren die Klubs, die nachhaltig gewirtschaftet haben nun von besseren Kreditkonditionen, während Klubs mit einem schlechten Rating deutlich höhere Kosten

erwarten müssen. Darüber hinaus bietet das Kreditgeschäft zahlreiche andere Vorteile, die für die weite Verbreitung im Fußball verantwortlich ist. Die rasche Verfügbarkeit des Kapitals spielt dabei ebenso eine Rolle wie die Entscheidungsfreiheit für die Klubführung. Im Regelfall (abhängig von der Höhe des Kredits) steht das Kapital bereits innerhalb von vier Wochen zur Verfügung. Dazu kommt, dass die Kreditgeber rechtlich keinerlei Mitspracherecht haben, die Entscheidungen der Vereinsführung mitbestimmen zu können. Besonders für Vereine mit kleinen Budgets, die keinen Zugang zu den großen Kapitalquellen haben, wird die Kreditfinanzierung wohl auch in Zukunft die wichtigste Alternative bleiben.

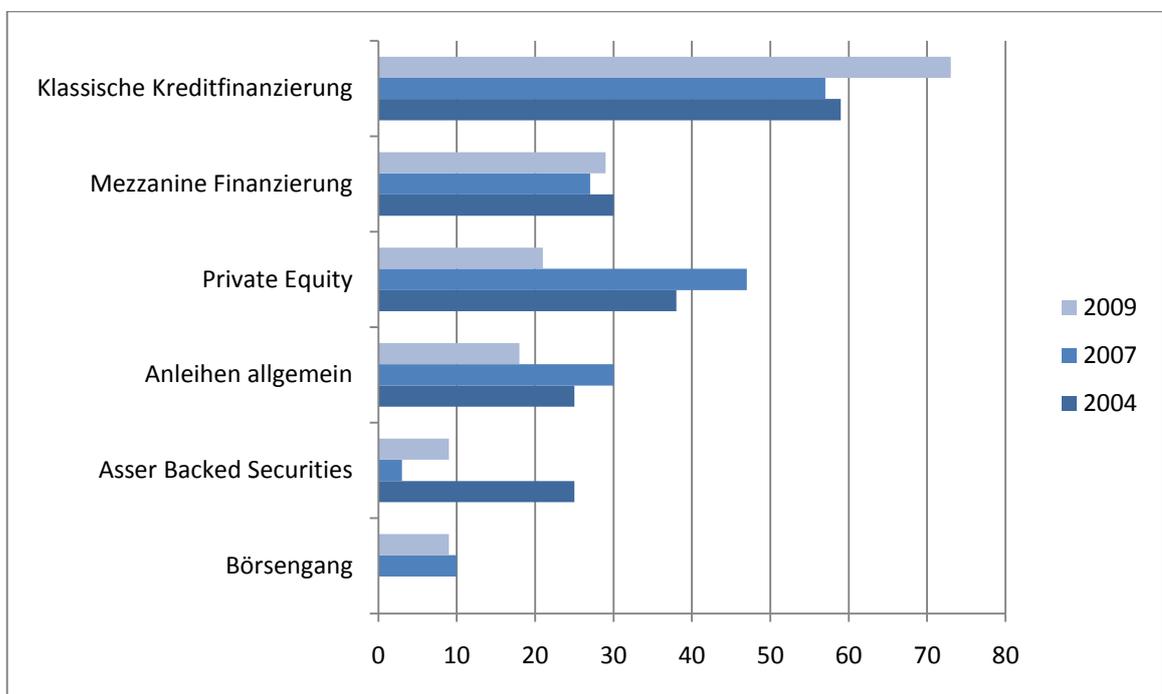


Abb. 11: Wichtigkeit der jeweiligen Finanzierungsform (in Prozent)¹⁶⁹

Der Anteil der Mezzanine-Finanzierung wird nach Meinung der Bundesligamanager weiterhin konstant bleiben. Für knapp 30% der Befragten stellt die Mezzanine-Finanzierung eine wichtige Finanzierungsalternative für die Zukunft dar. Die Vorzüge von Mezzanine-Kapital liegen dabei in der bilanziellen und steuerrechtlichen Flexibilität, die den Verantwortlichen einen großen Handlungsspielraum bei der Finanzierung bietet. Dabei sind besonders Wandel- und Optionsanleihen sowie Genussscheine die am häufigsten genutzten Instrumente. Aber auch nachrangige

¹⁶⁹ Umfrage unter den Managern der deutschen Fußballbundesliga; Vgl. Ernst & Young (2009), S. 13

Darlehen und stille Gesellschaften zählen zur mezzaninen Finanzierung. Genussscheine bieten den Klubs dabei die Möglichkeit, aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen, selbst zu entscheiden ob das erworbene Kapital als Eigen- oder Fremdkapital in die Bilanz eingeht. Diese Entscheidung hat neben den steuerrechtlichen Auswirkungen, v.a. Einfluss auf die Frage der Eigenkapital- bzw. Verschuldungsquote im Rahmen der Lizenzierung. Es ist davon auszugehen, dass Fußballklubs in Zukunft häufiger auf diese Finanzierungsform zurückgreifen werden. Die Vorteile jedenfalls rechtfertigen eine häufigere Verwendung.

Anleihen und Finanzierung durch Private Equity sind für 20% der befragten Manager von Bedeutung, wobei bei beiden die Bedeutung seit der letzten Umfrage deutlich zurückgegangen ist. Ein Grund könnte die während der Befragung vorliegende Wirtschaftskrise sein, die besonders diese Alternativen zu belasten scheint. Inzwischen erholt sich die Wirtschaft weltweit wieder und eine neue Konjunkturphase wird sich aller Voraussicht nach, wieder positiv auf diese Finanzierungsformen auswirken.

Interessant ist die Entwicklung der Asset Backed Securities. Während 2004 noch knapp jeder vierte Bundesligamanager die ABS-Anleihe für eine wichtige Alternative hielt, ist dieser Anteil in den letzten Umfragen deutlich zurückgegangen auf 10%. Ein Grund könnten die Schwierigkeiten von Schalke 04 seit der Aufnahme dieser Anleihe sein. Als bisher einziger Bundesligist der diese Anleihe ausgegeben hat, wurde die Anleihe mittlerweile aufgrund zahlreicher Gründe sogar abgelöst (Vgl. 3.2.1.3). Dieser Vorgang dürfte einige Klubs abgeschreckt haben, diese Finanzierungsform in Zukunft in Betracht zu ziehen, da durch dieses Beispiel die Nachteile der ABS-Anleihe deutlich wurden. Dazu zählt u.a. die lange Laufzeit und die hohen Tilgungszahlungen, die zu einer weiteren Verschuldung des Klubs führten. Es bleibt aufgrund weiterer negativer Beispiele abzuwarten, ob und wie diese Alternative weiterhin Anklang finden wird im Fußballsport. Der Börsengang wird auch in Zukunft aufgrund der hohen Anforderungen in Bezug auf Kapitalbedarf und Unternehmensstruktur nur Fußballunternehmen vorbehalten bleiben, welche die enormen Kosten eines Börsengangs stemmen können und sich der Volatilität des Börsenmarktes bewusst sind.

Anhang

Instrument	Finanzierungsbedarf in T €							
	50	150	500	1.500	5.000	15.000	50.000	150.000
Kreditfinanzierung (FK)	●	●	●	●	●	●	●	●
Nachrangdarlehen (MK)	○	●	●	●	●	●	●	●
Stille Beteiligung (MK)	○	●	●	●	●	●	●	●
Private Equity (EK)		○	○	○	●	●	●	●
Börsengang (EK)					○	●	●	●
Genussschein (MK)					○	●	●	●
Asset Backed Securities (FK)						○	●	●
Anleihe (FK)							○	●
Wandelanleihe (MK)							○	●

● = geeignet ○ = bedingt geeignet EK = Eigenkapital FK = Fremdkapital MK = Mezzanine-Kapital

Anhang I: Eignung der Finanzierungsformen nach Finanzierungsbedarf¹⁷⁰

¹⁷⁰ Vgl. Ernst & Young (2005), Tab. 4, S. 47

Abstract

Durch die verstärkte Kommerzialisierung des Fußballs, nimmt die Bedeutung der wirtschaftlichen Komponente stetig zu. Dabei wird die Grundlage für den Gesamterfolg im professionellen Fußballsport auf ökonomischer Ebene gelegt, da nur durch die Erfüllung der wirtschaftlichen Voraussetzungen der Spielbetrieb gesichert wird. In Anbetracht einer von der UEFA für das Jahr 2012 geplanten Einführung von Regeln und Richtlinien zur Sicherung des „finanziellen Gleichgewichts“ im europäischen Fußball, versucht diese Arbeit die Finanzierungsmöglichkeiten im Profifußball zu analysieren und auf ihre zukünftige Eignung zu untersuchen. Im ersten Teil werden dafür die theoretischen Grundlagen für eine Auseinandersetzung mit dem Thema gelegt. Im zweiten Teil werden die in Frage kommenden Finanzierungsalternativen eingehend dargestellt und nach Kriterien wie Risiko, Struktur, Kapitalkosten, Eignung und Anwendung im Fußballsport analysiert.

Due to the commercialization of football, the importance of understanding the economic issues has vastly increased. Therefore, the foundation for the overall success in professional football is placed on the economic level, since only the fulfilling of the economic requirements can secure the existence of a football club. Given the planned establishment of rules and guidelines to ensure the “financial fair-play” in European football by the UEFA in 2012, this thesis tries to analyse the funding opportunities and their future suitability in professional football. In the first part the theoretical basis is placed for an in-depth examination of the topic. In the second part the eligible funding alternatives are presented in detail and analysed according to criteria such as risk, structure, capital costs, suitability and use in football.

Abbildungs- & Tabellenverzeichnis

Abb. 1: Die Säulen des ökonomischen Prinzips	8
Abb. 2: Zusammenhang der wichtigsten ökonomischen Prinzipien.....	9
Abb. 3: Vereinfachte Darstellung der Pecking Order Theory	15
Abb. 4: Finanzierungsalternativen eines Fußballvereins	20
Abb. 5: Verteilung der Erlöse der deutschen Bundesliga.....	21
Abb. 6: Ziele und Instrumente des Sponsorings im Profifußball	27
Abb. 7: Merchandising- und Lizenzeinnahmen der fünf größten Ligen Europas in der Saison 2009/10 (in Mio. €)	29
Abb. 8: Transferbilanz der zwei umsatzstärksten Ligen Europas	34
Abb. 9: Aufbau der „Schechter-Anleihe“	43
Abb. 10: Aktienverlauf von drei börsennotierten Fußballklubs im Vergleich zum Eurokick-Index	57
Abb. 11: Wichtigkeit der jeweiligen Finanzierungsform (in Prozent)	66
Tab. 1: Kriterien von modernen Stadien.....	24
Tab. 2: Vergleich der hybriden Finanzierungsformen.....	51
Tab. 3: Motive für den Börsengang	53

Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. (1970): „The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 1. Feb. 1970, Harvard University Cambridge, Massachusetts 1970, S. 488-500.
- Becker, Hans Paul (2009): „Investition und Finanzierung: Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft“, 3., überarbeitete Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 2009.
- Behr, Patrick; Fischer, Jörg (2005): „Basel II und Controlling: Ein praxisorientiertes Konzept zur Basel II-konformen Unternehmenssteuerung“, 1. Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 2005.
- Böll, Karin (1996): „Merchandising: Die neue Verflechtung zwischen Medien und Industrie“, Vahlen Verlag, München 1996.
- Böll, Karin (1999): „Merchandising and Licensing: Grundlagen, Beispiele, Management“, Vahlen Verlag, München 1999.
- Bohn, Andreas (2002): „Bewertung von Wandelanleihen: Eine Analyse unter Berücksichtigung von unsicheren Zinsen und Aktienkursen“, 1. Auflage, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2002.
- Braun, Karl; Huefnagels, Dirk; Sorg, Gabriele; Müller-Schwemer, Thomas (2005): „Marketing- und Vertriebspower durch Sponsoring: Sponsoringbudgets strategisch managen und refinanzieren“, Springer Verlag, Berlin 2005.
- Breuer, Wolfgang (2008): „Finanzierung: Eine systematische Einführung“, 2., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 2008.
- Bruhn, Manfred (2010): „Sponsoring – Systematische Planung und integrativer Einsatz“, 5., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 2010.
- Corsten, Hans; Reiß, Michael (2008): „Betriebswirtschaftslehre: Band 1 – Grundlagen, Internes Rechnungswesen, Externes Rechnungswesen, Beschaffung, Produktion und Logistik, Marketing, Investition und Finanzierung“, 4. Auflage, Oldenbourg Verlag, München 2008.
- Deloitte (2009): „Annual Review of Football Finance“, Sports Business Group at Deloitte, Deloitte & Touche, Manchester 2009.

- Deutsche Börse AG (2006): „Praxishandbuch Börsengang: Von der Vorbereitung bis zur Umsetzung“, 1.Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 2006.
- DFL Bundesliga Report (2009): „DFL Bundesliga Report 2009“, DFL Deutsche Fußball Liga GmbH (Hrsg.), Frankfurt am Main 2009.
- Drukarczyk, Jochen (1993): „Finanzierung“, 6., überarbeitete Auflage, Fischer Verlag, Stuttgart 1993.
- Duvinage, Peter (2002): „Praktische Aspekte bei Erwerb und Vermarktung medialer Rechte“ in: Sportmanagement – Grundlagen der unternehmerischen Führung im Sport aus Betriebswirtschaftslehre, Steuern und Recht für den Sportmanager, Vahlen Verlag, München 2002, S. 303-331.
- Dworak, Alexander (2010): „Finanzierung für Fußballunternehmen: Erfolgreiche Wege der Kapitalbeschaffung“, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2010.
- Eisenberger, Philipp (2006): „Fußball-Bundesliga im 21.Jahrhundert: Neuere Entwicklungen aus sportökonomischer Sicht“, Diplomica Verlag, Hamburg 2006.
- Elter, Vera-Carina (2003): „Verwertung medialer Rechte der Fußballunternehmen: Vermarktung und Refinanzierung im Sport“. Erich Schmidt Verlag, Berlin 2003.
- Ernst & Young (2005): „Bälle, Tore und Finanzen – Wege aus dem finanziellen Abseits“, SCORE-Team, Ernst & Young, Stuttgart 2005.
- Ernst & Young (2009): „Bälle, Tore und Finanzen VI“, SCORE-Team, Ernst & Young, Stuttgart 2009.
- Ernst & Young (2010): „Bälle, Tore und Finanzen VII“, SCORE-Team, Ernst & Young, Stuttgart 2010.
- Glogger, Anton; Hermanns, Arnold (1998): „Sportsponsoring: eine Partnerschaft zwischen Wirtschaft und Sport“, in: Sportwissenschaft, 28. Jhrg., Karl Hofmann Verlag, Schondorf 1998, S. 358-369.
- Grünitz, Martin; von Arndt, Martin (2002): „Der Fußballcrash; Fußball-Marketing: Die Chronik eines angekündigten Untergangs“, Books on Demand GmbH, Stuttgart-Ulm 2002.
- Haas, Oliver (2006): „Controlling der Fußballunternehmen: Management und Wirtschaft in Sportvereinen“, 2. völlig neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2006.

- Hirth, Hans (2005): „Grundzüge der Finanzierung und Investition“, Oldenbourg Verlag, München 2005.
- Jütting, Dieter H. (2004): „Die lokal-globale Fußballkultur – wissenschaftlich beobachtet“, Waxmann Verlag, Münster 2004.
- Keller, Christian (2008): „Steuerung von Fußballunternehmen: Finanziellen und sportlichen Erfolg langfristig gestalten“, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2008.
- Kern, Markus (2003): „Securisation – Allheilmittel für die Fußballbundesliga?“ in: Die Bank, Ausgabe 07/2003, Bundesverband deutscher Banken (Hrsg.), Bank-Verlag, Köln 2003, S. 444-449.
- Kern, Markus (2007): „Besonderheiten der Unternehmensfinanzierung und Investitionseffizienz im professionellen Fußball“, Dr. Kovač Verlag, Hamburg 2007.
- Kieser, Alfred; Ebers, Mark (2006): „Organisationstheorien“, 6., erweiterte Auflage, Kohlhammer Verlag, Stuttgart 2006.
- Kipker, Ingo (2000): „Die Beziehung von Sport und Medienkonzernen – Eine ökonomische Analyse der deutschen Fußball-Bundesliga“, in: Sportveranstaltungen zwischen Liga- und Medieninteressen, Reihe: Sportökonomie, Band 3, Karl Hofmann Verlag, Schondorf 2000, S. 41-62.
- Körndörfer, Wolfgang (2003): „Allgemeine Betriebswirtschaftslehre: Aufbau, Ablauf, Führung, Leitung, 13. Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 2003.
- Kurth, Andreas (2005): „Agency-Probleme und Performance von Initial Public Offerings: Eine empirische Untersuchung von Unternehmen des Neuen Marktes“, Deutscher Universitäts-Verlag, Dissertation, Gießen 2005.
- Lang, Joachim C. (2008): „Corporate Governance der Fußballunternehmen: Leitung, Überwachung und Interessen im Sportmanagement“, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2008.
- Mensch, Gerhard (2008): „Finanz-Controlling: Finanzplanung und – kontrolle; Controlling zur finanziellen Unternehmensführung“, 2. Auflage, Oldenbourg Verlag, München 2008.
- Modigliani, Franco; Miller, Merton H. (1958): „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment“, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, June 1958, S. 261-297.

- Moeller, Scott; Brady, Chris (2007): „Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield“, John Wiley & Sons Verlag, West Sussex 2007.
- Müller-Känel, Oliver (2009): „Mezzanine Finance: Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung“, 3.Auflage, SECA – Swiss Private Equity and Corporate Finance Association Band 1, Haupt Verlag.
- Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S. (1984): „Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, June 1984, S.187-221.
- o.V. – Bfinance (2002): „Werder Bremen: Anstoß für Genussscheine“, Meldung vom 15.11.2002, abgerufen am 31.03.2011, in: Internetseite Bfinance: <http://www.bfinance.de/content/view/10817/1000245>, München 2002.
- o.V. – Bloomberg (2011): „BBG EUR Football Club IX“, Index Profile abgerufen am 13.04.2011, in: Internetseite Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=EUROKICK:IND>, New York 2011.
- o.V. – Der Standard (2011): „Merchandising boomt“, Pressemeldung vom 22.02.2011, abgerufen am 18.04.2011, in: Internetseite Der Standard: <http://derstandard.at/1297818641772/Umsatzsteigerung-Merchandising-boomt>, Wien 2011.
- o.V. – FAZ-Net (2007): „Riskantes Spiel mit Fußballaktien“, Artikel vom 16.02.2007, abgerufen am 13.04.2011, in: Internetseite der Frankfurter Allgemeinen Zeitung: <http://www.faz.net/s/RubFB1F9CD53135470AA600A7D04B278528/Doc~E76149E79F0774D788C4254D8550C596C~ATpl~Ecommon~Scontent.html>, Frankfurt 2007.
- o.V. – FAZ-Net (2009): „Koste es was es wolle“, Artikel vom 15.06.2009, abgerufen am 20.04.2011, in: Internetseite der Frankfurter Allgemeinen Zeitung: <http://m.faz.net/RubFB1F9CD53135470AA600A7D04B278528/Doc~EEC4A3D644F4546ACBDABBAF6C372D830~ATpl~Epartner~Ssevenval~Scontent.xml>, Frankfurt 2009.
- o.V. – FAZ-Net (2010): „Die Königsblauen lösen Schechter-Anleihe ab“, Artikel vom 05.05.2010, abgerufen am 21.03.2011, in: Internetseite der Frankfurter Allgemeinen Zeitung: <http://www.faz.net/s/RubBC20E7BC6C204B29BADA5A79368B1E93/Doc~EC24FB01D2B3F4CD3913898341A5CABE3~ATpl~Ecommon~Scontent.html>, Frankfurt 2010.

- o.V. – FIFA (2007): „FIFA Big Count 2006: 270 Millionen Aktive im Fußball“, Pressemeldung vom 31.05.2007, abgerufen am 06.05.2011, in: Internetseite FIFA: <http://de.fifa.com/aboutfifa/federation/administration/releases/newsid=529429.html>, Zürich 2007.
- o.V. – Finanznachrichten (2009): „Gerüchte um strategische Partnerschaft zwischen Audi AG und Bayern“, Pressemeldung vom 16.09.2009, abgerufen am 13.04.2011, in: Internetseite Finanznachrichten.de: <http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2009-09/14965875-sponsors-fussball-geruechte-um-strategische-partnerschaft-zwischen-audi-ag-und-bayern-muenchen-015.htm>, Zürich 2009.
- o.V. – Süddeutsche Zeitung (2004): „Fußballklubs sollten nie an die Börse“, Interview vom 12.01.2004, abgerufen am 22.03.2011, in Internetausgabe: <http://www.sueddeutsche.de/sport/interview-mit-einem-anleihe-finanzierer-fussballklubs-sollten-nie-an-die-boerse-1.717935>, Süddeutscher Verlag, München 2004.
- o.V. – Transfermarkt (2011a): „Zuschauerstatistik der aktuellen Saison“, abgerufen am 28.01.2011, in: Internetseite Transfermarkt: <http://transfermarkt.de/de/default/zuschauerstatistik/basics.html>, Transfermarkt GmbH & Co. KG, Hamburg 2011.
- o.V. – Transfermarkt (2011b): „Transfers“, abgerufen am 22.02.2011, in: Internetseite Transfermarkt: <http://www.transfermarkt.de/de/statistiken/startseite/transfers.html>, Transfermarkt GmbH & Co. KG, Hamburg 2011.
- o.V. – UEFA (2010): „Finanzielles Fairplay schützt Stabilität des Fußballs“, Pressemeldung vom 27.05.2010, abgerufen am 06.05.2011, in: Internetseite UEFA: <http://de.uefa.com/uefa/aboutuefa/organisation/executivecommittee/news/newsid=1493273.html>, Nyon 2010.
- Oettgen, Nora (2008): „Integriertes Marketing für professionelle Fußballvereine: Eine Analyse der Anspruchsgruppenorientierung in der deutschen Fußballbundesliga“, 1. Auflage, Peter Lang Verlag, Frankfurt am Main 2008.
- Olfert, Klaus; Reichel, Christoph (1999): „Kompakt-Training Finanzierung“, Friedrich Kiehl Verlag, Ludwigshafen 1999.
- Perridon, Louis; Steiner, Manfred (1995): „Finanzwirtschaft der Unternehmung“, 8. Auflage, Vahlen Verlag, München 1995.
- Perridon, Louis; Steiner, Manfred (1997): „Finanzwirtschaft der Unternehmung“, 9., überarbeitete und erweiterte Auflage, Vahlen Verlag, München 1997.

- Prätsch, Joachim; Schikorra, Uwe; Ludwig, Eberhard (2007): „Finanzmanagement“, 3., überarbeitete und ergänzte Auflage, Springer Verlag, Berlin 2007.
- Reichling, Peter; Beichert, Claudia; Henne, Antje (2005): „Praxishandbuch Finanzierung“, 1. Auflage, Gabler Verlag, Wiesbaden 2005.
- Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey (2005): „Corporate Finance“, 7., internat. Auflage, McGraw-Hill Verlag, Boston 2005.
- Rudolph, Bernd (2006): „Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt“, Mohr Siebeck Verlag, Tübingen 2006.
- Schmeh, Klaus (2005): „Titel, Tore und Transaktionen: Ein Blick hinter die Kulissen des Fußball-Business“, Redline Wirtschaftsverlag, Heidelberg 2005.
- Schneck, Ottmar (2006): „Handbuch Alternative Finanzierungsformen: Anlässe, Private Equity, Genussscheine, ABS, Leasing, Factoring, Mitarbeiterbeteiligung, BAV, Franchising, Stille Gesellschaft, Partiarisches Darlehen, Börsengang“, 1. Auflage, Wiley-VCH Verlag, Weinheim 2006.
- Schuska, Frederek (2009): „Bilanzierung von Spielern und Ablösesummen“, Grin Verlag, Studienarbeit, Tübingen 2006.
- Sportfive (2007): „Fußballstudie 2007: Märkte / Events / Vereine / Medien / Marken“, Sportfive – Marktforschung und Services, Sportfive GmbH (Hrsg.), Hamburg 2007.
- Stiefl, Jürgen (2005): „Finanzmanagement – unter besonderer Berücksichtigung von kleinen und mittelständischen Unternehmen“, Oldenbourg Verlag, München 2005.
- Wehrheim, Michael (2005): „Marketing der Fußballunternehmen: Sportmanagement und professionelle Vermarktung“, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2005.
- Witte, Eberhard (1963): „Die Liquiditätspolitik der Unternehmung“, Mohr Verlag, Tübingen 1963.
- Zieschang, Klaus (2004): „Unternehmensführung im Profifußball: Symbiose von Sport, Wirtschaft und Recht“, Erich Schmidt Verlag, Berlin 2004.

LEBENS LAUF

Persönliche Daten

Name	Dalibor Dilberovic
Adresse	Zsigmondygasse 1/3/7 1110 Wien
Staatsbürgerschaft	Österreich
Geburtsdatum	12. August 1985

Schulbildung

seit 01.10.2003	Beginn des Studiums der internationalen BWL an der Universität Wien mit der Spezialisierung in den Gebieten Corporate Finance und Controlling
03.06.2003	Absolvierung der Reife- und Diplomprüfung mit gutem Erfolg
09/1999 – 06/2003	Oberstufe Realgymnasium, 1110 Wien, Geringergasse G11 mit Schwerpunkt Mathematik, Darstellende Geometrie und Informatik
09/1995 – 06/1999	Unterstufe AHS, 1110 Wien, Geringergasse G11
09/1994 – 06/1995	Volksschule 1110 Wien, Herderplatz
09/1991 – 06/1994	Volksschule 1100 Wien, Keplerplatz

Wehrdienst

01.03.2004 – 31.10.2004	Kraftfahrer in der Kaserne Kommandoeinsatzunterstützung Schwenkgasse, 1120 Wien
-------------------------	---
