



FINANZIERUNG IM PROFIFUSSBALL

Anleihen, Investoren, Mäzene & Co.

- Die Fußball-Bundesliga steht wirtschaftlich hervorragend da. Mit einem durchschnittlichen Wachstum von gut 6 % in den letzten fünf Jahren wuchs die Bundesliga von allen europäischen Top-Ligen am stärksten und liegt in der Umsatzrangliste hinter der englischen Liga auf Rang zwei.
- Doch der Wettbewerb – innerhalb der Bundesliga und zwischen den europäischen Top-Ligen – ist hart. Die Klubs haben deshalb schon in den vergangenen Jahren neue Finanzierungswege beschritten. Auch künftig dürfte in der externen Kapitalaufnahme ein wichtiger Schlüssel zum sportlichen Erfolg gesehen werden. Doch nicht alle Finanzierungsquellen sind für die Klubs und für potentielle Investoren bzw. Anleger gleichermaßen geeignet.
- Gute Aussichten bestehen unserer Einschätzung nach künftig für folgende Finanzierungsformen: a) Strategische Partnerschaften zwischen Sponsoring-Unternehmen und Bundesligaklubs, b) Mäzenatentum, c) die „Forfaitierung“ von Marketing-Rechten sowie d) Finanzinvestoren.
- Dabei dürften Finanzinvestoren nur bei attraktiven Opportunitäten selektiv zugreifen, denn bereits durch ihre Investmentkriterien sind sie oftmals beschränkt, in größerem Ausmaß in Strukturen ohne Stimmmehrheit zu investieren. Auf der Fremdkapital-Seite werden Fananleihen ihren Platz im Finanzierungs-Mix einiger Bundesligisten behalten. Doch wegen des aus Investoren-Sicht suboptimalen Chance-Risiko-Verhältnisses werden sie ein komplementäres Mittel bleiben und sich nicht zu einem Kernbestandteil der Finanzierungsstruktur entwickeln.
- Keine große Zukunft prognostizieren wir für: a) Mittelstandsanleihen, b) Asset Backed Securities, c) Börsengänge und d) Genussscheine. Dabei dürften Genussscheine aufgrund emotionaler Investitionsmotive von Fans und Gönnern nicht ganz von der Bildfläche verschwinden, doch über ein Schattendasein werden sie kaum hinaus kommen. Bankdarlehen, die „Pioniere“ der Außenfinanzierung von Fußballklubs, spielen heute noch immer eine bedeutende Rolle in der Kapitalstruktur mehrerer Bundesligisten. Wir erwarten aber, dass diese Bedeutung in den nächsten Jahren sinken wird.
- Wie wird der „Finanzierungswettbewerb“ das sportliche Gleichgewicht der Bundesliga verändern? Starke Geldgeber sind potentiell in der Lage, die gewachsene Finanzkraftordnung (und damit wohl auch das sportliche Kräfteverhältnis) der Fußballklubs gehörig durcheinander zu bringen. Ob die Liga dadurch ausgeglichener wird oder ob sich die Leistungsschere weiter öffnet, ist a priori aber völlig offen.

Autoren:

Felix Chemnitzer
Structured Finance
Telefon +49 40 350 60-80 86
felix.chemnitzer@berenberg.de

Nicolas Leißle
Volkswirtschaft

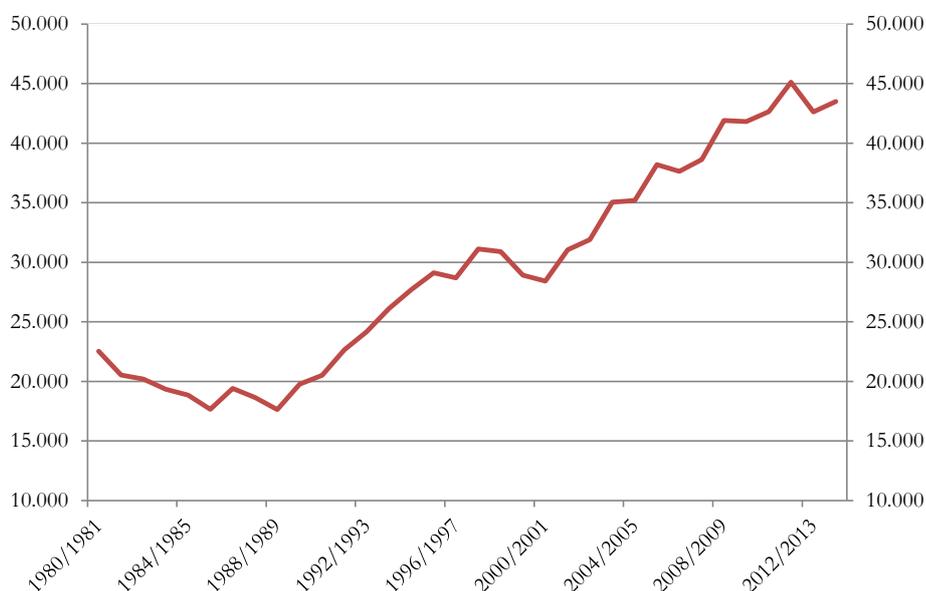
Dr. Jörn Quitzau
Volkswirtschaft
Telefon +49 40 350 60-113
joern.quitzau@berenberg.de

1. WIRTSCHAFTLICHE LAGE DER BUNDESLIGA

Die Bundesliga steht wirtschaftlich hervorragend da. Mit einem operativen Ergebnis von 264 Mio. Euro war sie in der Saison 2012/2013 die profitabelste Liga Europas. Diese Spitzenposition bei der Profitabilität nimmt die Bundesliga bereits zum fünften Mal in Folge ein.¹ Keine Frage, die Bundesliga boomt. Die Zuschauerzahlen wachsen seit Jahren ständig, und die durchschnittliche Stadionauslastung liegt bei knapp über 90 %.²

Der Bundesliga geht es hervorragend

Abb. 1: Zuschauerschnitt Fußball-Bundesliga



Quelle: Deutscher Fußball-Bund (DFB).

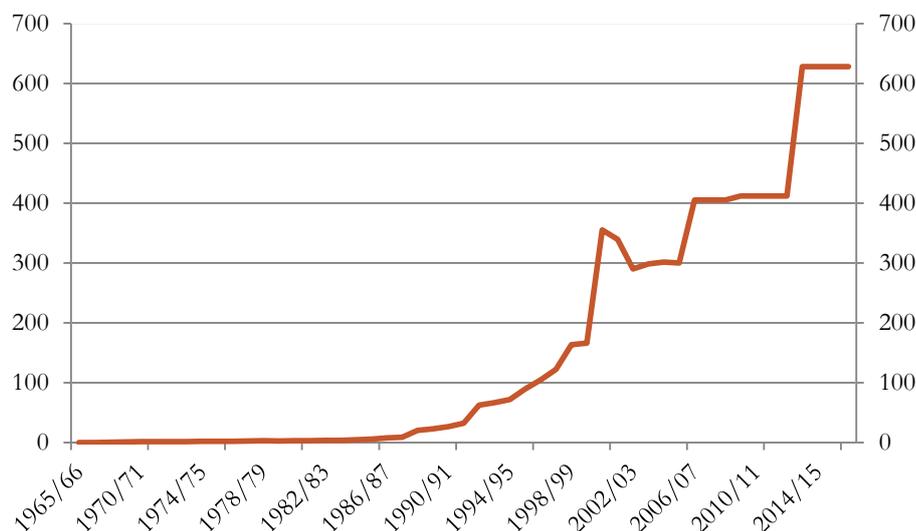
Das ständig wachsende Interesse macht sich auch in den Umsatzzahlen bemerkbar. Mit einem durchschnittlichen Wachstum von 6,2 % in den letzten fünf Jahren wuchs die Bundesliga von allen Top-Ligen am stärksten und liegt in der Umsatzrangliste hinter England auf Rang zwei. So konnten die Bundesligisten in den letzten Jahren neben den Ticketverkäufen auch die Einnahmen durch Werbung oder den Verkauf von Fanartikeln deutlich steigern. Auch die aktuellen Fernsehverträge der DFL sind eine logische Konsequenz der steigenden Popularität. Verglichen mit der Saison 2012/2013 steigen die Einnahmen aus der Inlandsvermarktung bis 2016 um fast 50 % auf durchschnittlich 628 Millionen Euro. Und auch in Sachen Auslandsvermarktung ist der DFL ein wichtiger Schritt nach vorne gelungen. In zwei Jahren werden die daraus resultierenden Einnahmen mit über 150 Millionen Euro doppelt so hoch sein wie bisher.³

Stärkstes Umsatzwachstum unter den europäischen Top-Ligen

¹ Vgl. Deloitte (2014a).

² Vgl. DFL (2010, 2012, 2014). Rückgänge bei den absoluten Zuschauerzahlen kommen lediglich vereinzelt durch den Abstieg von Vereinen mit großen Stadien zustande.

³ Vgl. Kicker (2014a).

Abb. 2: Bundesliga-Medieneinnahmen

In Mio. Euro. Quelle: Deutsche Fußball-Liga (DFL).

Dennoch hinkt die deutsche Eliteliga bei den Fernsehgeldern der internationalen Konkurrenz immer noch hinterher. So schafft es beispielsweise die Premier League, alleine aus der Auslandsvermarktung über eine halbe Milliarde Euro an Umsatz zu generieren. Daher ist es wenig verwunderlich, dass die englischen Teams mit einem Gesamtumsatz von drei Milliarden Euro immer noch fast eine Milliarde mehr einnehmen als die deutschen Teams.

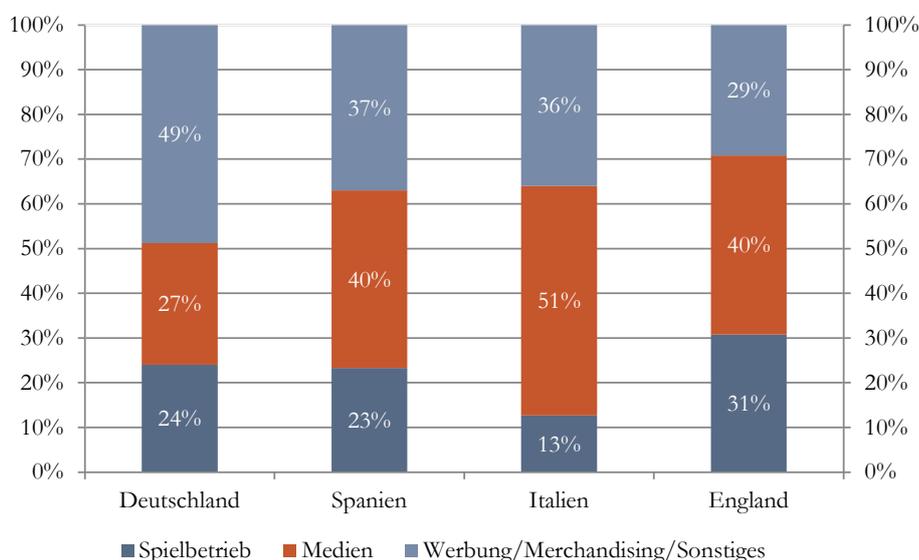
In anderen Ländern wie Spanien, wo die Topteams ihre Medienrechte in Eigenregie verkaufen dürfen, kommen einzelne Vereine wie Real Madrid auf über 180 Millionen Euro.⁴ Ausländische Spitzenteams erzielen deshalb im Schnitt 40 bis 50 % ihrer Gesamterlöse mit Fernsehgeldern, während bei deutschen Topteams durchschnittlich nur etwa ein Viertel der Erlöse aus dieser Kategorie stammt (vgl. Abb. 3). Dies hängt aber auch damit zusammen, dass die Bundesliga im Free-TV sehr viel präsenter ist als in anderen europäischen Ländern: Sponsoren haben aufgrund dieser höheren TV-Präsenz eine größere Zahlungsbereitschaft. Dadurch sind die Erlöse aus dem Sponsoring deutlich höher als im Ausland und die geringeren TV-Erlöse können so teilweise kompensiert werden.

Nachholbedarf bei der Auslandsvermarktung

Ausländische Ligen stark in der TV-Vermarktung, Bundesliga stark beim Sponsoring

⁴ Vgl. Handelsblatt (2012).

Abb. 3: Einnahmemix der Top-Teams im internationalen Vergleich



In % der Gesamterlöse. Quelle: Deloitte. Zu den Top-Teams zählen die 20 umsatzstärksten Fußballklubs Europa, aus denen Deloitte jährlich die „Football Money League“ zusammenstellt. Aus Deutschland gehörten im Jahr 2014 Bayern München, Borussia Dortmund, Schalke 04 und der Hamburger SV dazu.

Jedenfalls leiden die deutschen Vereine sportlich gesehen anscheinend nicht unter den geringeren Einnahmen aus der Fernsehvermarktung. Nachdem in den vergangenen Jahren Italien nachhaltig vom wichtigen dritten Platz in der Fünfjahreswertung verdrängt werden konnte,⁵ folgte im Jahr 2013 das deutsch-deutsche Champions-League-Finale und im letzten Jahr konnten sich erstmals vier deutsche Mannschaften für das Achtelfinale in Europas Königsklasse qualifizieren. Das alles gelang trotz deutlich geringerer Spielergelöhner.

Während in Deutschland rund die Hälfte der Erlöse für Personalkosten aufgewendet wird, liegt dieser Wert in der englischen oder italienischen Profiligen bei rund 70 %. Dies ist auch ein Grund warum der Schuldenstand in Deutschland überschaubar ist. Während sich die Schuldenstände aller Bundesligisten zusammen auf gut 1,1 Milliarden Euro belaufen, liegen sie in Italien, Spanien oder England bei jeweils 3 Milliarden Euro oder darüber.⁶ Schulden in dieser Größenordnung sind in der Bundesliga aufgrund der DFL-Statuten nur schwer vorstellbar. Wegen des strengen Lizenzierungsverfahrens sind die Vereine gezwungen, bei den Spielergelöhner mit Augenmaß zu wirtschaften.

Auch sportlich ist die Bundesliga wieder vorn

Moderate Schulden dank vergleichsweise geringer Personalkosten

⁵ Mit den ersten drei Plätzen der Fünfjahreswertung sind für die betreffenden nationalen Ligen drei feste Startplätze in der Champions League sowie ein Platz in der Champions-League-Qualifikation verbunden. Auf den Plätzen 4 bis 6 gibt es einen festen Startplatz weniger.

⁶ Vgl. DFL (2014), Peschke (o.J.), Deloitte (2014a).



Viele Zuschauer, das höchste Umsatzwachstum, ein ausgeglichener Einnahmeh-Mix,⁷ moderate Gehälter und eine verhältnismäßig geringe Verschuldung – die Zahlen sprechen aus der Makro-Perspektive für sich. Doch innerhalb der Bundesliga gibt es riesige Unterschiede. Der Etat des FC Bayern München als Ligakrösus ist mit 160 Mio. Euro mehr als 10 Mal so hoch wie der Etat des Schlusslichts Paderborn.⁸ Auch das Umsatzwachstum ist alles andere als gleichmäßig auf die 18 Vereine verteilt. Rund 80 % des Wachstums waren in der vorletzten Saison auf Bayern München und Borussia Dortmund zurückzuführen.⁹

Große finanzielle Unterschiede innerhalb der Liga

Dabei sind diese Zahlen im internationalen Vergleich nicht ungewöhnlich. So sorgte beispielsweise in Italien Juventus Turin für 75 % des Umsatzwachstums und in Frankreich hätte es ohne Paris St. Germain überhaupt kein Wachstum gegeben. Im Gegensatz zum Rest der Liga haben die absoluten Spitzenteams mit der Champions League Zugang zu einer riesigen Geldquelle. Sie sorgt bei den teilnehmenden Vereinen für einen wichtigen Teil des Gesamtumsatzes. In den letzten beiden Jahren machten alleine die Prämien und Ausschüttungen aus dem Marktpool der UEFA zwischen 10 und 20 % des Jahresumsatzes bei den deutschen Teilnehmern aus. Hinzu kommen noch Einnahmen aus Ticketverkäufen für die Champions-League-Heimspiele, besserer Zugang zu (internationalen) Sponsoren und höhere Fanartikelumsätze. Auch die Teilnehmer der Europa League konnten ihre Umsätze durch die Qualifikation um etwa 5 bis 10 % steigern. Die Zahlen deuten an, wie wichtig die Teilnahme an internationalen Wettbewerben für die Vereine ist.¹⁰

Umsatzwachstum vor allem auf Spitzenklubs zurückzuführen

Doch nicht nur die in europäischen Wettbewerben vertretenen Klubs der Bundesliga stehen wirtschaftlich auf soliden Beinen. Zwei Drittel aller Mannschaften konnten ein positives Ergebnis vermelden, so viele wie in keiner anderen Liga. Relativ geringe Verluste bis maximal 10 % des Umsatzes wiesen vier Vereine auf und nur zwei hatten Verluste von bis zu 20 % zu verkraften. Einen Verein, der gemessen am Umsatz mehr als 20 % Verlust macht, sucht man in der Bundesliga vergebens. In anderen Ligen ist dies aber keine Seltenheit.¹¹

Bundesliga steht wirtschaftlich insgesamt auf soliden Füßen

Darum könnte die neue Regelung des Financial Fairplay für die Klubs anderer Ligen bedeuten, dass sie ihre Ausgaben und Verschuldung teils drastisch reduzieren müssen.¹² Sonst drohen harte Strafen, wie der Ausschluss von internationalen

Bundesliga könnte von UEFA Financial Fairplay profitieren

⁷ Vgl. Deloitte (2014b) und Quitzau (2014).

⁸ Vgl. <http://sportbild.bild.de/bundesliga/2014/bundesliga/das-zahlen-die-klubs-den-profis-an-gehaeltern-37611030.sport.html>

⁹ Vgl. Deloitte (2014a).

¹⁰ Eigene Berechnungen auf Basis von UEFA (2014), UEFA (2013) und Geschäftsberichte von: FC Bayern München, Borussia Dortmund, FC Schalke 04, Bayer 04 Leverkusen, Eintracht Frankfurt, Borussia Mönchengladbach und SC Freiburg.

¹¹ Vgl. UEFA (2013b).

¹² Vgl. Quitzau/Vöpel (2013).



Wettbewerben, durch die UEFA. Dies wird unter Umständen auch mit einem Einschnitt bei den Gehältern verbunden sein. Die Bundesliga könnte so aufgrund ihrer im europäischen Vergleich sehr positiven Fundamentaldaten noch attraktiver für ausländische Spitzenspieler werden, was wiederum die sportliche Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Vergleich weiter erhöhen könnte. Verbunden mit der bereits heute wirtschaftlich und sportlich soliden Basis sind die Wachstumsperspektiven für die Bundesliga also hervorragend. Daher dürfte die Bundesliga in Zukunft auch für Investoren zunehmend interessanter werden.

2. Vom Sport zum Sportbusiness

Auch wenn mit Aktivitäten im und um den professionellen Fußball seit der Bundesliga-Gründung vor über 50 Jahren schon immer viel Geld verdient werden konnte, ist die Bundesliga in den vergangenen 25 Jahren wirtschaftlich in neue Dimensionen vorgestoßen. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen, von denen wir an dieser Stelle nur einige skizzieren möchten. Ein Meilenstein war die Einführung des Privatfernsehens in Deutschland Ende der 1980er Jahre. Die Privatsender haben den Wettbewerb um die Fernsehübertragungsrechte an der Bundesliga angefacht, nachdem es zuvor mit dem öffentlich-rechtlichen Fernsehen nur einen Nachfrager gegeben hatte. Der Wert des Fernsehproduktes stieg durch die neue Konkurrenz sprunghaft an (siehe Abb. 2 auf Seite 3). Durch den Einstieg der Privatsender hat sich die Art der Fußball-Präsentation im Fernsehen radikal verändert. Die sachlich-nüchterne Berichterstattung der Öffentlich-Rechtlichen wurde abgelöst durch eine unterhaltungsorientierte Fußball-Show. Mit dem höheren Unterhaltungswert konnten neue Zielgruppen für den Fußball erschlossen werden.

Wirtschaftlicher Boom seit Ende der achtziger Jahre

In den 1990er Jahren erlebte die Bundesliga einen weiteren wirtschaftlichen Schub. Zunächst hat der WM-Gewinn 1990 einen Boom ausgelöst und den Fußball gesellschaftlich noch stärker verankert. Einige Jahre später betraten spezialisierte Sportvermarktungsunternehmen die Fußball-Bühne und begannen damit, einzelne Vereine und das Produkt Fußball insgesamt professionell zu vermarkten. Die 1990er Jahre standen also im Zeichen der Professionalisierung und Kommerzialisierung. Es ist deshalb kein Zufall, dass im Oktober 1998 auf dem DFB-Bundestag die Möglichkeit beschlossen wurde, in Kapitalgesellschaften umgewandelte Fußballvereine am Spielbetrieb teilnehmen zu lassen. Bis zum Beginn der Saison 1998/1999 hatten die Teilnehmer der ersten und zweiten Bundesliga ausnahmslos in der Rechtsform des Vereins firmiert. Heute hat die überwiegende Mehrheit der Erst- und Zweitligisten die Rechtsform des Vereins hinter sich gelassen und die Lizenzspielerabteilung in Kapitalgesellschaften ausgegliedert (vgl. Kapitel 4).

Professionalisierung und Kommerzialisierung...



Für die Umwandlung gab es mehrere Gründe. Von juristischer Seite drohten Probleme, weil mehr als fraglich war, ob die Bundesligisten mit ihren Millionen-Umsätzen noch als gemeinnützige Vereine bezeichnet werden konnten. Es drohte eine Rechtsformverfehlung. Aus wirtschaftlicher Sicht gab es vor allem zwei Motive: Erstens sollten professionelle Führungsstrukturen und darüber hinaus ein auf allen Ebenen professionelles Management geschaffen werden. Ehrenamtliche Vereinsführung und millionenschwere Vereinsumsätze passten nicht mehr recht zusammen. Zweitens war der Kapitalbedarf der Fußballklubs, die sich nun verstärkt dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sahen, deutlich gestiegen. Im Ausland gab es bereits eine Reihe kapitalmarktnotierter Klubs, die mit ihren Börsengängen hohe Millionenbeträge erlöst hatten. Um sportlich weiter konkurrenzfähig zu bleiben, brauchten auch die Bundesligisten neue Finanzierungsformen. Mit Borussia Dortmund wagte sich im Jahr 2000 der erste (und bislang einzige) deutsche Klub an die Börse.¹³

...erforderten neue Wege bei der Vereinsführung

3. Wirtschaftliche Besonderheiten im Profifußball

Der Fußball hat in wirtschaftlicher Hinsicht zweifellos einen sehr großen Schritt hinter sich: Die Klubs werden mehrheitlich professionell geführt, so dass sie heute tatsächlich weniger Fußballklubs als vielmehr Fußballunternehmen sind. Die Branche hat sich insgesamt zu einem Wirtschaftszweig entwickelt, der immer wieder mit einigem Stolz auch auf seine Rolle als Arbeitgeber und Steuerzahler hinweist.¹⁴ Obwohl der Profifußball also auf dem Weg ist, ein ganz normales Wirtschaftsunternehmen bzw. eine ganz normale Wirtschaftsbranche zu werden, gibt es einige Besonderheiten im Fußballbusiness, die den Fußball von der herkömmlichen Wirtschaft auf absehbare Zeit – vielleicht sogar für immer – unterscheiden werden.

Fußball ist kein normales Business

Sportlicher Erfolg vs. Gewinnmaximierung

Wirtschaftsunternehmen verhalten sich so, dass sie ihre finanziellen Gewinne maximieren. Dies ist nicht nur die zentrale Annahme der ökonomischen Theorie, auch in der Praxis ist die langfristige Gewinnmaximierung das wichtigste Unternehmensziel.¹⁵ Fußballunternehmen bzw. Fußballklubs verfolgen dagegen ein völlig anderes Ziel: ihnen geht es um die Maximierung des sportlichen Erfolgs.¹⁶

Zielsetzung: Maximaler sportlicher Erfolg

¹³ Die Finanzierungsseite der Fußballklubs steht im Mittelpunkt dieser Publikation, mehr dazu folgt in Kapitel 4.

¹⁴ Vgl. dazu zum Beispiel den Bundesliga-Report der Deutschen Fußball Liga (2014).

¹⁵ Dieser Annahme widerspricht nicht, dass Unternehmen kurzfristige Gewinnerzielungsmöglichkeiten nicht immer realisieren, zum Beispiel weil ihnen der Gewinn von Marktanteilen vorerst wichtiger ist. Solche temporären Ziele werden also in eine langfristige Gewinnmaximierungsstrategie eingebettet. Zudem maximieren viele Unternehmen ihre Gewinne nur unter bestimmten Nebenbedingungen (etwa unter Einhaltung bestimmter ethischer und sozialer Grundsätze) – auch dies ist kein Widerspruch zur Gewinnmaximierungshypothese.

¹⁶ Was sportlicher Erfolg konkret bedeutet, legt jeder Klub für sich fest. So ist für einige Klubs in Europa der Gewinn der Champions League und der Gewinn der nationalen Meisterschaft das



Das primäre Ziel im Fußball ist, die selbst gesteckten sportlichen Ziele zu erreichen. Die finanzielle Solidität – verstanden als das Vermeiden von Verlusten – oder gar das Erwirtschaften von Gewinnen hat im Fußball lediglich den Rang einer Nebenbedingung.

Sportlicher Erfolg lässt sich zumindest in Grenzen „kaufen“. Investitionen in den Spielerkader können dazu beitragen, dass die sportlichen Ziele erreicht werden. Wenn es also einen positiven Zusammenhang zwischen Marktwert des Spielerkaders und sportlichem Erfolg gibt, dann wird der sportliche Erfolg prinzipiell dadurch maximiert, dass alle Erlöse eines Klubs in den Spielerkader investiert werden. Der Anreiz für den einzelnen Klub, durch externe Kapitalaufnahme sportlichen Erfolg zu erzwingen, ist offenkundig. Im professionellen Fußball gibt es also eine innere Logik, die betriebswirtschaftliche Gewinne bzw. den Free Cashflow (vgl. Kapitel 4) in Grenzen hält bzw. verhindert oder sogar in eine Verschuldungsfalle führt. Ein Blick auf den zum Teil hoch verschuldeten europäischen Klubfußball bestätigt diese Befürchtung.¹⁷ Dass die Bundesliga insgesamt profitabel ist und 12 von 18 Bundesligisten in der Spielzeit 2012/2013 Überschüsse erzielten (siehe Kapitel 1), kann also als lobenswerte Ausnahme von der Regel verstanden werden. Zudem ist es ein Qualitätszeugnis für das deutsche Lizenzierungsverfahren und für die Managementqualität bei den Bundesligisten.

Innere Logik des Fußballs hält finanzielle Gewinne in Grenzen bzw. führt vielfach zu Verlusten

Positionswettbewerb

Ein Kennzeichen des professionellen Liga-Fußballs ist der sogenannte Positionswettbewerb. Die Liga-Teilnehmer konkurrieren um die besten Tabellenränge. Naturgemäß sind die Tabellenplätze zuallererst Ausdruck des sportlichen Erfolges. Mit den jeweiligen Platzierungen sind aber auch unterschiedliche finanzielle Erlöse verbunden. So werden die Fernsehgelder nach einem bestimmten Schlüssel erfolgsabhängig auf die Klubs der ersten und zweiten Liga verteilt. Zudem sind die Plätze, die zur Teilnahme an der Champions League und an der Europa League berechtigen, finanziell sehr lukrativ, während der Abstieg aus der ersten Liga massive finanzielle Einbußen mit sich bringt. Die Anreize, den Abstieg zu vermeiden bzw. die Qualifikation für die internationalen Wettbewerbe zu erreichen, sind also außerordentlich hoch. Aus Sicht des einzelnen Vereins sind Investitionen in den Spielerkader das geeignete Mittel, die angestrebten Tabellenplätze zu erreichen.

Finanziell lukrative Tabellenplätze...

Wettbewerb ist in der Wirtschaft typischerweise ein Positivsummenspiel. Das bedeutet, die Konkurrenz untereinander spornt die Unternehmen zu besseren Leistungen an, wodurch der Output insgesamt höher ausfällt als in einer Welt ohne Wettbewerb. Hinzu kommt: Ein Unternehmen kann seine ambitionierten Ziele prinzipiell erreichen, ohne seine direkte Konkurrenz zu schädigen. So kann

...verleiten die Klubs zum „Wettrüsten“

Ziel, andere streben die Teilnahme für die Champions League oder Europa League an und wieder andere Klubs sehen bereits den Klassenerhalt als Erfolg.

¹⁷ Vgl. Kapitel 1.



ein Unternehmen wachsen ohne der Konkurrenz Marktanteile abzunehmen, indem es zum Beispiel neue Märkte erschließt. Im Unterschied dazu handelt es sich beim Positionswettbewerb des Ligafußballs um ein Nullsummenspiel. Ein Fußballklub kann sich tabellarisch nur verbessern, wenn er mindestens einen anderen Klub in der Tabelle verdrängt. Der Vorteil eines Klubs führt zwangsläufig zum Nachteil für mindestens einen Konkurrenten. Dieser Verdrängungswettbewerb führt in der Praxis oft zu Gegenmaßnahmen und somit zu Investitionsspiralen, ja zu einem „Wettrüsten“ der Klubs, weil alle gleichzeitig auf den finanziell lukrativen Tabellenplätzen landen wollen.¹⁸

Das Streben nach sportlichem (und nicht nach finanziellem) Erfolg in einem institutionellen Umfeld, das durch Positionswettbewerb geprägt ist, stellt einen krassen Gegensatz zur herkömmlichen Wirtschaft dar. Trotz aller Umsatzrekorde, die im Profifußball immer wieder aufgestellt werden, sind Investments im Fußball nicht unbedingt mit hohen Renditen verbunden.¹⁹ Schon die Vergangenheit hat gezeigt: Höhere Einnahmen landen wegen der intensiven Konkurrenz um die besten Spieler in den Portemonnaies der Kicker.

4. Finanzierung

Schwankender Cashflow erfordert die Aufnahme von externem Kapital

Die Finanzierungsquellen eines Unternehmens können nach Innen- und Außenfinanzierung unterschieden werden. Innenfinanzierung beschreibt dabei die Generierung von liquiden Mitteln aus den Ressourcen innerhalb des Unternehmens – sozusagen aus „eigener Kraft“. Maßgebliche Stellgröße hierfür ist der operative Cashflow, welcher die Summe der operativen Ein- und Auszahlungen innerhalb einer Periode bezeichnet. Der operative Cashflow steht dem Unternehmen zur Finanzierung von Investitionen in das Anlagevermögen (für Fußballklubs sehr relevant – Transferzahlungen für neue Spieler)²⁰ sowie für Tilgungszahlungen an externe Geldgeber bzw. Ausschüttungen an die Gesellschafter zur Verfügung.

Innen- vs. Außenfinanzierung

¹⁸ In der ökonomischen Fachliteratur hat der Wirtschaftsnobelpreisträger George Akerlof für solche Investitionswettläufe den Begriff des Rattenrennens geprägt. Vgl. Akerlof (1976).

¹⁹ Auch wenn es eine positive Korrelation zwischen dem Wert des Spielerkaders und dem sportlichen Erfolg gibt, so ist es doch keine streng positive Korrelation. Neben der Finanzkraft eines Klubs spielen Faktoren wie die Managementqualität oder auch der Faktor Zufall eine wichtige Rolle (vgl. Quitzau/Vöpel, 2009). Gut geführte Vereine setzen deshalb nicht allein auf Investitionen in den Spielerkader und achten darauf, gelegentlich auch Rücklagen zu bilden. Das erklärt, weshalb einige deutsche Klubs durchaus moderate Gewinne machen, obwohl es prinzipielle Anreize gäbe, auch diese Überschüsse noch für ein weiteres Wettrüsten auszugeben.

²⁰ Aus dem operativen Cashflow ergibt sich abzüglich der Netto-Investitionen der *Free Cashflow*. Je höher und nachhaltiger (geringe Schwankungsanfälligkeit) der Free Cashflow eines Unternehmens ist, desto höher ist das Verschuldungspotenzial bzw. die Ausschüttungsfähigkeit von Dividenden an die Gesellschafter.



Wie in den Ausführungen zum „Positionswettbewerb“ in Kapitel 3 bereits erläutert, hängt die Höhe der Umsätze (als bedeutendstes Element der operativen Einnahmen) von Fußballklubs in erheblichem Ausmaß vom (kurzfristigen) sportlichen Erfolg ab, was zu einer potenziell hohen Variabilität der Umsätze führt. In Kombination mit einem bedeutenden Anteil fixer Kosten (im Wesentlichen Spielergehälter mit mehrjähriger Vertragslaufzeit), weist der operative Cashflow und damit die Innenfinanzierungskraft von Fußballklubs daher ein hohes, mit der sportlichen Entwicklung korrelierendes, Schwankungspotenzial auf.

Für die Fußballklubs folgt daraus, dass der operative Cashflow der aktuellen Saison zusammen mit etwaigen Rücklagen (kumulierter Cashflow aus Vorperioden) gegebenenfalls nicht ausreicht, um bedeutende Investitionen in „Steine“ (z.B. Stadion, Jugendnachwuchsleistungszentrum) und „Beine“ (z.B. Spieler, Trainer) zu finanzieren. Zur Herausforderung wird dies insbesondere für Klubs mit gegenwärtig unbefriedigenden sportlichen Leistungen, welche eigentlich gerade in solch einer Situation kurzfristig erhebliche Korrekturen am Spielerkader (Investitionen in „Beine“) zur Sicherung der sportlichen Wettbewerbsfähigkeit vornehmen müssten, um nicht in eine Abwärtsspirale zu geraten. Darüber hinaus ist bei Fußballklubs die Tendenz zu erkennen, durch hohe Investitionen in Vorleistung zu treten, um möglichst schnell in das „gesegnete Land der vorderen Tabellenplätze der 1. Liga“ und damit ausreichender Innenfinanzierungskraft vorzustoßen.²¹ Beispiele sind häufig in England oder in Deutschland etwa bei der TSG Hoffenheim zu beobachten.

Die Zuführung von externem Kapital (Außenfinanzierung) spielt daher für Fußballklubs eine große Rolle – sei es zur Wachstumsfinanzierung, Refinanzierung von bestehenden Verbindlichkeiten oder zur Füllung der Transferkassen für „schlechte Tage“.²² Eine Kategorisierung von externem Kapital kann dabei nach Art des Finanzierungsinstrumentes in Eigen- und Fremdkapital erfolgen. Während Eigenkapital per definitionem dem Fußballklub unbefristet zur Verfügung steht, wird Fremdkapital in der Regel nur für einen begrenzten Zeitraum überlassen und ist vorrangig vor den Ansprüchen der Eigenkapitalgeber zu bedienen. Aus Sicht der Kapitalgeber sind Eigenkapital-Investments damit risikoreicher als die Bereitstellung von Fremdkapital, so dass Eigenkapitalgeber deutlich höhere Renditeerwartungen haben. Dieser Renditeanspruch kann entweder durch die Zahlung von Dividenden oder die Steigerung des Beteiligungswerts (Rendite wird dann beim Verkauf der Beteiligung erlöst) befriedigt werden.

Schwankungsanfällige Umsätze bei hohen Fixkosten erschweren die Innenfinanzierung

Investitionsbedarf ist aus diversen Gründen hoch

Zuführung von externem Kapital in Form von Eigenkapital und Fremdkapital spielt große Rolle

²¹ Vgl. House of Commons (2011): S. 30.

²² Vgl. KMPG (2014).



Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass sich deutsche Fußballklubs, allein aus gesellschaftsrechtlicher Sicht, erst seit weniger als 20 Jahren – unter Beachtung der Regularien der DFL – wie ein ganz normales Unternehmen externes Kapital beschaffen können. Deutsche Profifußballklubs firmierten bis 1998 ausschließlich in der Rechtsform des eingetragenen Vereins („e.V.“), welche für die Aufnahme von großvolumigem externem Kapital nur unzureichend geeignet ist. So war z.B. die Aufnahme von zusätzlichem Eigenkapital prinzipiell nicht möglich. Zudem wurde die Beschaffung von Fremdkapital häufig durch die praktisch nicht vorhandene Möglichkeit der Eigenkapitalthesaurierung (Bildung von Rücklagen) sowie intransparente, nicht institutionalisierte Publizitäts- und Kontrollvorschriften im Verein erschwert.²³ Allein die Banken, insbesondere vor der Einführung der Basel II-Richtlinien²⁴, zeigten sich „gnädig“ und waren so für lange Zeit die einzig ernst zunehmende Außenfinanzierungsquelle deutscher Profifußballklubs.²⁵

Dies sollte sich erst ändern, als sich in den 1990er-Jahren vor allem englische Fußballklubs vermehrt für dritte Eigenkapitalgeber öffneten und man in dieser Folge einen Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit deutscher Vereine befürchtete. Vor diesem Hintergrund beschloss die DFL 1998 mit der sogenannten und seitdem viel diskutierten „50+1-Regel“ nachzuziehen. Seitdem ist es den Muttervereinen der deutschen Profifußballklubs gestattet, die Lizenzmannschaft in eine Kapitalgesellschaft auszugliedern, vorausgesetzt der Mutterverein hält nach der Ausgliederung mindestens 50% der Stimmanteile zuzüglich eines weiteren Stimmanteils.²⁶ Von dieser Möglichkeit hat der Großteil der deutschen Profifußballklubs mittlerweile Gebrauch gemacht – aus der 1. Liga agieren aktuell 13 Klubs mit einer Kapitalgesellschaft. Einige wenige Ausnahmen (prominentestes Beispiel ist sicher der FC Schalke 04) halten zwar nach wie vor an der Rechtsform des e.V. fest, haben ihren Verein jedoch zum Teil mit unternehmensähnlichen Organisationsstrukturen (Aufsichtsrat, Vorstand) professionell aufgestellt und einige relevante wirtschaftliche Aktivitäten (z.B. den Betrieb des Stadions oder die Vermarktung des Klubs) in Kapitalgesellschaften ausgegliedert.²⁷

*Rechtsform hat Folgen für
Finanzierungsmöglichkeiten:
Eigenkapitalaufnahme im e.V.
nicht möglich*

*50+1-Reform eröffnet ganz neue
Möglichkeiten*

²³ Dworak (2010): S. 59.

²⁴ Basel II hatte für Banken weitreichende Auswirkungen auf die Risikobewertung und Eigenkapitalunterlegung von Krediten. So sieht Basel II eine individuelle Risikobewertung und Eigenkapitalunterlegung in Form von Ratings vor. Kredite an Unternehmen mit schlechterer Bonität müssen folglich mit mehr Eigenkapital unterlegt werden und werden somit für Banken tendenziell unattraktiver. Fußballvereine sind aufgrund der mangelnden Eigenkapitalthesaurierung sowie der schwankenden Innenfinanzierungskraft bedeutend davon betroffen.

²⁵ Kern (2007): S. 35.

²⁶ Vgl. DFL (2013), S. 7 f. Ausnahmen sind bis dato nur der VfL Wolfsburg und Bayer 04 Leverkusen, deren ausgegliederte Lizenzmannschaften 100% Töchter der Volkswagen AG bzw. Bayer AG sind. Hintergrund ist, dass die beiden Konzerne „seit mehr als 20 Jahren den Fußballsport des Muttervereins ununterbrochen und erheblich gefördert“ haben. Es ist gegenwärtig davon auszugehen, dass diese Ausnahmeregelung zukünftig auch auf die Anteilsverhältnisse bei der TSG Hoffenheim Anwendung finden wird. Vgl. Handelsblatt (2014a). Hannover 96 könnte ebenfalls folgen.

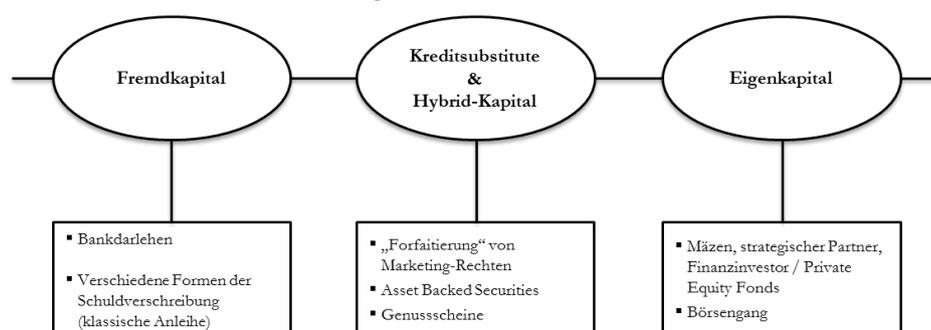
²⁷ Kern (2007): S. 45 f.

Fußballklubs nutzen heute vielfältige Formen der Außenfinanzierung

Mit der Möglichkeit, Lizenzmannschaften in Kapitalgesellschaften auszugliedern, und durch die Professionalisierung der Klub-Strukturen war eine solide Grundlage geschaffen worden. Es war den deutschen Fußballklubs fortan möglich, verschiedene Eigenkapital-, Fremdkapital- und hybride Finanzierungsinstrumente (Mischung aus Eigen- und Fremdkapitalkomponenten) für die Aufnahme von externem Kapital zu nutzen. Abb. 4 zeigt eine Auswahl der in den letzten Jahren von deutschen Fußballklubs genutzten Außenfinanzierungsquellen.

Neuausrichtung: Klub-Strukturen werden professionalisiert, Lizenzmannschaften werden in Kapitalgesellschaften ausgegliedert

Abb. 4: Außenfinanzierungsinstrumente von Fußballklubs



Nachfolgend betrachten wir die dargestellten Finanzierungsquellen genauer. Hierzu wird zunächst für die verschiedenen Finanzierungsinstrumente anhand ausgewählter Charakteristika eine vergleichende Analyse durchgeführt (vgl. Abb. 5) und anschließend jedes Instrument im Rahmen einer Detailbetrachtung kritisch gewürdigt. Uns interessiert nicht nur die Sicht der Fußballklubs. Vielmehr beschreiben wir auch die Perspektiven bzw. Motive der jeweiligen Kapitalanleger und die damit verbundenen Werttreiber. Auf dieser Basis wagen wir dann für das jeweilige Finanzierungsinstrument einen Ausblick.

Finanzierungsinstrumente: Große Auswahl für die Klubs



Abb. 5: Vergleichender Überblick relevanter Finanzierungsinstrumente von Fußballklubs

Finanzierungsinstrumente von Fußballklubs / Charakteristika	Investor	Investmentmotiv	Investmenthorizont / Laufzeit	Finanzierungsvolumen	Renditeerwartung	Geforderte Mitsprache / Einflussnahme
Bankdarlehen	Bank	Wirtschaftlich	Kurz- bis langfristig (abhängig vom Zweck des Darlehens)	Ein- bis dreistelliger Millionenbetrag (abhängig vom Zweck des Darlehens)	Niedriger bis mittlerer einstelliger Prozentsatz p.a.	Keine, jedoch Beachtung von Covenants im zu Grunde liegenden Kreditvertrag
<i>Fremdkapital</i> Schuldverschreibung ("Mittelstandsanleihe")	Institutionelle Investoren, Privatinvestoren, Fans	Wirtschaftlich (institutioneller Investor), Wirtschaftlich/Emotional (Privatinvestor), Emotional (Fan)	Mittelfristig (5 - 7 Jahre)	Mittlerer zweistelliger Millionenbetrag	Mittlerer bis hoher einstelliger Prozentsatz p.a.	Keine, jedoch Beachtung von Covenants im zu Grunde liegenden Anleiheprospekt
Schuldverschreibung ("Fananleihe")	Fan	Emotional	Mittelfristig (5 - 7 Jahre)	Max. kleiner zweistelliger Millionenbetrag	Mittlerer bis hoher einstelliger Prozentsatz p.a.	Keine, jedoch Beachtung von Covenants im zu Grunde liegenden Anleiheprospekt
<i>Kreditsubstanz und Hybrid-Kapital</i> Asset Backed Securities ("Schechter-Anleihe")	Institutioneller Investor	Wirtschaftlich	Mittel- bis langfristig (5 - 25 Jahre)	Mittlerer bis großer zweistelliger Millionenbetrag	Niedriger bis mittlerer einstelliger Prozentsatz p.a.	Keine, jedoch Beachtung von Covenants in denen der Transaktion zu Grunde liegenden Verträgen
"Forfaitierung" von Marketing-Rechten	Sportvermarkter	Wirtschaftlich	Langfristig (i.d.R. > 10 Jahre)	Signing-Fee + Weitergabe von rd. 80% der Einnahmen aus der Vermarktung der Marketing-Rechte an den Klub	Zweistelliger Prozentsatz als Ertrag (rd. 15 - 20% p.a.)	Mitsprache wird in Bezug auf die Markenpositionierung des Clubs eingefordert
Genussscheine	Institutionelle Investoren, Privatinvestoren, Fans	Wirtschaftlich (institutioneller Investor), Wirtschaftlich/Emotional (Privatinvestor), Emotional (Fan)	Flexibel, jedoch in der Regel mittelfristig (3 - 8 Jahre)	Max. kleiner zweistelliger Millionenbetrag	Mittlerer bis hoher einstelliger Prozentsatz p.a. (ggf. zzgl. Aufschlag von 2-3% in Abhängigkeit des sportlichen Erfolgs)	In der Regel keine
Mäzen	Vermögende Privatperson	Emotional	Langfristig (ohne Exit-Horizont)	Zwei- bis dreistelliger Millionenbetrag	Gering (in der Tendenz: Non-Profit-Investment, daher Kompensation z.T. durch Erreichung sportlicher Ziele)	In der Höhe der mit dem Eigenkapitalanteil erworbenen Stimmrechte ^[1] , ggf. zusätzlich Besetzung bestimmter Organe (z.B. Aufsichtsratsrat), ggf. zusätzlich informelle Einflussnahme
<i>Eigenkapital</i> Strategischer Partner	Unternehmen, welches i.d.R. zudem gleichzeitig Sponsor des Klubs ist	Wirtschaftlich	Langfristig (ohne Exit-Horizont)	Zwei- bis dreistelliger Millionenbetrag	Schwer quantifizierbar, da ein Teil der Rendite durch Synergieeffekte zwischen Klub und strategischen Partner erzielt werden soll	In der Höhe der mit dem Eigenkapitalanteil erworbenen Stimmrechte ^[1] , ggf. zusätzlich Besetzung bestimmter Organe (z.B. Aufsichtsrat)
Finanzinvestor / Private Equity Fonds	Kapitalsammelstellen (i.d.R. als geschlossene Fonds organisiert)	Wirtschaftlich	Mittelfristig (mit klarem Exit-Horizont nach 3 - 7 Jahren)	Zwei- bis dreistelliger Millionenbetrag	Zweistellig (> 20% p.a.)	In der Höhe der mit dem Eigenkapitalanteil erworbenen Stimmrechte ^[1] , ggf. zusätzlich Besetzung bestimmter Organe (z.B. Aufsichtsrat)
Börsengang	Institutionelle Investoren, Privatinvestoren und Fans	Wirtschaftlich (institutioneller Investor), Wirtschaftlich/Emotional (Privatinvestor), Emotional (Fan)	Kurz- bis langfristig (abhängig von der der jeweiligen Anlagestrategie des Investors)	Zwei- bis dreistelliger Millionenbetrag	Zweistellig (im Detail von der Größe des gehaltenen Aktienpakets und Anlagehorizont abhängig)	In der Höhe der mit dem Eigenkapitalanteil erworbenen Stimmrechte ^[1] , ggf. zusätzlich Besetzung bestimmter Organe (z.B. Aufsichtsrat/Beirat)

Anmerkung [1]: Jeweils unter Beachtung der 50+1-Regel. Zu berücksichtigen ist zudem, dass der Anteil am Kapital nicht zwangsläufig deckungsgleich mit den damit verbundenen Stimmrechten sein muss.



Bankdarlehen:

Bankendarlehen haben als „Pionier“ der Außenfinanzierung von Fußballklubs lange eine durchaus bedeutende Rolle in der Kapitalstruktur mehrerer Bundesligisten gespielt und spielen diese zum Teil heute noch. Nach einer Umfrage von Ernst & Young unter deutschen Profifußballklubs werden Bankdarlehen jedoch in den nächsten Jahren in der Finanzierungsstruktur von Klubs der 1. Liga an Bedeutung verlieren.²⁸ Wir führen dies auf folgende Gründe zurück:

Einst wichtiges Instrument verliert an relativer Bedeutung

1. Der Neubau beziehungsweise die Modernisierung vieler deutscher Stadien im Vorgriff auf die WM 2006 ist gerade einmal rund 10 Jahre her. Viele Stadion-Projekte wurden damals zu großen Teilen mit Bankdarlehen finanziert, so dass aktuell bei vielen Klubs eher Tilgung als eine Neukreditaufnahme im Vordergrund steht.
2. Banken sind bei der Kreditvergabe spätestens nach Basel II selektiver geworden. Ein Trend, der sich durch den als Reaktion auf die Finanzkrise beschlossenen Basel III-Akkord ggf. weiter verstärken könnte. Hiervon sind insbesondere bonitätsschwächere, sich unter Umständen aktuell in einer sportlichen Krise befindende Klubs nachteilig betroffen. Gerade die Aufnahme von Krediten für *allgemeine Unternehmenszwecke* (z.B. für Investitionen in den Spielerkader) erscheint für diese Klubs mittlerweile erheblich eingeschränkt. Ausschlaggebend hierfür ist neben der unterdurchschnittlichen Bonität auch der Mangel an bewertbaren Sicherheiten. So ist die bedeutendste Sicherungsmasse, das Stadion, häufig bereits in einer langfristigen Immobilienfinanzierung gebunden oder das Stadion ist gar nicht (oder zumindest nicht vollständig) im Besitz des Klubs. Für die Sicherheitenstellung bei Krediten für allgemeine Unternehmenszwecke stehen daher zumeist primär immaterielle Vermögenswerte (Transferrechte) zur Verfügung, welche für Banken nur sehr eingeschränkt bis gar nicht zu bewerten sind.
3. Minimierung der Cashflow-Belastung durch Reduktion von Zins und Tilgung. Zudem wirkt sich die Verkleinerung der Zinslast positiv auf die für die Financial Fairplay-Richtlinie der UEFA²⁹ relevanten Ausgaben aus.³⁰ Zur vorzeitigen Rückführung von Bankdarlehen sind jedoch nur Klubs in der Lage, die entweder aktuell über eine hohe In-

²⁸ Vgl. Ernst & Young (2014): S. 52.

²⁹ Der europäische Fußballverband UEFA versucht durch die Einführung der Financial Fairplay-Regularien nicht nachhaltiges Investieren der Klubs bereits im Keim zu ersticken. Das Grundprinzip der Financial Fairplay-Richtlinie ist dabei einfach: es darf in einer Saison nicht mehr ausgegeben werden als mit dem originären Fußballgeschäft eingenommen wird. Finanzaufwendungen gehören ebenso wie z.B. Personalkosten zu den relevanten Ausgabenposten. Vgl. dazu auch Quitzau/Vöpel (2013).

³⁰ Aktuellstes Beispiel ist der FC Bayern München, der im November 2014 die Bankenfinanzierung der Allianz Arena durch die zugeflossenen Mittel aus der strategischen Partnerschaft mit der Allianz SE vollständig zurückgeführt hat. Vgl. dazu portal.de (2014).



nenfinanzierungskraft verfügen oder solche, die kürzlich in größerem Ausmaß Eigenkapital eingeworben haben.

Ausblick

Bankdarlehen waren lange das einzig verfügbare Außenfinanzierungsinstrument für Fußballklubs und haben insbesondere in der jüngeren Vergangenheit bei der Finanzierung von großvolumige Finanzierungsprojekten (z.B. Stadion) eine sinnvolle, kostengünstige Finanzierungsform dargestellt. Dieser Investitions-Zyklus ist seit einigen Jahren abgeschlossen. Zur (mittelbaren) Finanzierung des Spielerkaders stehen Banken heute jedoch noch eingeschränkter als früher zur Verfügung – insbesondere bonitätsschwächere Klubs werden sich daher weiteren Finanzierungsquellen öffnen müssen, wenn es um Investitionen in den Spielerkader geht.

Schuldverschreibung („Mittelstandsanleihe“)

Die Finanzierung über öffentlich begebene, an institutionelle Investoren sowie Privatpersonen platzierte, nicht nachrangige unbesicherte Schuldverschreibungen (sog. klassische Corporate Bonds) war in Deutschland lange nur sehr großen Unternehmen möglich. Dies änderte sich erst im Jahr 2009 als einige deutsche Börsen das Segment der „Mittelstandsanleihen“ aus der Taufe hoben. Relevantes Merkmal einer Mittelstandsanleihe ist dabei v.a. das im Vergleich zum klassischen Corporate Bond wesentlich geringere Emissionsvolumen von in der Regel weniger als 100 Mio. Euro.

Neues Marktsegment ohne große Zukunft für Fußballklubs

Für deutsche Fußballklubs eröffnete sich somit die Möglichkeit, die Finanzierungsstruktur, neben dem Bankdarlehen, um ein zweites großvolumiges Kernelement zu erweitern, ohne – im Vergleich zu Eigenkapitalinstrumenten – Mitspracherechte an Dritte abgeben zu müssen. Bis dato hat jedoch nur der FC Schalke 04 von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht und 2012 eine Mittelstandsanleihe i.H.v. 50 Mio. Euro begeben.³¹ Weitere Emissionen deutscher Fußballklubs sind aktuell nicht absehbar. Dies verwundert zunächst, so hat das Marktsegment der Mittelstandsanleihen doch insbesondere zwischen 2011 und 2013 auch vielen bonitätsschwächeren Emittenten, die eher mit Markennamen als nachhaltiger Profitabilität glänzten, zu teilweise sehr schuldnerfreundlichen Anleihebedingungen großvolumige Platzierungen ermöglicht. Eigentlich sind dies ideale Bedingungen für Fußballklubs, die sich in der Regel durch eine tolle Marke, aber oftmals auch schwankende Erträge auszeichnen. Als maßgebliche Treiber für diese Entwicklung sehen wir:

1. Suboptimales Marktumfeld: Die schlechte Bonität einiger Emittenten im Kombination mit schuldnerfreundlichen Anleihebedingungen sowie die häufig geringe Liquidität in der Anleihe haben dazu geführt, dass viele institutionelle Investoren schnell einen großen Bogen um Mittelstandsan-

³¹ Das ursprüngliche Emissionsvolumen betrug 35 Mio. Euro, die Anleihe wurde in der Folge auf insgesamt 50 Mio. Euro aufgestockt.

leihen gemacht haben. Zahlreiche Totalausfälle haben das Segment der Mittelstandsanleihen in den letzten Monaten zudem regelrecht erschüttert und zu einem negativen Presse-Echo geführt.³² Wir glauben daher, dass der Markt aktuell nur bedingt aufnahmefähig ist, gerade wenn man bedenkt, dass die Platzierung überwiegend auf kleinteiliger Basis an Privatinvestoren erfolgen muss, da institutionelle Investoren ohnehin aufgrund der genannten Gründe in diesem Segment sehr zurückhaltend agieren.

2. Fußballklubs als Exotenprodukt: Infolge der hohen Korrelation des finanziellen Erfolgs mit dem sportlichen Erfolg ist das zu Grunde liegende Risikoprofil schwer für professionelle Fremdkapital-Investoren quantifizierbar, vor allem wenn nicht auf besicherter Basis (z.B. Stadion), sondern wie hier auf unbesicherter Basis finanziert wird.
3. Transparenz und Publizitätsanforderungen: Da die Platzierung an eine breite Investorenbasis erfolgt, sind die Transparenz und Publizitätsanforderungen höher als bei anderen Finanzierungsinstrumenten – einige Fußballklubs sind hierfür vor allem in den Bereichen Controlling, Buchhaltung noch unzureichend aufgestellt.
4. Kosten: Durch hohe initiale Transaktionskosten, weitere Folgekosten (z.B. Rating) sowie höhere Zinsen als beim Bankdarlehen ist die Mittelstandsanleihe ein relatives teures Fremdfinanzierungsinstrument. Positiv wirkt sich jedoch die Endfälligkeit der Anleihe aus, was im Vergleich zum tilgenden Bankdarlehen zu einer tendenziell geringeren Cashflow-Belastung während der Laufzeit führt. Gleichzeitig impliziert die Endfälligkeit ein Refinanzierungsrisiko, welches in einem so jungen, volatilen Marktsegment wie den Mittelstandsanleihen nicht zu unterschätzen ist.

Ausblick

Es wird sich zeigen, inwieweit der Markt für Mittelstandsanleihen eine nachhaltige Zukunft in Deutschland haben wird. Eine Grundvoraussetzung wäre hierfür sicher eine Professionalisierung des Marktsegments; als „Exotenprodukte“ könnten Fußballklubs in diesem Prozess jedoch wortwörtlich als Verlierer vom Platz gehen. Kurz- bis mittelfristig glauben wir daher nicht an weitere großvolumige Anleiheemissionen deutscher Fußballklubs. Dass die Schuldverschreibung grundsätzlich durchaus ein sinnvolles Instrument für deutsche Fußballklubs sein kann, zeigt die Emission einiger sog. „Fananleihen“ in der jüngeren Vergangenheit.

Schuldverschreibung („Fananleihe“):

Während der FC Schalke 04 sich als bisher einziger deutscher Emittent an die öffentliche Platzierung einer Mittelstandsanleihe gewagt hat, sind andere Klubs (z.B. HSV und St. Pauli) einen anderen Weg gegangen und haben in der jüngeren Vergangenheit ihre Finanzierungsstruktur durch die Emission einer Fananleihe diversifiziert. Die Fananleihe stellt dabei wie die Mittelstandsanleihe auf den ersten Blick einen klassischen Corporate Bond („nicht nachrangig und unbesichert“) dar,

Fans als Finanzierungsquelle

³² Vgl. u.a. Handelsblatt (2014b).



ermöglicht jedoch aus Emittenten-Sicht im Vergleich zu vergangenen Emissionen von Mittelstandsanleihen nochmals schuldnerfreundlichere Anleihebedingungen. So wird z.T. selbst auf „Standardklauseln“ wie eine Negativerklärung (auch wenn diese auch bei vielen Mittelstandsanleihen durch die Beschränkung auf Kapitalmarktverbindlichkeiten bereits bedeutend ausgehöhlt ist) oder den Cross Default (Drittverzugs-Klausel) verzichtet, wodurch das Risikoprofil für Investoren weiter erhöht wird. Während bei der Platzierung von Mittelstandsanleihen das Ziel verfolgt wird, eine breite Investorenbasis anzusprechen, ist die Investorenlandschaft bei Fananleihen sehr überschaubar. Im Fokus steht fast ausschließlich der Fan. Folglich erfolgt die Emission von Fananleihen regelmäßig zumindest anteilig in Form effektiver Stücke („Schmuckkunden“) und wird auch nicht für den Handel an einer Börse zugelassen. Die Handelbarkeit der Fananleihen ist daher stark eingeschränkt.

Betriebswirtschaftlich betrachtet sind Fananleihen aus Investoren-Sicht vor diesen Hintergründen zweifelhaft zu sehen – die monetäre Rendite steht in keinem ausgewogenen Verhältnis zu den Risiken. Dennoch glauben wir im emotionalen Fußballgeschäft an eine Daseinsberechtigung dieses Finanzierungsinstruments:

Emotionale statt monetäre Rendite

1. Vielen Fans scheint es bei der Zeichnung von Fananleihen nicht um eine monetäre Rendite zu gehen. Vielmehr steht die Unterstützung des Lieblingsvereins, also eine Art emotionale Rendite, im Vordergrund.
2. Die Intention ist häufig, etwas Bleibendes für den Verein zu schaffen. So haben die Mittel aus der Fananleihe des FC St. Pauli beispielsweise anteilig zum Umbau des Millerntor-Stadions beigetragen.
3. Auf den Fan ist selbst dann Verlass, wenn andere Finanzierungsinstrumente nur unzureichend zur Verfügung stehen.

Ausblick

Wir gehen davon aus, dass Fananleihen auch in den nächsten Jahren ihren Platz im Finanzierungs-Mix einiger Bundesligisten haben werden – trotz des aus Investoren-Sicht suboptimalen Chance-Risiko-Verhältnisses. Sie werden dabei jedoch ein komplementäres Mittel bleiben und sich nicht zu einem Kernbestandteil der Finanzierungsstruktur eines Bundesligisten entwickeln. So halten wir Platzierungsvolumina über 20 Mio. Euro aufgrund der (fast) ausschließlichen Fokussierung auf den Fan für unwahrscheinlich.

Asset Backed Securities („Schechter-Anleihe“):

Die sogenannten Schechter-Anleihen³³ sind nicht mit einem klassischen Corporate Bond zu verwechseln. Vielmehr handelt es sich um „Asset Backed Securities“ (ABS). Das Grundprinzip einer ABS-Anleihe ist einfach: Das Mutterunternehmen

Spezialprodukt: Verbriefung zukünftiger (Zuschauer)-Einnahmen

³³ Der Name ist auf die Investmentbank Schechter & Co. zurückzuführen, welche diese Art von Anleihen für einige europäische Fußballklubs bei institutionellen Investoren platziert hat, vgl. auch WGZ-Bank/KPMG (2004): S. 114.



bringt in eine eigens dafür gegründete, rechtlich von der Muttergesellschaft separierte Zweckgesellschaft bestimmte Aktiva (zumeist Forderungen) ein und erhält dafür einen bestimmten Gegenwert abzüglich etwaiger Transaktionskosten. Die Zweckgesellschaft refinanziert sich, indem sie Anleihen, welche durch die eingebrachten Aktiva der Muttergesellschaft in die Zweckgesellschaft besichert sind, emittiert – sogenannte ABS-Anleihen.

Einige europäische Fußballklubs haben das sich in den Jahren um die Jahrtausendwende ergebende Investoreninteresse genutzt und großvolumige, in der Regel langfristig laufende ABS-Anleihen emittiert. Der FC Schalke 04 war 2002 mit einer ABS-Anleihe i.H.v. 85 Mio. Euro einer dieser Klubs. Im Unterschied zu klassischen ABS-Transaktionen auf bereits bestehende Forderungen (bei Unternehmen in der Regel Forderungen aus Lieferungen und Leistungen), wird bei den ABS-Anleihen von Fußballklubs auf zukünftige Forderungen (Verbriefung zukünftiger Cashflows) abgestellt. In den meisten Fällen handelt es sich dabei um zukünftige Zuschauereinnahmen.³⁴ Wenn möglich, wurde neben der Abtretung zukünftiger Forderungen aus Zuschauereinnahmen zudem das Stadion als Sicherheit in die Struktur eingebracht, um den Investoren zusätzliche Sicherungsmasse bieten zu können, sofern die verbrieften Cashflows aus zukünftigen Forderungen nicht oder nur noch eingeschränkt (z.B. bei einem Abstieg in die 2. Liga) realisiert werden können.³⁵

Neben dem in der Regel langfristigen Charakter der Finanzierung, sind insbesondere die im Vergleich zu anderen Fremdfinanzierungsinstrumenten häufig geringeren Finanzierungskosten (ermöglicht durch die rechtliche Separierung der Aktiva in einer Zweckgesellschaft) bedeutender Treiber für die Entscheidung zur Emission einer ABS-Anleihe gewesen. Zu beachten ist jedoch, dass die von Fußballklubs emittierten ABS-Anleihen – im Unterschied zu klassischen Corporate Bonds – nicht endfällig sind und daher jährliche Tilgungen mit entsprechender Belastung des Cashflows implizieren.

Nachdem sich ABS-Anleihen unter europäischen Fußballklubs zu Beginn der Jahrtausendwende einem durchaus hohen Interesse erfreuten, ist dieses Finanzierungsinstrument seit einigen Jahren nahezu vollständig von der Bildfläche verschwunden. Aus unserer Sicht sind hierfür folgende Gründe maßgeblich:

1. Der Markt für ABS-Verbriefungen ist im Rahmen der Finanzkrise zeitweilig weitestgehend zum Erliegen gekommen. Investoren sind seitdem bei der Zeichnung von ABS-Papieren deutlich wählerischer geworden – ein Nachteil für Fußballklubs als „Exotenprodukt“.

ABS-Anleihen wurden in Europa von mehreren Klubs genutzt

Langfristiger Charakter, vergleichsweise geringe Finanzierungskosten

Inzwischen aus der Mode gekommen

³⁴ In wenigen Fällen wurden auch zukünftige Forderungen aus Fernsehrechten, Sponsoring und Merchandising als Sicherungsmasse für ABS-Anleihen verwendet. Vgl. Kern (2007): S. 163.

³⁵ Vgl. Kern (2007): S. 164 f.

2. Einige ABS-Transaktionen von Fußballklubs (z.B. AC Florenz und Leeds United³⁶) wurden zu wahren Problemfällen und bescherten der Investorenbasis erhebliche Verluste.
3. Das Stadion kann häufig nicht in die Sicherungsmasse eingebracht werden, da es entweder nicht vollständig im Besitz des Klubs ist oder noch durch langfristige Immobilienfinanzierungen belastet ist.

Ausblick

Europäische Fußballklubs haben um die Jahrtausendwende vom aufkommenden Hype um ABS-Verbriefungen profitiert – ein Hype, der in Bezug auf Fußballklubs (i) durch negative Beispiele (AC Florenz, Leeds United) sowie (ii) spätestens durch die Finanzkrise sein Ende fand. Wir glauben daher kurz- bis mittelfristig an keine weiteren ABS-Transaktionen deutscher Fußballklubs: Zu schlecht ist der Cashflow aus relevanten Zuschauereinnahmen in der Regel langfristig zu prognostizieren und zu wenige Klubs können die Sicherungsmasse durch ein lastenfreies Stadion anreichern.

„Forfaitierung“ von Marketing-Rechten

Jeder Fußballklub verfügt über eigene Vermarktungsmöglichkeiten (z.B. Trikot- und Bandenwerbung, Stadionname), welche ausgewählte Sponsoren gegen Zahlung eines Entgelts für einen bestimmten Zeitraum nutzen können. Die Vermarktung der eigenen Rechte stellt dabei ein sehr bedeutendes Erlösquelle für Fußballklubs dar und ist umso wertvoller, je erfolgreicher – im sportlichen Sinne – und beliebter (z.B. „Traditionsverein“) ein Fußballklub ist. Der Fußballklub kann die Vermarktung entweder selbst übernehmen oder für einen gewissen Zeitraum (i.d.R. langfristig, > 10 Jahre) an einen spezialisierten Sportvermarkter übertragen. Der Sportvermarkter soll dabei insbesondere durch die Implementierung eines professionellen Marketing-Konzepts sowie durch seine guten Kontakte zu (internationalen) Wirtschaftsunternehmen einen Mehrwert für den Fußballklub schaffen.

Professionelles Marketing durch Sportvermarkter

Die Vertragsgestaltung zwischen Klub und Vermarkter ist häufig sehr komplex und sogenannte „Floors“ (Mindestbeträge) oder Adjustierungs- bzw. Partizipationsmechanismen für sportlichen Erfolg/Misserfolg sind keine Seltenheit.³⁷ Vereinfacht kann die Struktur jedoch wie folgt beschrieben werden: Der Fußballklub erhält bei Vertragsabschluss eine einmalige, durchaus substanzielle Signing-Fee, muss in den Folgejahren jedoch Umsatzeinbußen hinnehmen, da der Vermarkter selbstverständlich nicht die vollen Einnahmen an den Klub weiterreicht, sondern einen Ertrag (knapp 20% der Erlöse) für sich beansprucht.³⁸

Tausch: Einmalzahlung jetzt gegen Umsatzeinbußen später

³⁶ Vgl. Kern (2007): S. 167.

³⁷ Vgl. Dworak (2010): S. 208.

³⁸ Unter der Annahme, der Klub wäre in der Lage gewesen Sponsoren-Verträge zu gleichen Konditionen wie der Vermarkter abzuschließen.



Auch wenn Fußballklubs heute, insbesondere in Bezug auf das lokale Marketing, deutlich professioneller aufgestellt sind, als noch vor einigen Jahren, glauben wir, dass die Geldmittel von spezialisierten Sportvermarktern auch in den nächsten Jahren weiterhin von vielen Bundesliga-Klubs genutzt werden, denn:

Sportvermarkter bleiben im Spiel

1. Für deutsche Fußballklubs rückt zunehmend die internationale Vermarktung in den Vordergrund. Hier können global aufgestellte Sportvermarkter bedeutende Mehrwerte liefern.
2. Die Signing-Fee bei Vertragsabschluss stellt im schnelllebigen Fußballgeschäft als Mittel zur kurzfristigen Freisetzung von Liquidität für viele Fußballklubs einen wichtigen Vermögensgegenstand dar, ist gleichzeitig aber auch ein „süßes Gift“. Denn Geldmittel, welche bei Vertragsunterzeichnung vorab eingenommen werden, fehlen ggf. im Verlauf der Vertragslaufzeit, insbesondere dann, wenn die Mittel aus der Signing-Fee suboptimal verwendet worden sind (z.B. kein „Glück“ auf dem Transfermarkt).

Ausblick

Die „Forfaitierung“ der Marketing-Rechte hat sich in den letzten Jahren als bedeutendes Finanzierungsinstrument vieler Bundesligisten etabliert und wird aus unserer Sicht auch in Zukunft von vielen Bundesligisten genutzt werden.

Für die Vermarkter ist das Geschäft gleichermaßen attraktiv. Die Vertragsmechanismen erlauben eine Art Downside-Protection, gleichzeitig ist die Rendite nach oben beschränkt – also ein ideales Instrumentarium, um risikoadjustiert am wachsenden Fußballmarkt partizipieren zu können. Finanzinvestoren, die konzentrierte Investments in ausgewählte Fußballklubs tätigen (z.B. KKR jüngst bei Hertha BSC Berlin), könnten sich jedoch zu einer unliebsamen Konkurrenz für Vermarkter entwickeln.

Genussscheine:

Bei Genussscheinen handelt es sich um sogenanntes Hybrid-Kapital. Das heißt, Genussscheine setzen sich sowohl aus Fremdkapital- als auch aus Eigenkapitalkomponenten zusammen. Da Genussscheine gesetzlich nicht geregelt sind, kann die jeweilige spezifische Ausgestaltung individuell festgelegt werden. Gemeinsam hat die ganz überwiegende Anzahl der Genussscheine jedoch die drei folgenden Elemente:

*Fremd- und
Eigenkapitalkomponenten*

1. Genussscheine sind *nachrangig* gegenüber Fremdkapitalverbindlichkeiten (z.B. Bankdarlehen und Schuldverschreibungen). Vor diesem Hintergrund wird im Zusammenhang mit Genussscheinen häufig auch von „wirtschaftlichem“ Eigenkapital gesprochen.
2. Im Unterschied zu klassischen Fremdkapitalinstrumenten ist die jährliche Ausschüttung auf den Genussschein regelmäßig an die Existenz eines Bi-



lanzgewinns gebunden. Liegt kein Bilanzgewinn vor, könnte die Ausschüttung entfallen.

3. Trotz des wirtschaftlichen Eigenkapitalcharakters verbriefen Genussscheine *keine Stimmrechte*. => Unterschied zum klassischen Eigenkapital.

Der Einsatz von Genussscheinen ist insbesondere zur Mitte des letzten Jahrzehnts intensiv unter deutschen Fußballklubs diskutiert worden. Zurückzuführen war dies erstens auf die flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeiten; zweitens auf die durch den nachrangigen Charakter des Genussscheins geschaffene Möglichkeit, weitere Finanzierungsmittel aufzunehmen, wenn klassische Finanzierungsinstrumente (z.B. Bankdarlehen) nicht im ausreichenden Maße zur Verfügung stehen, ohne dafür Stimmrechte abgeben zu müssen. Letztlich ist es aber bei einer überschaubaren Anzahl an Genussschein-Emissionen geblieben. Prominentestes Beispiel ist der 1. FC Köln, der 2004 und 2012 jeweils Genussscheine an institutionelle Investoren platzierte und dabei von der Möglichkeit Gebrauch machte, die laufende fixe Verzinsung um eine variable Komponente in Abhängigkeit des sportlichen Erfolgs zu ergänzen.³⁹ Dies stellt aus Vereinssicht eine spannende Möglichkeit dar, die Finanzierungskosten im Einklang mit der sportlichen Entwicklung zu gestalten, was der engen Verbindung aus sportlichem und wirtschaftlichem Erfolg vieler Fußballklubs Rechnung trägt. Auf der anderen Seite gilt auch hier zu beachten, dass solche „Optionen auf zusätzliche Rendite“ für Investoren enorm schwer zu quantifizieren sind, was die Bewertung und ggf. die Investmentbereitschaft v.a. institutioneller Investoren bremsen könnte. Die Nachrangigkeit gegenüber Fremdfinanzierungsverbindlichkeiten impliziert zudem, dass der Investor im Fall der Fälle (z.B. im Rahmen eines Schuldenschnitts oder Insolvenz) mit leeren Händen dastehen könnte.

Zusätzliche Rendite bei sportlichem Erfolg

Ähnlich wie bei Fananleihen ist das Chance-Risiko-Verhältnis – bei ausschließlicher betriebswirtschaftlicher Betrachtung – aus Investoren-Sicht daher suboptimal. Dies gilt umso mehr, wenn man bedenkt, dass trotz der Nachrangigkeit die monetäre Kompensation nicht signifikant über den Fananleihen (welche klassisches Fremdkapital darstellen) liegt und gleichzeitig keine Gestaltungsrechte (z.B. in Form von Stimmrechten) eingeräumt werden.

Kein ausgewogenes Chance-Risiko-Verhältnis aus Sicht des Investors

Ausblick

Die Emission von Genussscheinen ist unter deutschen Bundesligisten überschaubar geblieben. Die Tendenz scheint aktuell eher zur Fananleihe zu gehen. Wir glauben jedoch, dass der Genussschein, primär durch emotionale Investitionsmotive von Fans/Gönnern des Vereins getrieben, nicht ganz von der Bildfläche verschwinden wird. Jüngstes Beispiel ist der VfL Osnabrück, der im Mai 2014 dringend liquide Mittel zur Sicherung der 3. Liga-Lizenz benötigte und hierfür über eine Crowdfunding-Plattform ein dem Genussschein ähnelndes nachrangiges Darlehen an Fans emittierte.

³⁹ Vgl. Ernst & Young (2005): S. 41.



Mäzen:

Ein Mäzen ist eine vermögende Person, die einen Fußballklub mit finanziellen Mitteln unterstützt bzw. fördert. In der Regel besteht dabei eine langjährige enge emotionale Verbindung des Mäzens zum Klub, häufig auch schon vor dessen Einstieg. Damit im Einklang, jedoch im Unterschied zu sonstigen Formen der Kapitalanlage, steht beim Mäzenatentum primär der Förderungszweck, welcher in Bezug auf Fußballklubs eindeutig in der Sicherstellung der sportlichen Wettbewerbsfähigkeit liegt, und nicht die Erzielung einer monetären Rendite im Vordergrund.⁴⁰ Hierbei handelt es sich um ein bedeutendes Differenzierungsmerkmal zu den weiteren Eigenkapitalinvestoren (vgl. Abbildung 5), deren Investitionsmotive regelmäßig – allein aus Rechtfertigungsgründen gegenüber ihren Anteilseignern/Investoren – überwiegend wirtschaftlicher Natur sein müssen.

Der Einstieg eines Mäzens erfolgt in der Regel mit dem Ziel, die sportliche Wettbewerbsfähigkeit nicht nur kurzfristig, sondern auf Basis nachhaltiger finanzieller Strukturen langfristig zu erhalten.⁴¹ Konkret bedeutet dies, der Klub muss im Laufe der Jahre auf eine zunehmende monetäre Emanzipation vom Mäzen hinarbeiten, also mittel- bis langfristig in der Lage sein, sich selbst zu tragen (ausreichende Innenfinanzierungskraft). Neben Investitionen mit eher kurzfristigem Investitionshorizont (Spielerkader), sollte daher ein größerer Teil der vom Mäzen zur Verfügung gestellten finanziellen Mittel zur Finanzierung von langfristigen Infrastrukturprojekten (Jugendleistungszentrum, Stadion, Trainingsplätze etc.), dem Aufbau einer Marke und, falls vorhanden, zur Tilgung von Finanzverbindlichkeiten verwendet werden. Die Financial-Fairplay-Richtlinien der UEFA fördern dieses Investitionsverhalten erheblich. So stellen Investitionen in Infrastruktur („Steine“) explizit keinen relevanten Ausgabeposten dar. Kurzfristige Hauruck-Aktionen⁴², ohne eine nachhaltige Entwicklung der Klubfinanzen und -strukturen im Auge zu behalten, sind der UEFA dagegen ein Dorn im Auge und sollen durch das Financial Fairplay-Reglement entsprechend unterbunden werden.⁴³

Um die mit dem Investment verbundenen Ziele durchsetzen zu können, fordern Mäzene regelmäßig erhebliche Mitspracherechte. Entweder institutionalisiert durch Stimmrechte (jedoch durch 50+1-Regel, keine beherrschende Mehrheit

Finanzielle Rendite ist für Mäzene allenfalls zweitrangig

Kein „Sugar Daddy“, sondern Aufbau nachhaltiger Strukturen

Herausforderung: Mitspracherechte

⁴⁰ Das heißt aber nicht, dass der Mäzen bereit ist, eine (signifikante) Negativrendite auf sein Investment zu akzeptieren.

⁴¹ Die Langfristigkeit des Investment-Horizonts ermöglicht zudem eine Abgrenzung zu der hier nicht thematisierten Investoren-Gruppe „Partners & Friends“, die für Klubs, v.a. in Krisensituationen, zwar gleichermaßen wichtig sind, jedoch eher als eine Art „Brückenfinanzierer“ (in der Regel in Form von Fremdkapital) mit entsprechend kürzerem Investment-Horizont agieren.

⁴² Das aktuellste Negativbeispiel ist der russische Klub FK Anshi Machatschkala, welcher ab 2011 Stars wie Roberto Carlos oder Samuel Eto'o verpflichtete, dann aber schon in 2013 in schwere finanzielle Schwierigkeiten geriet, nachdem der Besitzer des Klubs plötzlich nicht mehr willens und in der Lage war, weiteres Geld in den Klub zu pumpen.

⁴³ Vgl. UEFA (2012): S. 72.



möglich⁴⁴) bzw. einem bedeutenden Posten (z.B. Aufsichtsratsvorsitz) oder informell (z.B. Knüpfung der Auszahlung weiterer Geldmittel an die Verpflichtung eines bestimmten Spielers). Stille Mäzene, die Geld ohne die Forderung nach Mitsprache zur Verfügung stellen, sind dagegen selten anzutreffen. Fußballklub und Mäzen sollten daher unbedingt vor dessen Einstieg möglichst genau die eigentlichen Ziele des Projekts definieren, um etwaige spätere Konflikte zu vermeiden.

Ausblick

Wir glauben durchaus an den Erfolg eines Mäzen-Modells, wenn neben der Fokussierung auf den kurzfristigen sportlichen Erfolg mit Weitsicht Strukturen geschaffen werden, die es dem Klub mittel- bis langfristig erlauben, auf eigenen Beinen zu stehen. Ein Mäzen sollte daher als eine Art Anschubfinanzierer zur langfristigen Sicherstellung sportlicher und finanzieller Wettbewerbsfähigkeit verstanden werden, nicht aber als ein „Sugar Daddy“, der Jahr für Jahr Kapitallücken schließt. Entscheidend ist hierfür die Implementierung einer entsprechenden Corporate Governance-Struktur, welche explizit die zunehmende monetäre Emanzipation vom Mäzen, ggf. sogar zu Lasten des kurzfristigen sportlichen Erfolgs, berücksichtigt.

Strategische Partnerschaft:

Während die engen Werkself-Beziehungen zwischen der Volkswagen AG und dem VFL Wolfsburg bzw. der Bayer AG und Bayer 04 Leverkusen bereits Jahrzehnte zurückreichen und historisch gewachsen sind, konnte gerade in den letzten Jahren ein durchaus interessanter Trend im deutschen Fußball festgestellt werden: die Intensivierung des Klub-Sponsor-Verhältnisses durch direkte Beteiligung des Sponsors am Eigenkapital des Klubs im Wege einer sogenannten strategischen Partnerschaft. Mit dem FC Bayern München und Borussia Dortmund sind sogar zwei Vereine dazu übergegangen, mehr als einen strategischen Partner aufzunehmen. Eine strategische Partnerschaft bedeutet dabei konkret, dass sich die Geschäftsbeziehung zwischen Klub und Wirtschaftsunternehmen als Sponsor nicht allein auf das zur Verfügung gestellte Eigenkapital (Sicht des Klubs) bzw. die Erzielung einer monetären Rendite (Sicht des Sponsors) beschränkt.

Vorreiter: Werksmannschaften

Vielmehr sollen im Rahmen der strategischen Partnerschaft zusätzliche Synergieeffekte generiert werden, die im Rahmen des klassischen Sponsorings ggf. auf der Strecke bleiben, so z.B. die gemeinsame Erschließung neuer Absatzmärkte oder zusätzliche Reputations- und Imagegewinne.⁴⁵ Zudem lässt sich aus Sicht des Wirtschaftsunternehmens der Klub als Werbeträger, anders als in einer klassischen Klub-Sponsor-Beziehung, enger an das Wirtschaftsunternehmen binden. So er-

Generieren von Synergieeffekten

⁴⁴ Es ist jedoch gegenwärtig davon auszugehen, dass die Ausnahme-Regel, die damals auf Bayer Leverkusen und den VFL Wolfsburg Anwendung gefunden hat, auch auf die TSG Hoffenheim bzw. Hannover 96 erweitert wird. Die Ausnahme-Regel enthält die Erlaubnis, dass ein Mehrheitsanteil an der ausgegliederten Kapitalgesellschaft nicht im Besitz des Vereins sein muss, sofern ein Dritter (z.B. Wirtschaftsunternehmen) den Verein ununterbrochen für 20 Jahre maßgeblich unterstützt hat.

⁴⁵ Vgl. Dworak (2010): S. 267 f.



scheint es z.B. unwahrscheinlich, dass der FC Bayern München, an dem Adidas aktuell einen Eigenkapital-Anteil von rd. 8 % hält, zukünftig Nike als Ausrüster wählen wird, vorausgesetzt Adidas gibt ein marktübliches Angebot ab.

Inwieweit sich die strategische Partnerschaft schließlich aus Sicht des Wirtschaftsunternehmens rechnet, lässt sich jedoch durch die schwere Quantifizierbarkeit der Synergieeffekte nicht pauschal beurteilen – de facto müssen aber bei Eingehen der Beteiligung die identifizierten Synergieeffekte sowie ein etwaiges Wertsteigerungspotenzial der Beteiligung mindestens die Einmalinvestition aus der Eigenkapital-Beteiligung übersteigen.

Für die Fußballklubs handelt es sich bei der strategischen Partnerschaft um eine sehr attraktive Finanzierungsform. So ermöglicht das eingeworbene Eigenkapital zum Beispiel die Abhängigkeit von Fremdfinanzierungsinstrumenten (und damit verbunden Zins und Tilgung) zu reduzieren und/oder bedeutende Investitionen in „Steine“ oder in „Beine“ zu finanzieren. Zu beachten ist jedoch, dass strategische Partner, wie alle Eigenkapitalinvestoren, ebenfalls Mitspracherechte einfordern werden. Auch hier gilt es daher, vor dem Einstieg des Partners gemeinsam die Ziele des Projekts festzulegen. Aus Klub-Sicht ist zudem zu beachten, dass der jeweilige strategische Partner im Optimalfall die Aufnahme weiterer strategischer Partner prinzipiell mitträgt, um Abhängigkeiten zu reduzieren.

Rendite schwer quantifizierbar

Strategische Partnerschaft: Für Vereine sehr attraktiv

Ausblick

Die strategische Partnerschaft ist gegenwärtig in aller Munde, stellt sie doch für Klubs eine sehr attraktive Möglichkeit dar, Eigenkapital von verlässlichen Partnern einzuwerben. Allein durch den möglichen Aufstieg des FC Ingolstadt (Audi) und RB Leipzig (Red Bull) wird die Präsenz von strategischen Partnern in der Bundesliga absehbar wahrscheinlich weiter zunehmen. Zu beachten ist jedoch auch, dass strategische Partnerschaften noch einmal eine erhebliche Steigerung zu Sponsoring-Aktivitäten darstellen und ein nur schwer quantifizierbares Renditeprofil aufweisen. Wir glauben daher, dass in einem etwaigen konjunkturellen Abschwung das Eingehen solcher strategischer Partnerschaften aus Sicht der Wirtschaftsunternehmen deutlich kritischer hinterfragt wird, als dies aktuell der Fall ist.

Finanzinvestor / Private Equity Fonds:

Der Einstieg von KKR bei Hertha BSC im Jahr 2013 kam doch ein wenig überraschend, hatten doch Finanzinvestoren in der Vergangenheit einen Bogen um direkte Investments in der Bundesliga gemacht. Es schien, dass insbesondere die aus Investorensicht restriktive 50+1-Regel kombiniert mit teils wenig professionalisierten Klub-Strukturen sowie ein aus Renditegesichtspunkten suboptimales Cash-flow-Profil (Schwankungsanfälligkeit + hohe Transferausgaben) vieler Klubs, Finanzinvestoren lange von Investments in deutsche Fußballklubs abgeschreckt hatten. Denn der Finanzinvestor ist einzig durch die Erzielung einer möglichst

KKR und Hertha BSC als Vorreiter



hohen monetären Rendite in einem möglichst kurzen Zeitraum getrieben. Die für den strategischen Partner wichtigen Synergieeffekte, welche ggf. auch bei einem schwankenden Umsatz/Cashflow generiert werden können, sind für den Finanzinvestor hingegen wertlos.

Gegebenenfalls ausgelöst durch den Investment-Erfolg der Glazers bei Manchester United⁴⁶ sowie den positiven Fundamentaldaten der Bundesliga (vgl. Kapitel 1) scheint das Interesse von Finanzinvestoren an Investments in deutsche Fußballklubs jedoch gegenwärtig zuzunehmen. Als Werttreiber aus Sicht von Finanzinvestoren sehen wir insbesondere folgende Faktoren:

*Interesse der Finanzinvestoren
nimmt derzeit weiter zu*

1. Marketing-Rechte: In einem wachsenden Markt wie der Bundesliga, stellen die Marketing-Rechte einen sehr bedeutenden Vermögensgegenstand für den Klub und den damit in Verbindung stehenden Investor dar. Besonders attraktiv aus Sicht des Finanzinvestors sind dabei Klubs, die sich durch ein überdurchschnittliches Marketing-Potenzial auszeichnen. Hierzu zählen z.B. Traditionsvereine oder solche Klubs, die von den positiven Fundamentaldaten ihrer Heimatstädte (z.B. Berlin als bevölkerungsreichste deutsche Stadt mit hohem internationalen Bekanntheitsgrad) profitieren. So ist es nur konsequent, dass Hertha BSC unter der Ägide von KKR die Marketing-Rechte von einem Sportvermarkter zurückkaufen möchte. Für den jeweiligen Klub wird es daher nach dem Einstieg eines Finanzinvestors insbesondere darum gehen, unter Nutzung des Know-Hows des Finanzinvestors die identifizierten Marketing-Potenziale (und damit verbunden Umsatzwachstum) optimal ausnutzen und insbesondere in der Auslandsvermarktung bedeutende Schritte nach vorne zu machen.
2. Sportlicher Erfolg: Die Realisierung der Marketing-Potenziale setzt bis zu einem gewissen Grad sportlichen Erfolg voraus. Sportlicher Erfolg kann zumindest in Teilen durch Investitionen in die eigene Mannschaft realisiert werden. Dies erfordert einen ausreichenden Cashflow, um opportunistische Investitionen in den Spielerkader tätigen zu können. Es erscheint daher auch in diesem Fall zielführend, dass ein Großteil der Cashflow-belastenden Fremdverschuldung durch das eingewobene Eigenkapital des Finanzinvestors bzw. Darlehen vom Finanzinvestor (welche ggf. kapitalisierende Zinsen und keine Tilgung aufweisen)⁴⁷ abgelöst wird.
3. Optimierung des Free Cashflow: Neben dem durch den sportlichen Erfolg und der Realisierung der Marketing-Potenziale ausgelösten Umsatzwachstum liegt ein bedeutender Werttreiber in der Optimierung des

⁴⁶ Vgl. u.a. The Guardian (2014).

⁴⁷ So hat KKR z.B. rd. EUR 61 Mio. in Hertha BSC investiert, davon stellen jedoch „nur“ rd. EUR 19 Mio. Eigenkapital für den Erwerb einer 9,7%-Beteiligung (mit Call-Option auf 33% aufzustocken) dar. Den Differenzbetrag hat KKR in andere Komponenten investiert, darunter rd. EUR 24 Mio. (vgl. Verbindlichkeiten 2013/2014 Hertha BSC lt. fussball-geld.de) für die Refinanzierung ausstehender Fremdkapitalverbindlichkeiten bei Dritten durch KKR-Darlehen. Vgl. u.a. auch Die Welt (2014).



Cashflow-Profils. Während eine signifikante Senkung von Spielergehältern im aktuellen Marktumfeld schwierig erscheint, scheint ein Werttreiber in der Optimierung des Transfer-Saldos (Summe aus Transfereinnahmen und -ausgaben = Netto-Investitionen) zu liegen. Dies setzt wiederum sowohl eine exzellente Jugendarbeit (hier wird in Bezug auf das Spielervermögen sicher die größte Rendite erzielt) als auch erhebliches Geschick auf dem Transfermarkt voraus.

Inwieweit sich diese Werttreiber innerhalb eines doch recht kurzen Investmentzeitraums von Finanzinvestoren (i.d.R. < 7 Jahre) realisieren lassen, wird sich zeigen. Insbesondere die Optimierung des Transfer-Saldos und damit die Erzielung eines attraktiven Free Cashflow erscheint uns jedoch ein langjähriger Prozess zu sein, der einen entsprechend längerfristigen zeitlichen Vorlauf benötigt, um zu greifen. Zu beachten ist jedoch, dass die Ermittlung der Unternehmenswerte bei Fußballklubs bisher augenscheinlich weniger auf dem Free Cashflow, sondern eher auf Basis von GuV-Größen (z.B. Umsatzmultiplikatoren⁴⁸) zu erfolgen scheint, sodass bereits die erfolgreiche Umsetzung der ersten beiden Werttreiber (welche Umsatzwachstum auslösen) erhebliche Mehrwerte für den Investor bedeuten können.

Für die Fußballklubs ist der Einstieg von Finanzinvestoren zunächst einmal ähnlich attraktiv wie strategische Partnerschaften: Die zur Verfügung gestellten finanziellen Mittel des Finanzinvestors substituieren Cashflow-belastendes Fremdkapital bei Dritten und lassen Raum für bedeutende Investitionen in „Steine“ und „Beine“. Zudem wird in der Praxis häufig allgemein angeführt, dass Finanzinvestoren aufgrund ihrer großen Erfahrung aus einer Vielzahl von Unternehmenstransaktionen sowie dem Zugang zu relevanten Branchenexperten bedeutende Mehrwerte bei der strategischen und gegebenenfalls auch operativen Weiterentwicklung des jeweiligen Unternehmens leisten können. In Bezug auf Fußballklubs sind hier v.a. relevante strategische Weichenstellungen zu nennen, um die Marketing-Potenziale optimal auszunutzen. Einschränkend ist jedoch zu erwähnen, dass Investments in deutsche Fußballklubs für Finanzinvestoren ein neues „Spielfeld“ darstellen, sodass einige Best Practice-Prinzipien sowie ggf. der Zugang zu relevanten Branchenexperten erst noch etabliert werden muss.

Da eine Mehrheitsbeteiligung aufgrund der Statuten der DFL faktisch ausgeschlossen ist und auch sonstige übliche Strukturelemente (z.B. Tag-along- und Drag-along-Vereinbarungen) kaum umzusetzen sind, erscheint beim Einstieg des Finanzinvestors aus Chance-Risiko-Gesichtspunkten zunächst der Erwerb eines verhältnismäßig geringen Eigenkapitalanteils inklusive einer Call-Option auf Aufstockung der Anteile als zielführend (vgl. Präzedenzfall KKR / Hertha BSC). Dies ist aus Sicht des renditeorientierten Finanzinvestors absolut logisch, ist doch so

Erfolgsaussichten vorerst ungewiss

Aus Sicht der Klubs sind Finanzinvestoren grundsätzlich ähnlich interessant wie strategische Partner

Rendite-Upside durch Call-Option auf Erhöhung des Anteilsbesitzes

⁴⁸ Deloitte (2014a): S. 12.



das Verlustpotenzial für den Fall, dass die Investment-Story nicht aufgeht, nach unten begrenzt. Ist der Klub hingegen sportlich und finanziell erfolgreich, wird die Call-Option auf zusätzliches Eigenkapital eingelöst.

Ausblick

Das Schlechte vorweg: Finanzinvestoren (v.a. klassische Private Equity Fonds) stehen Minoritäts-Situationen ohne (absehbare) Stimmrechtsmehrheit regelmäßig zurückhaltend gegenüber und sind häufig bereits durch ihre Fonds-Statuten / Investmentkriterien beschränkt, in größerem Ausmaß in solche Strukturen zu investieren. Das heißt, die zur Verfügung stehende Liquidität für Investments in deutsche Fußballklubs ist allein aus diesem Grund in einem gewissen Maße beschränkt – wir erwarten daher keinen Ansturm von klassischen Finanzinvestoren auf die deutsche Bundesliga.

Gleichzeitig haben die Glazers bei Manchester United gezeigt, dass Investoren mit Investments in Fußballklubs durchaus erfolgreich sein können.⁴⁹ Berücksichtigt man zudem die positiven Fundamentaldaten der Bundesliga, kann davon ausgegangen werden, dass Finanzinvestoren bei attraktiven Targets (trotz der fehlenden Stimmrechtsmehrheit) auch zukünftig opportunistisch zugreifen werden.

Börsengang:

Die Börsenstory von Borussia Dortmund aus dem Jahr 2000 muss aus Anlegersicht sehr kritisch bewertet werden. Trotz der sehr positiven sportlichen und wirtschaftlichen Entwicklung und trotz deutlicher Kursgewinne in den letzten Jahren notiert die BVB-Aktie nach wie vor erheblich unter dem Emissionskurs (siehe Abb. 6). In Deutschland ist es konsequenterweise um potenzielle Börsenkandidaten aus der Bundesliga sehr ruhig geworden. Auch im zuletzt positiven Kapitalmarktumfeld der Jahre 2013/2014 scheint es keinen ernsthaften Börsenkandidaten zu geben.

Börsen-Fehlstart von Borussia Dortmund

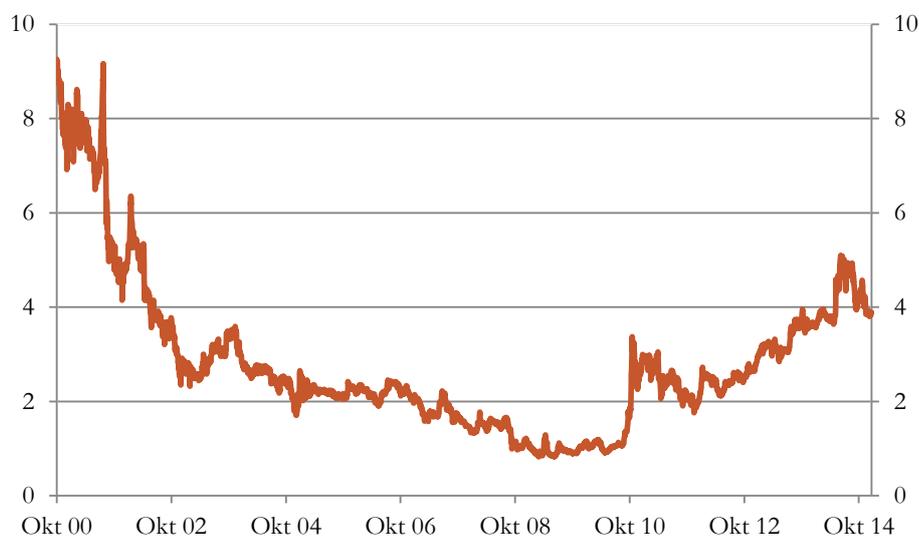
Dabei ist aus Sicht der Bundesliga-Klubs der Börsengang zunächst einmal ein attraktives Finanzierungsmedium, eröffnet dieser doch eine verbesserte Eigenkapitalstruktur und die Finanzierung bedeutender Investitionen. Darüber hinaus macht ein Börsengang die Emission von weiteren Kapitalmarktinstrumenten (z.B. klassische Anleihe oder Wandelschuldverschreibung) um Einiges einfacher. Zudem kann der Fan als Investor – im Unterschied zu Fremdkapalinstrumenten sogar mit Stimmrechten – eingebunden werden. Dass es trotz dieser Vorteile nicht für einen Durchbruch von Börsennotierungen deutscher Fußballklubs gereicht hat und es in absehbarer Zeit auch wahrscheinlich nicht dazu kommen wird, führen wir auf folgende Gründe zurück:

Für Klubs durchaus attraktiv, aus Anlegersicht weitgehend uninteressant. Weitere Börsengänge in Deutschland vorerst unwahrscheinlich

⁴⁹ Zugegebenermaßen handelt es sich bei dem Investment der Glazers jedoch um einen klassischen, stark durch Fremdkapital finanzierten Leveraged Buyout, der allein schon durch die Einschränkungen der 50+1-Regel so in Deutschland nicht durchführbar ist.

1. Mit der Einbindung eines strategischen Partners, Mäzens, Finanzinvestors oder sonstigen ähnlich gelagerten Formen der Eigenkapitalfinanzierung, haben sich in den letzten Jahren attraktive Alternativen zum Börsengang entwickelt, welche in der Regel – allein schon aufgrund geringerer Publizitätsverpflichtungen – kostengünstiger und deutlich schneller zu realisieren sind.
2. Publizitätspflichten als hohe Hürde: Die Publizitätsanforderungen und das damit verbundene Setup in Bezug auf die internen Strukturen übersteigen in der Regel noch einmal deutlich die Anforderungen, welche bei der Emission einer Mittelstandsanleihe erfüllt sein müssen. Viele deutsche Klubs können diese Anforderungen (noch) nicht erfüllen.
3. Eingeschränktes Investoreninteresse an Fußball-Aktien: Mit Ausnahme von Manchester United kann kaum ein europäischer Fußballklub eine gelungene Börsenstory vorweisen.⁵⁰ Für viele institutionelle Investoren ist zudem die häufig zu geringe Liquidität in der Aktie ein Ausschlusskriterium.

Abb. 6: Kursverlauf der BVB-Aktie seit Börsengang



In Euro je Aktie. Quelle: Bloomberg.

Zeitraum: 31.10.2000-19.01.2015

⁵⁰ Vgl. Dworak (2010): S. 275.



Was in den letzten Jahren nahezu vollständig ausgeschlossen wurde, erscheint heute noch immer unwahrscheinlich: der Börsengang eines deutschen Fußballklubs. So stehen vielen Fußballklubs gegenwärtig durchaus attraktive alternative Formen der Eigenkapitalbeschaffung (z.B. strategische Partnerschaft) zur Verfügung, zum anderen erscheint das Investoreninteresse – gerade von institutionellen Investoren – nach wie vor eingeschränkt. Dennoch halten wir es für falsch, einen Börsengang in den nächsten Jahren komplett auszuschließen. Ein gutes Kapitalmarktumfeld sowie eine adäquate Corporate Governance-Struktur vorausgesetzt, könnte vielleicht doch der ein oder andere Bundesliga-Klub, mit dem Rückenwind der positiven Fundamentaldaten der Bundesliga, den „Sprung aufs Parkett“ ernsthaft ins Erwägung ziehen. Zudem stellt der Börsengang für Finanzinvestoren im Rahmen der Veräußerung ihrer Beteiligung einen möglichen Exit-Kanal dar.

5. Auswirkungen auf die Liga

Die vielfältigen Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen den einzelnen Fußballklubs weiteres Entwicklungspotenzial. Die spannende Frage ist, ob es zumindest einzelnen Vereinen gelingen wird, zum Branchenprimus Bayern München aufzuschließen und ob die Liga dadurch insgesamt spannender wird. Oder kommt es gar zu einer weiteren Polarisierung, weil die schon heute finanzkräftigen Klubs ihre Vormachtstellung weiter ausbauen werden?

Folgen für die Liga: Sportlich ausgeglichener oder weniger spannend?

Viele der in dieser Studie vorgestellten Finanzierungsformen ermöglichen den Klubs organisches Wachstum auf den bereits bekannten Entwicklungspfaden. Richtig interessant wird es erst durch den potentiellen Einstieg externer Geldgeber (vgl. die skizzierten Formen der Eigenkapitalbeteiligung), weil durch sie echte Strukturbrüche im Ligabetrieb herbeigeführt werden können. Starke Geldgeber – ob Mäzene, Sponsoren, strategische Partner oder Investoren – sind potentiell in der Lage, die gewachsene Finanzkraftordnung (und damit wohl auch das sportliche Kräfteverhältnis) der Fußballklubs gehörig durcheinander zu bringen. Die TSG Hoffenheim ist das aktuellste Beispiel aus der ersten Liga. Die zweite Liga wird sportlich von den finanzstarken Klubs FC Ingolstadt und RB Leipzig durcheinandergewirbelt.

Externe Geldgeber können in der Liga Strukturbrüche bewirken

Noch ist nicht sicher, ob sich weitere Klubs für finanzkräftige Kapitalgeber öffnen werden. Mit Blick auf den in Abschnitt 3 skizzierten Positionswettbewerb spricht allerdings sehr viel dafür, dass künftig auch solche Klubs umdenken werden, die externen Kapitalgebern heute noch ablehnend gegenüberstehen. Zu attraktiv scheint es, klassische Formen der Finanzierung (vgl. z.B. die skizzierten Fremdkapitalkomponenten) durch externe Geldgeber abzulösen und sich so vermeintlich auf ein neues sportliches und finanzielles Niveau katapultieren zu können. Fußballklubs verschaffen sich somit durch den Einstieg externer Kapitalgeber einen Wettbewerbsvorteil. Je mehr Erst- und Zweitligisten diesen Weg gehen, desto

Bleiben die Traditionalisten standhaft?



stärker fallen solche Klubs zurück, die sich – aus Tradition und/oder aus Überzeugung – den externen Geldflüssen verschließen. Eine ganz ähnliche Konstellation gab es beim Namenssponsoring der Fußballstadien. Ursprünglich stieß das Konzept, den traditionellen Namen des eigenen Stadions aufzugeben und das Namensrecht für Millionenbeträge an Unternehmen zu verkaufen, auf sehr große Ablehnung. Nachdem die ersten Klubs trotzdem diesen Weg gegangen waren und sich dadurch einen finanziellen Vorsprung gegenüber der Konkurrenz verschafft hatten, knickte die große Mehrheit der Liga-Konkurrenz nach und nach ein, um finanziell wieder aufzuholen. In der aktuell laufenden Saison 2014/2015 haben 15 der 18 Bundesligisten ihren Stadionnamen verkauft.⁵¹ Offenkundig kann es zu einer Situation kommen, die zwar niemand wollte (die also kollektiv irrational ist), die aber aus Sicht des einzelnen Klubs nachvollziehbar (also individuell rational) ist. Eine ähnliche Situation ist beim Thema „externe Kapitalgeber“ wahrscheinlich.⁵²

Es ist also durchaus möglich, dass in 10 Jahren praktisch alle Erst- und Zweitligisten externe Eigenkapitalgeber haben. Entscheidend erscheint hierfür, dass die aktuellen Präzedenzfälle sowohl für den Klub als auch für den Investor Früchte tragen. Ob sich die finanzielle und sportliche Stabilität der Liga dadurch erhöht oder ob sich die Schere weiter öffnet, ist völlig offen. Heute lässt sich nur schwer prognostizieren, wovon die weitere Zahlungsbereitschaft von Investoren und Mäzenen abhängen wird oder sich ein bestimmtes Finanzierungsmodell als „der Standard“ durchsetzen wird. Werden sich Geldgeber auf Traditionsvereine mit großer Fan-Basis konzentrieren? Oder auf Klubs aus Ballungsräumen mit großem Einzugsgebiet? Oder werden es die Geldgeber auf kleine Vereine ohne nennenswerte Tradition absehen, bei denen sie mehr Einfluss und keine gewachsenen Interessen zu berücksichtigen haben und von denen sie sich deshalb ein effizienteres Klubmanagement erhoffen? Antworten auf diese Fragen wird die Zukunft liefern. Sofern sich die Zuschauer aber nicht massenweise von einer solchen „Investoren-Liga“ mit Schrecken abwenden, ist schon heute sicher, wer die Gewinner sein werden: zuallererst die Fußball-Spieler und die Trainer, aber auch die Betreuerstäbe und Funktionäre. Denn der Geldkreislauf würde durch externe Kapitalgeber noch weiter aufgepumpt und die Gehälter würden weiter in die Höhe schnellen.

Der Ausgang ist völlig offen

⁵¹ Den Stadionnamen haben derzeit nicht verkauft: Borussia Mönchengladbach, Werder Bremen und Hertha BSC Berlin.

⁵² Vgl. dazu auch Prigge/Vöpel (2014).



Literatur

Akerlof, George (1976), The Economics Of Caste And Of The Rat Race And Other Woeful Tales, in: Quarterly Journal of Economics, 90, S. 599-617.

Die Welt (2014): Investor KKR steigt mit 60 Millionen bei Hertha ein, <http://www.welt.de/sport/fussball/bundesliga/hertha-bsc/article124421018/Investor-KKR-steigt-mit-60-Millionen-bei-Hertha-ein.html>, abgerufen am 13.01.2015.

Deloitte (2014a): Annual Review of Football Finance – A premium blend, Deloitte LLP, London, Juni 2014.

Deloitte (2014b): Football Money League – All to play for, Deloitte LLP, London, Januar 2014.

DFB (2014): Bundesliga – Zuschauerzahlen, Deutscher Fußball Bund, <http://www.dfb.de/bundesliga/statistik/zuschauerzahlen/>, abgerufen: 19. Dezember 2014.

DFL (2012): Bundesliga Report 2012, Deutsche Fußball Liga GmbH, Frankfurt/Main, Januar 2012.

DFL (2010): Bundesliga Report 2010, Deutsche Fußball Liga GmbH, Frankfurt/Main, Januar 2010.

DFL (2013): Satzung (in der aktuellsten Fassung), Frankfurt am Main.

DFL (2014): Bundesliga Report 2014, Deutsche Fußball Liga GmbH, Frankfurt/Main, Januar 2014.

Dworak, Alexander (2010): Finanzierung für Fußballunternehmen – Erfolgreiche Wege der Kapitalbeschaffung, Erich Schmidt Verlag, Berlin.

Ernst & Young (2005): Bälle, Tore und Finanzen – Wege aus dem finanziellen Abseits, Stuttgart.

Ernst & Young (2014): Bälle, Tore und Finanzen XI, Stuttgart.

Fußball-Geld.de (2014): Finanzbilanz von Hertha BSC Berlin, <http://fussball-geld.de/finanzbilanz-hertha-bsc-berlin/>, abgerufen am 13.01.2015.



Handelsblatt (2012): Cash-Maschine schlägt Festgeldkonto,
<http://www.handelsblatt.com/sport/fussball/nachrichten/bayern-muenchen-gegen-real-madrid-cash-maschine-schlaegt-festgeldkonto-seite-all/6518704-all.html>, abgerufen: 17. Dezember 2014.

Handelsblatt (2014a): Hoffenheim-Mäzen bekommt Stimmenmehrheit,
<http://www.handelsblatt.com/sport/fussball/nachrichten/dietmar-hopp-hoffenheim-maezen-bekommt-stimmenmehrheit/11138248.html>, abgerufen am 20. Dezember 2014.

Handelsblatt (2014b): Der deutsche Mittelstand ramponiert sein Image,
<http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anleihen/pleitesegment-mittelstandsanleihen-der-deutsche-mittelstand-ramponiert-sein-image/10622002.html>, abgerufen am 12. Dezember 2014.

House of Commons – Culture, Media and Sport Committee (2011): Football Governance – Seventh Report of Session 2010–12, London.

Kern, Markus (2007): Besonderheiten der Unternehmensfinanzierung und Investitionseffizienz im professionellen Fußball, Schriftenreihe: Sportökonomie in Forschung und Praxis, Band 3, Verlag Dr. Kovač, Hamburg.

Kicker (2014a): DFL verdoppelt Umsätze der Auslandsvermarktung,
http://www.kicker.de/news/fussball/bundesliga/startseite/616326/artikel_dfl-verdoppelt-umsaetze-der-auslandsvermarktung.html, abgerufen: 17. Dezember 2014.

Kicker (2014b): 1. Bundesliga – Zuschauer,
<http://www.kicker.de/news/fussball/bundeslig/spieltag/1-bundesliga/zuschauer-geschichte.html>, abgerufen: 17. Dezember 2014.

KMPG (2014): Profifußball im Wandel – Warum Vereine zum Auslaufmodell werden, <http://news.kpmg.de/fussball-auslaufmodell-verein/>, abgerufen am 01. Dezember 2014.

Peschke, Oliver (o.J.): Spaniens Sport-Staatssekretär Cardenal: „Wir schauen neidisch auf die Bundesliga“, in: SpiegelOnline,
<http://www.spiegel.de/sport/fussball/fussball-in-spanien-interview-mit-sport-staatssekretaer-miguel-cardenal-a-973071.html>, abgerufen: 17. Dezember 2014.

Prigge, Stefan und Vöpel, Henning (2014): Investoren und Mäzene im Fußball – eine Typologie externer Kapitalgeber, HWWI Standpunkt vom 20. Februar 2014.



Quitau, Jörn (2014), Das Spiel als Premium-Produkt – Die Ökonomie der Bundesliga, Bundeszentrale für politische Bildung, Internet:
<http://www.bpb.de/gesellschaft/sport/bundesliga/160773/oekonomie-der-bundesliga?p=all>

Quitau, Jörn und Vöpel, Henning (2009): Der Faktor Zufall im Fußball Eine empirische Untersuchung für die Saison 2007/08, HWWI Research Paper.

Quitau, Jörn und Vöpel, Henning (2013): Financial Fair Play – Zeitenwende im europäischen Profifußball?, Berenberg/HWWI, 19. Juni 2013.

Sportal.de (2014): Bayern Münchens Vorstandsvorsitzender Karl-Heinz Rummenigge: Allianz Arena abbezahlt, <http://www.sportal.de/bayern-muenchens-vorstandsvorsitzender-karl-heinz-rummenigge-allianz-arena-abbezahlt-1-2014102243583100000>, abgerufen am 12. Dezember 2014.

UEFA (2012): UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations, Edition 2012, Nyon.

UEFA (2013a): UEFA Champions League and UEFA Europa League – Distribution to Klubs 2012/13,
http://www.uefa.com/MultimediaFiles/Download/uefaorg/Finance/01/97/52/97/1975297_DOWNLOAD.pdf, abgerufen: 17. Dezember 2014.

UEFA (2013b): Die europäische Klubfußballlandschaft – Benchmarking-Bericht zur Klublizenzierung für das Finanzjahr 2012,
http://de.uefa.org/MultimediaFiles/Download/Tech/uefaorg/General/02/11/39/48/2113948_DOWNLOAD.pdf, abgerufen: 17. Dezember 2014.

The Guardian (2014): Glazers rule out selling Manchester United for at least five years, <http://www.theguardian.com/football/2014/aug/20/glazers-rule-out-selling-manchester-united-five-years>, abgerufen am 29. Dezember 2014.

WGZ-Bank / KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (2004): FC Euro AG – Fußball und Finanzen, Düsseldorf/München.



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG, keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Aufforderung zum Kauf von Finanzinstrumenten dar. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. Für den Eintritt der in der Präsentation enthaltenen Prognosen oder sonstigen Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks, der – auch teilweisen – Vervielfältigung sowie der Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: Januar 2015.

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
info@berenberg.de