
1. Einleitung: Aktuelle Situation in Deutschland

Die fortschreitende Kommerzialisierung des professionellen Sports erfordert von den deutschen Fußballclubs eine Reform ihrer traditionellen Strukturen. Die wachsende Verschuldung und die geringe Profitabilität bei gleichzeitig steigenden Einnahmen deuten an, dass die derzeitigen Organisationsformen nicht geeignet sind, die aktuellen und zukünftigen wirtschaftlichen Herausforderungen zu meistern.

Während im europäischen Ausland – insbesondere in England - zahlreiche Clubs den Schritt in die Kapitalgesellschaft und an die Börse bereits seit einiger Zeit vollzogen haben, hielt man in Deutschland bis vor kurzem noch an der Rechtsform Idealverein fest. Der DFB-Bundestag hat erst im Oktober 1998 die Teilnahme von Kapitalgesellschaften am Spielbetrieb der ersten und zweiten Fußball-Bundesliga genehmigt. Die wirtschaftswissenschaftlichen Analysen kritisieren die bisherige Unternehmensverfassung und Corporate Governance, insbesondere die Rechtsform und deren konkrete Ausgestaltung in der Fußball-Bundesliga. Kritikpunkte sind Kontroll-, Haftungs-, Rechnungslegungs-, Finanzierungs-, Führungs- und Entscheidungsregelungen, die eine effiziente ökonomische Unternehmensführung erschweren.

Nachdem die Bundesligisten lange auf die Öffnungsklausel zur Kapitalgesellschaft gedrängt hatten, ist seit der Entscheidung im Oktober 1998 jedoch erstaunlich wenig passiert. Nur ein Erstligist (Bayer Leverkusen) hat die neue Rechtslage genutzt und firmiert seit Anfang 1999 in der Rechtsform GmbH. Voraussichtlich wird Borussia Dortmund Anfang 2000 die Ausgliederung der Lizenzspielabteilung in eine KGaA vollziehen und Mitte des Jahres 2000 als erstes deutsches Teamsportunternehmen den Börsengang durchführen.¹

In der folgenden Untersuchung soll analysiert werden, ob die geplante Umstrukturierung am Beispiel von Borussia Dortmund die bisherigen institutionenökonomischen Defizite beseitigen kann. Darüber hinaus sollen die Chancen des Börsengangs aus Sicht des Clubs und potenzieller Anleger betrachtet werden. Als Zielsetzung des Börsengangs wird vorrangig der Zugang zu Kapitalquellen genannt. In diesem Zusammenhang soll untersucht werden, welche Implikationen die geplante Mittelverwendung – insbesondere die Investition in Spielstärke – auf Ligaebene zu

¹ In der zweiten Bundesliga hat Tennis Borussia Berlin im März 1999 eine ähnliche Umstrukturierung vollzogen. Der Börsengang der Tennis Borussia Berlin KGaA ist jedoch erst nach Aufstieg und Etablierung in der ersten Bundesliga geplant. Vgl. Zacharias, E. (1999), S. 194.

erwarten sind. Dabei werden Entwicklungen in der englischen Premier League in die Untersuchung mit einbezogen.

2. Implikationen auf der Clubebene

2.1 Rechtliche und Institutionenökonomische Defizite

Rechtsformverfehlung in der Bundesliga aus juristischer Sicht

Die Rechtsformgestaltung der Teamsportunternehmen ist Gegenstand einer Vielzahl von rechtswissenschaftlichen Untersuchungen. Weitgehend Einigkeit besteht darüber, dass in der Fußball-Bundesliga die Rechtsform des eingetragenen Vereins aus juristischer Sicht überholt ist.² Aufgrund der erreichten Dimensionen sind die wirtschaftlichen Aktivitäten in der Lizenzspielabteilung nicht mehr mit dem Nebenzweckprivileg zu begründen. Die Folge der Rechtsformverfehlung wäre eigentlich die Entziehung der Rechtsfähigkeit durch die jeweils zuständigen Verwaltungsbehörden. Die bisherige Untätigkeit der Verwaltungsorgane ist wohl eher auf politische Gründe zurückzuführen.³

Ineffiziente Verdünnung der Verfügungsrechte in der Rechtsform Verein

Die Unternehmensverfassung regelt die Verteilung der Verfügungsrechte innerhalb eines Unternehmens. Verfügungsrechte bestehen aus einem Rechtebündel. Bezogen auf ein Unternehmen hat der Einzelunternehmer das residuale (d.h. nicht an andere Akteure vertraglich abgetretene) Koordinationsrecht über den Einsatz von Ressourcen (Nutzungs- und Veräußerungsrechte) und das Residuum (Ertrags- und Liquidationsaneignungsrecht).⁴ Diese Rechte können aggregiert einem Akteur zugeordnet (Bsp. Einzelunternehmung) oder auf mehrere Akteure (Bsp.

² Zur Rechtsformdiskussion siehe Knauth, K. (1977); Hemmerich, H. (1983) S. 26-31; Heckelmann, D. (1993), S. 2-56; Malatos, A. (1987); Kebekus, F. (1991); Siebold, M./Wichert, J. (1998), S. 138-142; Steinbeck, A./Menke, T. (1998), S. 226-230; Fuhrmann, C. (1999).

³ Vgl. Segna, U. (1997), S. 1903.

⁴ Vgl. Franck, E. (2000), S. 24 ff.

Aktiengesellschaft, in der der Vorstand das Koordinationsrecht und die Aktionäre das Ertragsrecht innehalten) verteilt sein.⁵

Verfügungsstruktur und Transaktionskosten determinieren Anreize und Restriktionen im Verhalten und bei Allokationsentscheidungen: Je verdünnter die Verfügungsrechte und je höher die Transaktionskosten, desto geringer ist der aus der Verfügung erzielbare Nutzen.⁶

Bei der Analyse der Bundesligaclubs ergibt sich folgendes Bild: Das Koordinationsrecht im Verein wird von den Mitgliedern auf den Vorstand übertragen. Zwar ist die Mitgliederversammlung immer noch das oberste Beschlussorgan, faktisch haben die Mitglieder aber nur einen geringen Einfluss auf die Aktivitäten des Vorstands. Für das einzelne Mitglied wird - durch diese Verteilung - das Nutzungsrecht eingeschränkt. Das Recht auf Ertragsaneignung steht weder dem Vorstand noch den Mitgliedern zu.⁷ Der Gewinn fließt in das Vereinsvermögen und wird im Rahmen der Vereinstätigkeit für satzungsgemäße Zwecke wiederverwendet. Aus Sicht der Vereinsmitglieder und des Vereinsvorstandes ist somit ein Recht auf Ertragsaneignung nicht existent. Gleichzeitig besteht aber auch keine Verpflichtung für Mitglieder, für eventuelle Verluste bzw. Verbindlichkeiten des Vereins aufzukommen. Das Recht, Form und Gestalt zu verändern, ist nicht durch das einzelne Mitglied, sondern nur innerhalb der Mitgliederversammlung mit einer -Mehrheit der anwesenden, stimmberechtigten Mitglieder möglich.⁸ Somit kann ein Mitglied dieses Recht nur indirekt und im Kollektiv mit anderen Mitgliedern ausüben. Ein Recht auf Veräußerung von Anteilen am Verein ist ebenso wenig existent wie die Aneignung von Erlösen aus

⁵ Vgl. Franck, E./Müller, J.C. (2000), S.123.

⁶ Daher sollte einem Akteur, der die Verfügungsrechte einer Ressource innehält, auch alle positiven und negativen Effekte zugeteilt werden. Durch diesen Internalisierungseffekt kann das Auftreten von negativen Externalitäten weitgehend beschränkt werden. Vgl. Müller, J.C. (1999).

⁷ Siehe z.B. die Satzung des FC Bayern München: „Die Mitglieder erhalten keine Zuwendungen aus Mitteln des Clubs. Es dürfen keine Personen durch Ausgaben, die dem Zweck des Clubs fremd sind ... begünstigt werden.“ Satzung FC Bayern München (1996), S. 4.

⁸ Siehe z.B. die Satzung von Borussia 09 e.V. Dortmund § 10 (1992). „Satzungsänderungen bedürfen einer Mehrheit von drei Vierteln der abgegebenen Stimmen.“

der Liquidation des Vereins.⁹ Weder der Vorstand noch die Mitglieder haben Anteile am Verein, die sie liquidieren könnten. Der Austritt eines Mitglieds aus dem Verein hat somit lediglich die finanzielle Konsequenz der wegfallenden Mitgliedsbeiträge.

Die stark verdünnten Verfügungsrechte generieren weder für den Vorstand noch für die Mitgliedern Anreize, mit den vorhandenen Ressourcen effizient zu wirtschaften bzw. die Mittelverwendung auf Effizienz zu kontrollieren.¹⁰

Dominanz der nutzenmaximierenden Ausrichtung

Da Gewinnaneignungs- und Liquidationserlösrechte im Verein nicht existieren, kann die Gewinnerzielung für alle Clubakteure kein sinnvolles Ziel sein. Das Clubmanagement wird in erster Linie am sportlichen Erfolg gemessen. Die wirtschaftliche Situation des Vereins erscheint den meisten Mitgliedern aufgrund fehlender Sanktionsmechanismen zweitrangig. Dementsprechend gering ist auch das Interesse der Mitglieder an wirtschaftlichen Informationen.¹¹ Das Clubmanagement verfolgt konsequenterweise daher nicht gewinnmaximierende Ziele, sondern eher eine nutzenmaximierende Ausrichtung (i.S.v. Maximierung von Siegen, Punkten oder Titeln) unter Beibehaltung des finanziellen Gleichgewichts. In diesem Zusammenhang ist die wachsende Verschuldung der Clubs und die geringe bis negative Rentabilität wenig erstaunlich.¹²

Asymmetrische Informationsverteilungen zugunsten des Agenten

Die Beziehung zwischen dem Verein bzw. zwischen dem obersten Beschlussorgan des Vereins, der Mitgliederversammlung und dem Vorstand kann als Principal-Agent-

⁹ Siehe z.B. die Satzung des FC Bayern: „Bei Auflösung des Clubs oder Mitgliedschaft steht den Mitgliedern kein Anspruch auf das Clubvermögen zu.“ FC Bayern München e.V. (1992), S. 4.

¹⁰ Aus Sicht des Property-Rights-Ansatzes ist die Rechtsform einer Personenhandelsgesellschaft oder GmbH dem Idealverein vorzuziehen. Vgl. Franck, E. (1995), S. 227 und Franck, E. (1998), S. 124.

¹¹ Die Mitglieder interessieren sich erst dann wieder für die wirtschaftliche Situation des Vereins, wenn aufgrund nicht erfüllter Auflagen die Lizenzerteilung und somit der sportliche Bereich gefährdet sind.

¹² Es ist sogar davon auszugehen, dass eine (hohe) Gewinnerzielung gezielt vermieden wird, um Forderungen des Finanzamtes und Begehrlichkeiten von Spielern zu minimieren. Eine gängige Praxis ist hier bspw. das Vorziehen von Gehaltszahlungen des Folgejahres durch fiktive Transfer- und Handgeldbuchungen. Siehe zum Steuerskandal in 1999 Kurz, F./Wulzinger, M., Alle machen mit, Spiegel, Nr. 40/1999, S. 230-234.

Beziehung interpretiert werden. Der Vereinsvorstand (Agent) wird in der Mitgliederversammlung (Principal) für eine Amtszeit von drei bis vier Jahren gewählt. Der Vorstand vertritt während seiner Amtszeit den Verein in allen gerichtlichen und außergerichtlichen Geschäften.

Die Principal-Agent-Theorie geht davon aus, dass asymmetrische Informationsverteilungen durch opportunistisches Verhalten, wie z.B. On-the-Job-Leisure oder Shirking, ausgenutzt werden könnten. Alleine die Betrachtung der Rechnungslegungs- und Informationspflichten zur wirtschaftlichen Situation macht deutlich, dass die Vereinsstruktur erhebliche Spielräume zur Schaffung und Beibehaltung von asymmetrischen Informationsverteilungen zugunsten des Vorstands bietet.¹³ So sieht das Vereinsrecht explizit keine zusätzlichen Informationspflichten, die über die „Aufzeichnung der Einnahmen und Ausgaben“ hinausgehen, vor.¹⁴

Die aktuelle Ausgestaltung der Mitgliederrechte im Verein führt dazu, dass eine effektive Kontrolle nicht durchgeführt werden kann. Die Mitgliederversammlung sollte als oberstes Beschlussorgan fungieren. Eine Betrachtung der Mitgliederversammlungen zeigt jedoch, dass aufgrund der intransparenten Rahmenbedingungen sehr wenig beschlossen und nur sehr ineffizient kontrolliert wird.¹⁵

In allen Clubs wurde mittlerweile ein Kontrollorgan in Form eines Aufsichtsrats, Beirats oder Wirtschaftsrats implementiert. Die Hauptfunktion dieser Zusatzorgane beschränkt sich in vielen Fällen aber nur auf eine Beratungsfunktion bzw. auf eine Informationspflicht des Vorstandes gegenüber dem Zusatzorgan. In einigen Fällen werden die designierten Kontrolleure sogar vom Vorstand selbst nominiert oder

¹³ „Where each task involve considerable expertise, skill specificity and performance measurement is difficult, then the scope for moral hazard is enhanced.“ McMaster, R. (1997), S. 75.

¹⁴ Das Vereinsrecht schreibt weder einen Geschäftsbericht über die Lage des Vereins im Berichtszeitraum noch eine Darstellung der Vermögens- und Finanzlage noch zusätzliche Erläuterungen zur Rechnungslegung vor. Vgl. Galli, A. (1996), S. 78.

¹⁵ Die Vorkommnisse der Mitgliederversammlung von Hertha BSC Berlin im Mai 1998 machen dies sehr deutlich: „Die Mitglieder sollten über den Haushaltsplan für die nächste Saison beschließen. Er lag ihnen aber nicht vor. Über den einzigen Antrag des Präsidiums, eine unspektakuläre Satzungsänderung, konnte gar nicht abgestimmt werden. Er war auf der Tagesordnung nicht gesondert als Antrag zur Satzungsänderung ausgewiesen und den Mitgliedern nicht rechtzeitig zugegangen.“ o.V. (1998), FAZ, 16.04.1998, S. 32.

berufen. Es besteht die Gefahr, dass der Vorstand, als Agent, diese Freiräume nutzt, um eine vorstandsfreundliche Besetzung des Kontrollorgans durchzusetzen.¹⁶

Die Kontrolle der Aktivitäten des Vorstands wird durch die Gesamtheit der angeführten Regelungen erheblich erschwert und somit mit hohen Transaktionskosten verbunden. Es ist daher davon auszugehen, dass auf Seiten der Mitglieder ein geringer Kontrollanreiz besteht. Sowohl die Teilnahme an der Mitgliederversammlung als auch die aktive Kontrolle des Clubmanagements stellen für das einzelne Mitglied ein öffentliches Gut dar, da die Kontrollmaßnahmen allen Clubmitgliedern nutzen.¹⁷ Darüber hinaus stehen den Kosten der Kontrolle (Bsp. Besuch der Mitgliederversammlung) aufgrund der geringen Einflussmöglichkeiten kaum wahrnehmbare Erträge gegenüber.

Problematisch ist auch, dass ein großer Teil der Handlungsfolgen des Vereinsvorstandes unmittelbar auf alle Vereinsmitglieder übertragen wird. Durch erfolgreiche Arbeit könnte sich der Vorstand zwar Anerkennung, Prestige und Zufriedenheit sichern, doch durch den derzeit noch überwiegenden ehrenamtlichen Status keine direkten finanziellen Anreize. Dadurch droht dem Vorstand auch keine pekuniäre Sanktionierung bei Mismanagement, wie z.B. bei leistungsorientierten Verträgen.

Management: Qualifikation und Eignung nicht ausreichend

Hinzu kommt, dass die Mehrzahl der Vorstände und Aufsichtsräte nur eine ungenügende Qualifikation für ihre Vereinsaufgaben mitbringen.¹⁸ Eine ausgewogene sportliche und wirtschaftliche Ausbildung oder ein entsprechender Erfahrungshintergrund fehlt den meisten Verantwortlichen. Aktuelle Beispiele zeigen, dass die Qualifikation der Vereinsvorstände meist zu einseitig sportlich oder wirtschaftlich geprägt ist. Bei den erreichten wirtschaftlichen Dimensionen ist eine

¹⁶ Siehe Satzungsstatuten Fortuna Düsseldorf und Borussia Dortmund und aktuelles Beispiel FC. Nürnberg: „Sie [die Beiratsmitglieder] ... werden auf Vorschlag des Präsidiums von der Mitgliederversammlung auf die Dauer von drei Jahren gewählt.“ Fortuna Düsseldorf (1992), S. 14. „Der Wirtschaftsrat wird auf die Dauer von jeweils drei Jahren durch den Vorstand berufen.“ BVB 09 (1992), §12 Abs. 1. „Der Finanz- und Verwaltungsrat, der Roth [Präsident] und seine Methoden eigentlich kontrollieren soll, ist mit Freunden des Unternehmers gespickt.“ O.V. Der Nürnberger Filz, Sport-Bild, Nr. 08/2000, S. 18.

¹⁷ Für das einzelne Mitglied wäre es demnach rational, sich als Trittbrettfahrer zu positionieren und von den Kontrollaktivitäten anderer Mitglieder zu profitieren. Vgl. Kräkel, M. (1999), S. 292.

¹⁸ Vgl. Büch, M.-P. (1985), S. 10-11.

nebenamtliche Tätigkeit des Vorstands und des Clubmanagements nicht ausreichend. Unabhängig von der Rechtsform ist allen Clubs zu empfehlen, Ressourcen in ausreichender qualitativer und quantitativer Menge für die Verwaltung und im Management zu rekrutieren.

Ähnliches gilt für die Besetzung der Kontrollgremien. Die Organe werden häufig mit dem Vorstand wohlgesinnten Akteuren, durch Sponsorenvertreter, Politiker oder Prominente besetzt. Eine Befähigung für die Kontrollaufgaben wird nicht erwartet.¹⁹ Eine Kollusion mit der Clubführung zu Lasten anderer Stakeholder ist in dieser Konstellation sehr wahrscheinlich.

2.2 Ineffiziente Ausgestaltung der Rechtsform-Freiräume

Bei der Kritik an der Rechtsform Verein in der Literatur wird jedoch vernachlässigt, dass die Rechtsform in ihrer Ausgestaltung flexibel ist.²⁰ In der konkreten Umsetzung sind sehr wohl Ertragsaneignungs-, wie auch professionelle Führungs- und Anreizstrukturen möglich. Eine Vielzahl von wirtschaftlichen Beziehungen, die zwischen Verein und Vereinsführung existieren, könnten jedoch ökonomischen Anreiz- und Sanktionscharakter generieren.²¹ So werden seit einigen Jahren schon hauptamtliche Manager in fast allen Clubs der Bundesliga eingesetzt. Auch die Hauptamtlichkeit des Vorstandes scheint sich durchzusetzen und wird sogar von den meisten Mitgliedern begrüßt. In den jeweiligen Arbeitsverträgen könnten entsprechende Erfolgsbestandteile eingebaut werden, die das Clubmanagement zur rationalen und effizienten Mittelverwendung animiert. Die Satzungsempfehlung des DFB Anfang der neunziger Jahre wurde von den meisten Vereinen umgesetzt und hat zu Unternehmensverfassungen in Anlehnung an die Aktiengesellschaft geführt. Die viel zitierten, chaotischen Mitgliederversammlungen mit aufgeheizten Stimmungslagen und irrationalen Personalentscheidungen sind seitdem nicht mehr vorgekommen.

¹⁹ „... bei der Aufstellung der Kandidaten zählen Willfähigkeit und Popularität oft mehr als Kenntnisse über das ... Geschäft.“ Marwedel, J., Das Versagen der Kontrolleure, WamS, 08.11.1998, S. 19

²⁰ Das flexible Vereinsrecht i.S.d. § 40 BGB erlaubt nämlich die Anpassung an spezielle Organisationsformen. Vgl. Segna, U. (1997), S. 1903.

²¹ So hat Präsident A. Roth den FC Nürnberg mit der Einbringung des eigenen Vermögens weitgehend entschuldigt. In einigen Vereinen treten Vorstandsmitglieder mit Bürgschaften für die Vereine ein (Bsp. Fortuna Düsseldorf, FC St. Pauli). Ob dies die Vorstände zu einem ökonomisch rationalen Verhalten veranlasst, ist jedoch fraglich.

Wirtschaftliche Anreize könnten auch für die Mitglieder durch indirekte Vergünstigungen (Bsp. Rabatt bei Kartenkauf) bei positiven wirtschaftlichen Ergebnissen geschaffen werden.

Der FC Bayern München hat seit mehreren Jahren eine professionelle Führungsstruktur etabliert. Darüber hinaus ist der Club mit einer durchschnittlichen Umsatzrendite von rund 10% hoch profitabel, ohne dabei sportliche Ziele zu vernachlässigen. Auch die Rechnungslegung und die wirtschaftliche Transparenz sind vorbildlich. Eine Umwandlung oder Ausgliederung in eine Kapitalgesellschaft strebt der FC Bayern derzeit nicht an. Demnach ist eher die bisherige Umsetzung der Unternehmensverfassung Idealverein zu kritisieren als die Rechtsform an sich.

In diesem Zusammenhang ist den Clubs ohne Umwandlungsambitionen zu empfehlen, Anreiz-, Kontroll- und Sanktionsinstrumente zu institutionalisieren und die Clubführung durch qualifizierte, hauptamtliche, wirtschaftliche Fachkräfte zu professionalisieren.

2.3 Bewertung der verbandsrechtlichen Einschränkungen

Der DFB-Bundestag hat im Oktober 1998 die Teilnahme von Kapitalgesellschaften am Spielbetrieb zugelassen. Voraussetzung ist die Beibehaltung von mindestens 51% der Stimmrechtsanteile an der Kapitalgesellschaft beim Verein.

Während die Öffnung aus verfügungsrechtlichen und institutionenökonomischen Aspekten vorteilhaft erscheint, gewährleisten die Stimmrechtsmehrheit und die Aufsichtsratsmandate des Altvereins, dass die ineffizienten und nutzenmaximierenden alten Strukturen weiterhin die Aktivitäten der Kapitalgesellschaft dominieren. Die Argumentation, die vorgeschriebene Beteiligungsbeziehung gelte der Vermeidung von feindlichen Übernahmen oder von Einwirkungen über Stimmrechte, erscheint in diesem Zusammenhang wenig plausibel. Die Beschränkung des Fremdeinflusses hätte durch andere Gestaltungsformen kapitalmarktfreundlicher institutionalisiert werden können.²²

Auch von rechtlicher Seite werden die Stimmrechtsbeschränkungen kritisiert. Unklar ist, ob die Ausgliederung der wirtschaftlichen Aktivitäten auf eine Kapitalgesellschaft

²² Die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien, vinkulierten Namensaktien und Rechtsformen, wie z.B. die KGaA, könnten den Einfluss von Aktionären weitgehend beschränken.

zur Beseitigung der Rechtsformverfehlung des Altvereins führt.²³ Eine Rechtssicherheit wird somit vorerst nur für die ausgegliederte Kapitalgesellschaft erreicht. Die angestrebte, holistische Rechtssicherheit wurde mit den Beschränkungen des DFB somit vorerst verhindert.²⁴

2.4 Bewertung der Aktiengesellschaft als Lösungsalternative

Bei der Aktiengesellschaft wird das Koordinationsrecht durch die Aktionäre auf den Vorstand der Aktiengesellschaft übertragen. Im Rahmen des Koordinationsrechts besteht somit gegenüber dem Verein kein Unterschied. Anders als beim Verein existiert aber für die Anteilseigner der Aktiengesellschaft ein Gewinnaneignungs- und Veräußerungsrecht. Die Aktionäre können ihre Anteile jederzeit über den Kapitalmarkt verkaufen und haben ein Recht auf Beteiligung an Ausschüttungen. Das Recht, Form und Gestalt zu verändern, wird im Rahmen des Aktienrechts ähnlich gehandhabt. Auch hier ist eine 2/3-Mehrheit in der Hauptversammlung nötig.

Aus Sicht der Verfügungsrechte lässt sich zunächst eine Verbesserung der Situation konstatieren. Zu überprüfen bleibt jedoch, ob und in welchem Umfang der Vorstand Spielräume für Moral-Hazard-Verhalten auf Kosten der Aktionäre hat. Die Beurteilung dieser Fragestellung hängt insbesondere von nationalen Corporate Governance-Kulturen und den Einflussmöglichkeiten des Kapitalmarktes ab.²⁵

Die deutsche Corporate Governance-Kultur wird in der Praxis vielfach bemängelt.²⁶ Kritikpunkt ist insbesondere die unzureichende Wahrnehmung der Kontrollfunktionen der jeweiligen Kontrollorgane.²⁷

²³ Im Hinblick auf die bislang großzügige Praxis der Verwaltungsbehörden gegenüber Bundesligaclubs dürfte wohl auch in Zukunft mit einer wohlwollenden Verfahrensweise zu rechnen sein. Vgl. WGZ (1999), S. 46 f.

²⁴ In diesem Fall stellt sich wiederum die Frage, ob der Verein trotz Auslagerung des Geschäftsbetriebs als wirtschaftlicher Verein zu qualifizieren ist.“ Segna, U. (1997), S. 1908.

²⁵ Die Einflussmöglichkeiten des Kapitalmarktes werden durch die rechtlichen Rahmenbedingungen, die Fremdbeteiligung und die Höhe des Streubesitzes determiniert. Unter Fremdbeteiligung wird hier der Anteil am Grundkapital verstanden, der nicht vom Verein gehalten wird.

²⁶ Vgl. Kräkel, M. (1999), S. 292 ff. In Deutschland wird die Aktiengesellschaft noch überwiegend als eigenständiges Wesen betrachtet. Im Vergleich dazu wird in Amerika die AG nur „als ein Bündel von Produkten und Dienstleistungen betrachtet, das nur existiert, um dem Aktionär einen Mehrwert zu

Bei der vorgeschriebenen Mehrheitsbeteiligung werden die bestehenden Ineffizienzen des Vereins (weiterhin) auf die Aktiengesellschaft übertragen. Es ist anzunehmen, dass der Verein als Mehrheitsaktionär und über Aufsichtsratsmandate einen erheblichen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der Aktiengesellschaft nehmen wird. Darüber hinaus werden die Disziplinierungseinflüsse, die i.d.R. durch den Kapitalmarkt auf den Vorstand einer börsennotierten Aktiengesellschaft ausgeübt wird, stark eingeschränkt werden. Der Vorstand der AG hat bei Mismanagement und damit verbundenen Aktienkursrückgang keine feindliche Übernahme und / oder Entlassung zu fürchten.²⁸ Die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft, die von Vereinsfunktionären dominiert wird, dürfte auch für potenzielle Investoren abschreckend wirken.

Die Rechtsform der AG mit Vereinsbeteiligung und gleichzeitiger großer Aktienstreuung leidet ähnlich wie der Verein an einer Rechteverdünnung.²⁹ Der Vorteil gegenüber dem Verein, in Form der gesetzlich vorgeschriebenen Informationspflichten im Bereich der Rechnungslegung, wird durch die Verteilung der Aktien auf eine große Anzahl von Aktionären gemindert. Angesichts der kleinen Anteile würden die Kosten der Informationsbeschaffung und Vorstandskontrolle sehr schnell den erwarteten Nutzen des einzelnen Kleinaktionärs übersteigen.³⁰ Der Vorstand einer derartigen Aktiengesellschaft hat somit die Einengung seiner Handlungsspielräume sowie die Aufdeckung seines Moral-Hazard-Verhaltens weder vom Verein noch von den Kleinaktionären zu erwarten.

leisten“. Vgl. O.V., Manager Magazin, Nr. 02/2000, S. 36. Zur Bewertung der Corporate Governance in Deutschland siehe auch Jürgens, U./Rupp, J./Vitols, K. (2000), S. 5 ff.

²⁷ In einer aktuellen Studie bewerten Kapitalmarktexperten die Qualität der Unternehmensaufsicht der 30 DAX-Unternehmen. Dabei wird mit einem Mittelwert von 53,3% fast nur die Hälfte der möglichen Punktzahl erreicht. Die maximale Punktzahl erreicht das deutsch-amerikanische Unternehmen Daimler-Chrysler mit 71,2%. Die Volkswagen AG schneidet mit nur 16% am schlechtesten ab. Vgl. Nölting, A. (2000), Manager Magazin, Nr. 02/2000, S. 132 ff.

²⁸ Dabei muss berücksichtigt werden, dass Übernahmedrohungen in Deutschland eine geringe Disziplinierungswirkung besitzen und durch bestehende und geplante Regelungen („Übernahmekodex“) in ihrer Wirkung weiter eingeschränkt werden. Vgl. Kräkel, M. (1999), S. 314.

²⁹ Vgl. Franck, E./Müller, J.C. (1998), S. 124.

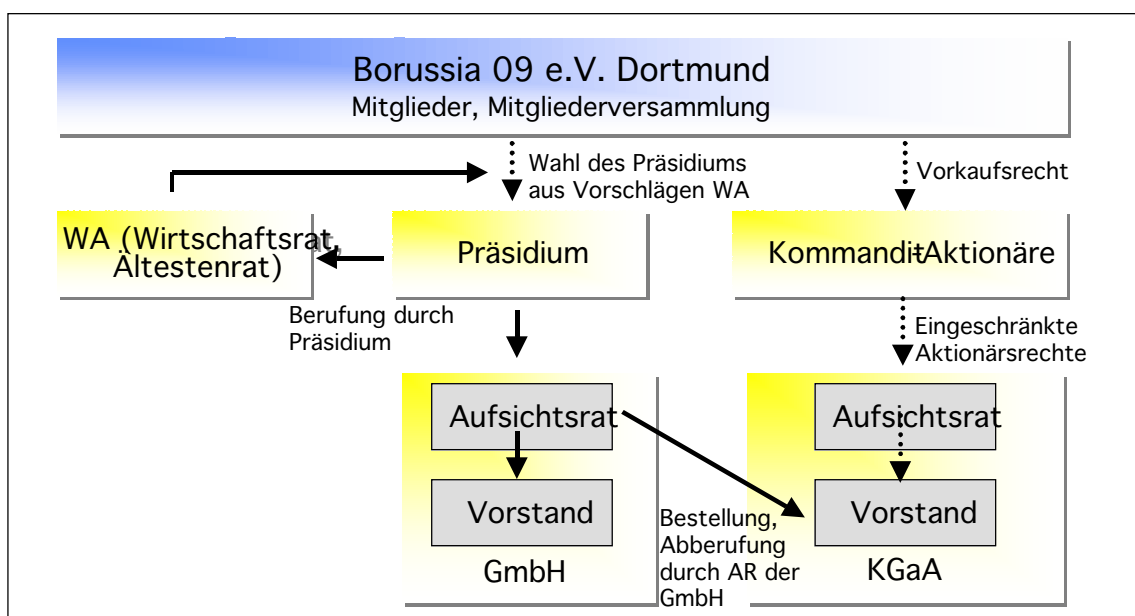
³⁰ „Auch Kleinaktionäre sind schlechte Kontrolleure.“ Franck, E. (1995), S. 221.

3. Bewertung der Ausgliederungspläne von Borussia Dortmund

3.1 Gründe und Ziele der Ausgliederung

Das Clubmanagement von Borussia Dortmund plant, im Jahr 2000 den Börsengang zu vollziehen. Im Vorfeld wurde die Lizenzspielabteilung (einschließlich der Amateur- und A-Junioren-Mannschaft) auf eine Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) ausgegliedert. Eine zwischengeschaltete GmbH tritt als Komplementär auf. Die Struktur des Vereins (Mitgliederversammlung, Präsidium und Vorstand) bleibt unverändert.

Abbildung 1: Geplante Unternehmensstruktur Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA



Der Vorstand von Borussia Dortmund verspricht sich von der Ausgliederung der Lizenzspielabteilung und dem anschließenden Börsengang folgende Vorteile:³¹

- Finanzierungseffekte (Zugang zu neuen Kapitalquellen, Erhöhung der Finanzmittel) zur Sicherung der sportlichen Wettbewerbsfähigkeit und zur Diversifikation,
- Professionalisierungseffekte (Durchsetzung der Hauptamtlichkeit, Optimierung der Entscheidungs- und Führungsregelungen),
- Juristische Effekte (Behebung der rechtlichen Unsicherheit aufgrund der vorliegenden Rechtsformverfehlung, Klarheit bzgl. Haftungs- und Rechnungslegungsfragen).

Dabei stehen Finanzierungsziele klar im Vordergrund. Als Investitionsobjekte werden die Erhöhung der Beteiligung am Stadion (von 49% auf 75%), Investition in Spielstärke und Diversifikationsbestrebungen (Event-Organisation, Reiseveranstalter, Internet-Anbieter) genannt.³²

3.2 Argumente für die gewählte Rechtsform

Ausschlaggebend für die Wahl der konkreten Rechtsform sind insbesondere die Möglichkeit der Sicherung der Führungsstruktur, die Minimierung des Fremdeinflusses und Haftungs- und Finanzierungsaspekte.

Die Komplementär-Haftung der KGaA kann durch eine zwischengeschaltete GmbH begrenzt werden. Dadurch wird der Zugriff auf das Vereinsvermögen ausgeschlossen. Die Aktionäre der KGaA sind bzgl. ihrer Rechte eher mit den Kommanditisten der KG vergleichbar. Die Beschlüsse der Hauptversammlung bedürfen der Zustimmung der Komplementäre, soweit sie Angelegenheiten betreffen, die in § 285 Abs. 2 AktG geregelt sind. Das Widerspruchsrecht der Kommanditaktionäre ist nach § 164 HGB weitgehend ausgeschlossen. Im Gegensatz zur AG können aufgrund der Stimmrechtsbeschränkungen entsprechend der Beschränkungen des DFB alle Aktien der KGaA am Kapitalmarkt platziert werden. Aus Finanzierungsaspekten bietet die gewählte Rechtsform zusätzliche Vorteile, da bei einer Kapitalerhöhung keine Beteiligung des Altvereins notwendig ist, um den gesellschaftsrechtlichen Einfluss zu wahren.³³

Die Satzungsautonomie der KGaA erlaubt einige Abweichungen von den gesetzlich gängigen Regelungen, wie z.B. Ausschluss der Beteiligung der Hauptversammlung bei außergewöhnlichen Geschäftsführungsbeschlüssen.³⁴

³¹ Siehe Einladung zur Mitgliederversammlung BVB 09 am 28.11.1999, S. III ff, Dortmund, 06.11.99.

³² Siehe Interview mit M. Meier am 19.09.99. O.N. (1999), www.interstoxx/interviews/artikel/09/19/10433/index.shtml.

³³ Vgl. Siebold, M./Wichert, J. (1998), S. 142.

³⁴ Während die Satzung der Aktiengesellschaft den sehr strengen, zwingenden Vorschriften des Aktiengesetzes unterworfen ist, hat die KGaA einige Formfreiheiten und Gestaltungsräume, wodurch die Vereinsinteressen und -ziele flexibler berücksichtigt werden können. Vgl. EBS (1999), S. 7.

Der Aufsichtsrat der KGaA hat - wie auch in der Aktiengesellschaft - die Geschäftsführung der Vorstände zu überwachen. Anders als jedoch bei der AG fehlt dem Aufsichtsrat die Personalkompetenz i.S. des § 84 AktG. Dieses Organ hat demnach kein Recht, den Vorstand zu bestellen oder abzurufen. Diese Möglichkeit hat nur der Aufsichtsrat der zwischengeschalteten Komplementär-GmbH.³⁵

3.3 Kritische Würdigung der gewählten Unternehmensstruktur GmbH & Co. KGaA

Das Koordinationsrecht wird vom Aufsichtsrat der GmbH auf den Vorstand der KGaA übertragen. Faktisch haben nun weder die Mitglieder des Altvereins noch die Kommanditaktionäre eine Möglichkeit, auf die Geschäftspolitik der KGaA Einfluss zu nehmen. Im Rechtsformvergleich zum Verein und zur Aktiengesellschaft bedeutet dies eine weitere Verdünnung der Verfügungsrechte.

Ähnlich wie in der Aktiengesellschaft haben die Kommanditaktionäre einen Ertragsanspruch. Da die Aktionärsbeschlüsse in der Hauptversammlung aber der Zustimmung des Komplementärs bedürfen, ist dieses Recht gegenüber der Aktiengesellschaft deutlich eingeschränkt. Letztendlich hat der Altverein, über die zwischengeschaltete GmbH, die Möglichkeit, den Dividendenbeschluss der Hauptversammlung abzulehnen und bspw. eine Umverteilung der Erträge auf die Amateurabteilung des Vereins zu bestimmen.

Die regulierenden Einflüsse des Kapitalmarktes, die Mismanagement mit einem Kursrückgang bestrafen oder sogar Übernahmen provozieren, können in der gewählten Unternehmensverfassung nicht wirken. Ein Kursabschlag bei der Emission aufgrund der kapitalmarkt-unfreundlichen Strukturierung erscheint infolgedessen wahrscheinlich.³⁶

Die Kontrollfunktion des Aufsichtsrates der KGaA ist durch die fehlenden Rechte zur Bestellung und Entlassung des Vorstandes erheblich eingeschränkt, da im Eskalationsfall keine Sanktionsinstrumente existieren. Diese Rechte stehen nur dem Aufsichtsrat der GmbH zu, der wiederum in Personalunion von den Vorständen des

³⁵ Zur Rechtsformdiskussion KGaA in der Bundesliga siehe Raupach, A. (1996), S. 3; Siebold, M./Wichert, J. (1998), S. 138 ff.

³⁶ Der durchschnittliche Abschlag von KGaA-Aktien am deutschen Kapitalmarkt liegt bei 20%. Vgl. EBS (1999), S. 10-11.

Altvereins besetzt werden soll. Dementsprechend muss eine Dominanz der Altverein-Strukturen bei den Aktivitäten der KGaA befürchtet werden.

Die Komplexität und Intransparenz der Rechtsform werden die Transaktionskosten i.S. der Informations- und Kontrollkosten aller beteiligten Akteure deutlich erhöhen.³⁷ In Kombination mit dem Kollektivgutcharakter der Unternehmenskontrolle wird demzufolge eine Corporate Governance nur unzureichend stattfinden.

Durch die Zwischenschaltung der GmbH kann eine Haftung des Altvereins ausgeschlossen werden. In der Rechtsform Verein haftete zumindest noch das Vereinsvermögen. Im Konkursfall drohte auch die Auflösung aller Amateurabteilungen. Aus Sicht des Altvereins muss nun bei Insolvenz der Lizenzspielabteilung auch diese Sanktionsfunktion nicht mehr befürchtet werden.

Die bisherige Vereinspraxis deutet darauf hin, dass die Verfassungsautonomie weitgehend zu Lasten der Aktionäre ausgelegt wird. Die Verfassungsflexibilität bietet dem Agenten, in diesem Fall Club- und GmbH-Management, ausreichend Spielraum für opportunistisches Verhalten.

Die wesentliche Aufgabe der Kommanditaktionäre ist vom BVB-Vorstand schon vorgegeben worden: „Dividende kassieren und über Kursgewinne freuen“.³⁸ Ob überhaupt eine Dividende gezahlt werden kann, ist jedoch fraglich. In den vergangenen Jahren erwirtschaftete der BVB zwar einen Überschuss, die Umsatzrendite lag jedoch jeweils unter einem Prozent. Die Ausrichtung auf Rentabilität erscheint gefährdet, solange die alten, auf Nutzenmaximierung ausgerichteten Strukturen weiterhin die Aktivitäten der Kapitalgesellschaft dominieren.

3.4 Erfolgsaussichten des Börsenvorhabens

Neben den sportlichen und wirtschaftlichen Entwicklungen von Borussia Dortmund werden weitere Determinanten, wie z.B. das aktuelle Börsenumfeld, die Akzeptanz der gewählten Rechtsform, den Erfolg des Börsenganges und die zukünftige Kursentwicklung bestimmen.

³⁷ Bei der GmbH & Co. KGaA müssen drei Rechtsgebiete - Personengesellschaftsrecht, allgemeines Aktienrecht und rechtsformspezifisches Aktienrecht - berücksichtigt werden. Die Satzungen des Vereins, der GmbH und der KGaA müssen stets aufeinander abgestimmt werden.

³⁸ Vgl. Borussia Aktuell, 12/1999, S. 19.

3.4.1 Aussichten für den Börsengang

Bei der Betrachtung der Mitglieder-, Fan- und Sympathisanzahlen wird deutlich, dass die Unterbringung eines geschätzten Emissionsvolumens (EV) von 300 Mio. DM fast ausschließlich im Umfeld des Clubs möglich wäre. Mit nur 83 DM pro Anhänger könnte bspw. die gesamte Emissionskapitalisierung abgedeckt werden.

Tabelle 1: Mitglieder-, Fan- und Bekanntheitspotenziale Borussia Dortmund³⁹

| | Vereinsmitglieder | Anhänger | Sympathisanten | Bekanntheitsgrad |
|-------------|-------------------|----------|----------------|------------------|
| Anzahl | 10.916 | 3,6 Mio. | 15,6 Mio | 93% |
| EV / Anzahl | 27.483 DM | 83 DM | 19 DM | n.a. |

In der Hauptversammlung am 28.11.99 wurde den Mitgliedern des BVB per Beschluss, neben einer Gratisaktie, ein Vorkaufsrecht in unbegrenzter Höhe eingeräumt. Dabei wurde m.E. die Aufnahmebereitschaft und Solvenz der Mitglieder erheblich unterschätzt.⁴⁰ Verstärkend kommt hinzu, dass die Mitglieder mit garantierten Zeichnungszusagen ein „Free-Lunch“ realisieren könnten: Da im außerbörslichen Graumarkt Aktien schon vor dem ersten Handelstag gehandelt werden, haben Mitglieder die Chance, einen risikolosen Gewinn zu realisieren.⁴¹ Dies könnte dazu führen, dass einige Mitglieder erhebliche Beträge zeichnen werden.⁴²

Neben dieser Nachfrage werden einige institutionelle Anleger zum Kauf der BVB-Aktien gezwungen werden. Sollte der BVB – wie geplant – eine Notierung im SMAX⁴³

³⁹ Quelle Vereinsmitglieder (Stand 11/99) siehe Borussia aktuell 01/2000, S. 19; Fans, Sympathisanten und Bekanntheitsgrad siehe UFA (1998), S. 20-21.

⁴⁰ Nach dem Champions-League-Sieg in 1997 wurde trotz vergleichsweise geringerer Verzinsung eine Pfandbriefanleihe von Borussia Dortmund zur Stadionfinanzierung in Höhe von 130 Mio. DM erfolgreich emittiert. Die geringen Couponeinlösungen deuten darauf hin, dass ein Großteil der Pfandbriefe aufgrund des hohen Liebhaberwertes bei Fälligkeit nicht eingetauscht wird.

⁴¹ Dieser außerbörsliche Handel, auch Handel per Erscheinen genannt, wird von Freimaklern, wie z.B. Schnigge AG und Schwarz & Lang, in der Zeichnungsfrist angeboten.

⁴² Es ist daher dem Clubmanagement dringend anzuraten, die Zeichnungsfrist der Mitglieder vor der allgemeinen Zeichnungsfrist zu beenden, obwohl dies die Mitglieder wiederum benachteiligen würde.

⁴³ Der Small-Cap-Index SMAX wurde im April 1999 von der Deutschen Börse AG für kleine bis mittelständige, bereits etablierte Unternehmen mit hohen Transparenz- und Publizitätsanforderungen geschaffen. Vgl. Zacharias, E. (1999), S. 399.

anstreben, so müssen Fondmanager kaufen, die sich am Small-Cap-Index orientieren. Auch werden Sport- und Freizeitfonds (Bsp. Unisport 50 plus, Singer & Friedlander) die Aktie nachfragen.

Das größte Kaufinteresse ist von Kleinanlegern zu erwarten, die aufgrund der wachsenden Aktienkultur und des hohen Bekanntheitsgrades (nur 2% unter dem der Deutschen Telekom) angezogen werden. Neben der hohen Popularität wird auch der First-Mover-Advantage von Borussia Dortmund mit entsprechender Nachfrage honoriert werden.

Die genannten Faktoren deuten darauf hin, dass der Börsengang von Borussia Dortmund in Bezug auf die Unterbringung des Emissionsvolumens in der Zeichnungsphase und erste Kursentwicklungen erfolgreich verlaufen dürfte.⁴⁴ Aufgrund der zu erwartenden starken Nachfrage von Kleinanlegern ist anhand empirischer Daten aus England zu untersuchen, welche langfristigen Kursentwicklungen zu erwarten sind und ob sich die BVB-Aktie als Volksaktie eignet.

3.4.2 Prognose der langfristigen Kursentwicklung

Studien zu den Kursverläufen englischer Fußball-Aktien kommen zu dem Ergebnis, dass die Kursentwicklung signifikant mit den kurzfristigen sportlichen Ereignissen der jeweiligen Clubs korreliert.⁴⁵ Die permanente (Neu-)Bewertung der Aktien nach jedem Spieltag führt dazu, dass die Volatilität von Fußballaktien langfristig deutlich höher als vergleichbare Indices liegt.⁴⁶

Von den zwanzig notierten englischen Clubs werden derzeit nur noch zwei über ihrem Emissionskurs gehandelt. Im Zeitraum Dezember 1995 bis Juli 1999 ist der

⁴⁴ Ähnlich wie bei den anderen aktuellen Neuemissionen ist sogar mit einer mehrfachen Überzeichnung zu rechnen. Vgl. O.V., Die Banken sind der Zeichnungslust der Anleger nicht gewachsen, FAZ, 26.02.00, S. 25.

⁴⁵ Die sportliche Entwicklung am Spieltag beeinflusst die Kursentwicklung der Fußballaktien in den darauf folgenden Tagen signifikant. Vgl. Lehmann, E./Weigand, J. (1998), S. 114.

⁴⁶ Auf kurzfristige Sicht lässt sich eine höhere Volatilität jedoch nur während der Spielzeit beobachten. In der spielfreien Sommerpause folgen die Fußballaktienkurse der allgemeinen Börsenentwicklung. Vgl. Lehmann, E./Weigand, J. (1998), S. 114.

bedeutendste Fußballaktien-Index, der Kick-Index⁴⁷, rund 118% gestiegen. Ohne die hohe Gewichtung von Manchester United und deren guten Kursperformance hätte der Verlust jedoch rund 50% betragen.⁴⁸ Auch Einzelinvestments verliefen aus Anlegersicht äußerst verlustreich. Einige Clubs wurden bereits aufgrund sportlicher oder wirtschaftlicher Probleme aus dem Handel genommen.⁴⁹ Die durchschnittliche Dividendenrendite der englischen Fußballclubs liegt deutlich unter der Dividendenrendite des englischen Blue-Chip-Indices FTSE 100.⁵⁰

Die aktuellen Entwicklungen im europäischen Fußball deuten auf weiter steigende Umsatzzahlen durch TV-Einnahmen hin. Auch könnte die zurückgebliebene TV-Einnahmenentwicklung im europäischen Vergleich der BVB-Aktie Kursfantasie verleihen.⁵¹ Solange jedoch die europäischen Clubs die Explosion der Spielergehälter nicht in den Griff bekommen, werden voraussichtlich weiterhin alle zusätzlichen Einnahmen auf die Spieler umverteilt werden. Eine signifikante Gewinnerzielung kann aufgrund dieser Problematik und den angeführten strukturimmanenten Ineffizienzen von Borussia Dortmund nicht erwartet werden: „... any extra TV revenue will go straight into player pockets. Until the wages issue is confronted head on, the [football] sector will surely continue little hope of returns to investors, either in the shape of dividends or capital growth.“⁵²

⁴⁷ „The Kick-Index, or Bloomberg Football Club Index, is a capitalisation-weighted index of companies that own or operate an English or Scottish football club. There are two groups represented within the index: Premier and Non-Premier League clubs. The index was developed with a base value of 100 as of December 19, 1995.“ Siehe Bloomberg Index Description Page, www.bloomberg.co.uk.

⁴⁸ Vgl. WGZ (1999), S. 11 f.

⁴⁹ Z.B. Manchester City und Hisberian Edinburgh in England und Austria Wien in Österreich. Vgl. WGZ (1999), S. 4.

⁵⁰ Mit einer Dividend Yield von 0,64 liegt der Kick Index fast 75% unter der Dividendenrendite des FTSE100 (Status 28.02.2000). www.bloomberg.co.uk.

⁵¹ Zu den Entwicklungen der TV-Einnahmen im europäischen Profifußball siehe Zacharias, E. (1999), S. 132 ff.

⁵² Butler, O. (2000): All set for the Premier League rights battle, Soccer Investor, Nr. 8, 2000, S. 2.

Die BVB-Aktie eignet sich aufgrund der zu erwartenden hohen Volatilität, der vergleichsweise geringen Dividendenrendite und der niedrigen Ertragserwartungen weder als Volksaktie noch als langfristiges Investment.⁵³

4. Implikationen der Börsengänge auf Ligaebene

4.1 Durchbrechung oder Anheizung des Rattenrennens?

Die Ausgliederung der wirtschaftlichen Aktivitäten in eine Kapitalgesellschaft mit spezifizierten Gewinnaneignungs- und Liquidationserlösrechten könnte deeskalierend auf die in Turnieren immanente Rattenrennen-Problematik wirken.⁵⁴

Börsennotierte Clubs würden demnach durch die Disziplinierung des Kapitalmarktes und interner Aufsichts- und Kontrollregelungen gezwungen, auf eine Überinvestition in Spielstärke zu verzichten und auf eine rationale Mittelverwendung zu achten. Zusätzliche Investitionen würden dann nur nach strengen Grenzertrags- und Grenzkostenabwägungen erfolgen.⁵⁵

Gemessen am konkreten Umstrukturierungsbeispiel Borussia Dortmund scheinen diese Hoffnungen verfrüht. Die Disziplinierungseinflüsse des Kapitalmarktes werden durch die gewählte Unternehmensstruktur minimiert, von den Kontroll- und Aufsichtsinstitutionen ist keine effektive Corporate Governance zu erwarten. Die nutzenmaximierenden Einflüsse des Altvereins werden eine rein gewinnmaximierende Ausrichtung der KGaA verhindern und weiter auf sportliche Überinvestition drängen.⁵⁶

⁵³ Nach einer anfänglichen Emissionseuphorie könnte der Kurs der BVB-Aktie analog der Kursentwicklungen englischer Neuemissionen deutlich fallen.

⁵⁴ Bei einem Wettbewerb, in dem die Erhöhung der Inputfaktoren von allen Beteiligten beobachtet werden kann, kommt es trotz gleichbleibendem Gewinn zu einem eskalierenden Rüstungswettbewerb mit einem ineffizient hohen Inputniveau. Dieses in allen Beförderungsturnieren zu beobachtende Verhalten wurde erstmalig von Akerlof, G.A. (1976) als Rattenrennen bezeichnet. Siehe auch Frick, B. (1997), S. 6-7; Dietl, H./Franck, E. (1999), S. 4 ff; Franck, E./Müller, C. (1997), S. 4.

⁵⁵ Vgl. Franck, E./Müller, J.C. (1998), S. 127.

⁵⁶ „Wir werden, meinte einer im Hinblick auf die Emissionserlöse, damit weitere teure Spieler einkaufen. Die Frage ist, ob wir das wollen. Die Versammlung gab ihm die Antwort mit einem zunächst geraunten, dann lauten, klaren Ja!“ Bericht der BVB-Mitgliederversammlung am 28.11.99. Vgl. Borussia aktuell, Nr. 01/2000, S. 6.

Voraussichtlich wird die hohe Investition in Spielstärke aus den Emissionserlösen alle anderen Bundesligisten zu Nachfolgeinvestitionen zwingen. Um die relative Spielstärke aufrechtzuerhalten, müssen auch sie nun neue Finanzmittel generieren. Aufgrund der angespannten wirtschaftlichen Situation⁵⁷ und der investitionshemmenden Rechtsform stehen den Clubs derzeit nur der Börsengang oder der Verkauf von Rechten an Rechtevermarkter zur Auswahl.⁵⁸ Im Falle eines Börsengangs werden sich die meisten Clubs vermutlich für die Rechtsform KGaA entscheiden und einen Großteil des Emissionserlöses in Spielstärke investieren. Folge wäre nicht eine Durchbrechung des Rattenrennens, sondern vielmehr eine kollektive Anheizung.

Tabelle 2: Entwicklung Bilanz- und GuV-Kennzahlen englischer Clubs⁵⁹

| | 98/99 | 97/98 | 96/97 | 95/96 | 94/95 | 93/94 | 92/93 |
|---|---------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|
| Durchschnittliche Umsatzrentabilität mit ManU ⁶⁰ | -8,53% | 3,58% | -0,09% | -18,10% | 1,84% | 5,35% | 6,73% |
| Durchschnittliche Umsatzrentabilität ohne ManU | -14,50% | 1,31% | -7,44% | -26,65% | -5,37% | 1,09% | 5,31% |
| Durchschnittlicher Anteil Gehälter zu Umsatz | 59,25% | 51,72% | 47,04% | 49,87% | 44,79% | 48,40% | n.a. |
| Durchschnittlicher Anteil Netto-Transferausgaben zu Umsatz | 18,93% | 13,56% | 17,91% | 30,49% | 11,89% | 10,38% | 9,16% |

Interessante Aufschlüsse dürften in diesem Zusammenhang die englischen Entwicklungen liefern.⁶¹ Die Anhäufung der Börsengänge (insgesamt 14, davon 9 Premier League-Clubs) in den Jahren 1996 und 1997 deutet zumindest auf einen

⁵⁷ Die Verschuldung wird Anfang 2000 auf 900 Mio. DM geschätzt. Das sind etwa 70% des jährlichen Bruttoumsatzes der 36 Erst- und Zweitligisten in Höhe von 1,3 Mrd. DM. Siehe Franzke, R., Die gefährliche Politik der Vereine, Kicker, 17.01.2000, S. 15.

⁵⁸ Zu den Auswirkungen von Beziehungen mit Rechtevermarktern siehe Kipker, I. (2000b).

⁵⁹ Quelle: Deloitte & Touche (1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000), Soccer Investor Nr. 01/2000.

⁶⁰ Berechnung Pre-Tax-Profit after Transfers dividiert durch Turnover. Die Ergebniskennzahl inklusive der Transferaktivitäten ist in diesem Zusammenhang als Maßstab dem Operating Profit vorzuziehen, da insbesondere die Transfereinnahmen und –ausgaben als Indikator für Überinvestitionen dienen und somit einen besseren Aufschluss über die Investitionsaktivitäten liefern.

⁶¹ Der Vergleich Bundesliga - Premier League ist nur begrenzt aussagekräftig, da teilweise die englischen Clubs schon vor ihrem Börsengang in Kapitalgesellschaften und Eigentümergesellschaften firmierten, die nicht die Ineffizienzen der Rechtsform Idealverein aufweisen.

gewissen Nachfolgezwang der Clubs hin. In der aktuellen Spielzeit 99/00 sind 11 der 20 Erstligisten an der Börse notiert. Zu untersuchen ist, welche Effekte von den Börsengängen ausgegangen sind und inwieweit die Neuverteilung der Verfügungsrechte investitionshemmend gewirkt hat.

Eine Verbesserung der Profitabilität der Clubs seit der Spielzeit 1996/1997 ist deutlich erkennbar. Nach vier Jahren erzielen die Clubs erstmals wieder eine durchschnittlich positive (wenn auch geringe) Umsatzrendite. Allerdings erwirtschaftet die Mehrzahl der englischen Clubs nur marginale Gewinne.⁶² Zur Investition in Spielstärke (Gehalt, Transferausgaben) können derzeit noch keine aussagekräftigen Rückschlüsse gezogen werden.⁶³ Die Spielergehälter machen nach wie vor rund die Hälfte des Umsatzes der Clubs aus. Die ansteigenden absoluten Ausgaben für Transfers und Gehälter deuten aber nicht auf eine signifikante Eindämmung der Überinvestition in Spielstärke hin.

Profiteure der Börsengänge und des angeheizten Rattenrennens könnten demnach wiederum die Spieler sein. Die Bekanntgabe des Börsenganges könnte für die Clubs in diesem Zusammenhang auch negative Signalwirkungen haben. Aktuelle und potenzielle Spieler werden auf die gestärkte Eigenkapitalbasis und die Notwendigkeit zur sportlichen Verstärkung mit erheblichen Aufschlägen bei Gehalts- und Transferverhandlungen reagieren.

Die aktuellen Entwicklungen auf dem europäischen Transfermarkt deuten darauf hin, dass der Trend der stark ansteigenden Transfersummen, Handgelder und Gehälter weiter anhält. Die Emissionserlöse könnten somit verstärkt den Spielern zufließen. Die nach dem Bosman-Urteil prophezeite Einkommensumverteilung von den Clubs zu den Spielern findet derzeit statt.⁶⁴ Ein Ende dieser Entwicklung ist aufgrund der aktuellen Hilflosigkeit von Verbänden und Clubmanagement derzeit nicht in Sicht. Die finanziellen Mittel des Börsenganges werden unter diesen Umständen schnell aufgezehrt sein.

⁶² „... over 80% of Premier League clubs generated operating profits. In 1997/98 eight clubs reported operating profits of greater than 5 million GBP – up from five clubs the year before.“ Deloitte & Touche (1999), S. 6.

⁶³ Zum einen ist der Untersuchungszeitraum zu kurz, zum anderen könnten die Änderungen mit den Entwicklungen auf dem internationalen Spielermarkt nach dem Bosman-Urteil erklärt werden.

⁶⁴ Vgl. Frick, B./Wagner, B. (1996), S. 612; Schellhaaß, H./Enderle, G. (1998), S. 300; Simmons, R. (1997), S. 17.

Eine Durchbrechung des Rattenrennens erscheint nur bei einer vollständigen Lösung vom Altverein mit gleichzeitiger Öffnung gegenüber dem Kapitalmarkt und weiteren institutionellen Änderungen in der Ligaorganisation möglich.

4.2 Verschärfung des wirtschaftlichen Ungleichgewichtes?

Nur eine begrenzte Anzahl von deutschen Erstligisten dürfte aufgrund der o.a. Rahmenbedingungen das Potenzial besitzen, einen erfolgreichen Börsengang durchzuführen. Dies könnte wiederum das wirtschaftliche und sportliche Gleichgewicht des nationalen Wettbewerbs gefährden.

In diesem Zusammenhang dürften die englischen Daten weitaus aufschlussreicher sein. Zu untersuchen ist, inwieweit sich die Börsengänge auf die wirtschaftliche Ausgeglichenheit der Premier League ausgewirkt haben.

Tabelle 3: Wirtschaftliche Gleichgewichtsindikatoren Premier League (1992/3-1998/9)⁶⁵

| | 98/99 | 97/98 | 96/97 | 95/96 | 94/95 | 93/94 | 92/93 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Variationskoeffizient | 0,67 | 0,65 | 0,76 | 0,63 | 0,80 | 0,77 | 0,60 |
| Gini-Koeffizient | 0,338 | 0,293 | 0,245 | 0,174 | 0,173 | 0,142 | 0,100 |
| Standardabweichung | 22,36 | 18,49 | 17,61 | 10,95 | 11,66 | 8,76 | 5,48 |
| Spannweite | 97,48 | 80,02 | 78,70 | 47,44 | 55,43 | 39,30 | 21,62 |

Alle wirtschaftlichen Gleichgewichtsindikatoren – bis auf den Variationskoeffizienten - deuten darauf hin, dass das wirtschaftliche Gefälle zwischen wirtschaftsstarken und -schwachen Teams seit Anfang der neunziger Jahre kontinuierlich zunimmt. Wie erwartet, machen sich die Börsengänge in den Jahren 1996 und 1997 signifikant mit einem sprunghaften Anstieg der Indikatoren bemerkbar.

4.3 Auswirkungen auf das sportliche Gleichgewicht

Anhand mittelfristiger sportlicher Gleichgewichtsindikatoren muss nun geprüft werden, welchen Einfluss die wirtschaftliche Entwicklung auf die sportliche Ausgeglichenheit der Premier League hat.⁶⁶

⁶⁵ Gemessen am Umsatz (Turnover) der einzelnen Clubs in der jeweiligen Spielzeit. Quelle: Deloitte & Touche (1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000). Dabei wird davon ausgegangen, dass der Umsatz ein besserer Indikator für das wirtschaftliche Potenzial ist als bspw. die Marktkapitalisierung oder der Gewinn.

Tabelle 4: Sportliche Gleichgewichtsindikatoren Premier League (1992/3-1998/9)⁶⁷

| | 98/99 | 97/98 | 96/97 | 95/96 | 94/95 | 93/94 | 92/93 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Vrooman-Index ⁶⁸ | 1,51 | 1,34 | 1,30 | 1,63 | 1,67 | 1,59 | 1,06 |
| Variationskoeffizient | 0,273 | 0,238 | 0,237 | 0,291 | 0,287 | 0,273 | 0,182 |
| Gini-Koeffizient | 0,244 | 0,221 | 0,212 | 0,272 | 0,211 | 0,199 | 0,122 |
| Standardabweichung | 14,00 | 12,43 | 12,04 | 15,16 | 16,32 | 15,45 | 10,37 |
| Spannweite | 49,00 | 45,00 | 41,00 | 53,00 | 62,00 | 62,00 | 44,00 |

Anhand der vorliegenden Indikatoren lässt sich kein eindeutiger Trend für das sportliche Gleichgewicht feststellen. Die Spielzeiten 92/3-95/6 sind durch ein größeres Leistungsgefälle zwischen spielstarken und –schwachen Teams gekennzeichnet als die Folgespielzeiten.

Bezogen auf die vorliegenden Indikatoren existiert in den neunziger Jahren in der englischen Premier League kein signifikanter linearer Wirkungszusammenhang zwischen der wirtschaftlichen und sportlichen Ausgeglichenheit der Liga.⁶⁹ Es ist davon auszugehen, dass die Veränderung der Ligagröße einen größeren Einfluss auf das sportliche Wettbewerbsniveau hat als das wirtschaftliche Leistungsgefälle.⁷⁰

⁶⁶ Bei allen Indikatoren gilt: Je höher der Wert, desto größer das sportliche Ungleichgewicht. Zur Bedeutung der einzelnen mittelfristigen sportlichen Gleichgewichtsindikatoren siehe Frick (1997), S. 12 ff.

⁶⁷ Berechnung anhand der erreichten Punkte in den Abschlusstabellen am Saisonende. Quelle: Rothmans Yearbook (1999), S. 32 ff.

⁶⁸ Der Vrooman-Index (VI) stellt die Standardabweichung der „idealen“ Siegquote dar, die sich einem Wettbewerb mit durchgängig gleichstarken Mannschaften ergeben würde, in Beziehung zur tatsächlichen Siegquote. Bei kompletter Ausgeglichenheit nimmt dieser Index den Wert 1 an. Je größer der Index, desto unausgeglichener ist der sportliche Wettbewerb. Vgl. Vrooman, J. (1995), S. 976 ff.

⁶⁹ Während die wirtschaftlichen und sportlichen Indikatoren untereinander signifikant linear korrelieren, lässt sich zwischen den beiden Indikatoren keine Wirkungsbeziehung feststellen. Die Ergebnisse sollten jedoch nicht überbewertet werden, da die Datenmenge (n = 6) sehr gering ist.

⁷⁰ Die niedrige sportliche Wettbewerbsintensität könnte aus der Vergrößerung der Premier League von 20 auf 22 Clubs in den Spielzeiten 91/92 bis 95/96 resultieren.

Da für die englische Premier League in empirischen Studien⁷¹ ein signifikanter Pay-Performance-Zusammenhang nachgewiesen wurde, könnte dieses Ergebnis auf das Time-Lag bei Investitionen in Spielstärke zurückzuführen sein.⁷² Die Ergebnisse von Frick, Lehmann, Weigand deuten darauf hin, dass der kurzfristige Pay-Performance-Wirkungsgrad, konkret die Effektivität von personellen Verstärkungen, weitgehend überschätzt wird.⁷³ Ein Time-Lag zwischen kurz- und langfristigem Pay-Performance-Wirkungsgrad könnte demnach auch in der englischen Premier League existieren.⁷⁴ Die gestärkte Kapitalbasis würde demzufolge erst in den kommenden Jahren auf das sportliche Gleichgewicht einwirken.

Verschärfend auf die wirtschaftliche Unausgeglichenheit dürfte sich die Beteiligung der Aktionäre als neue Interessengruppe in der Solidargemeinschaft Ligawettbewerb auswirken. Die Beibehaltung des umfangreichen Finanzausgleichs im Rahmen der zentralen TV-Vermarktung könnte somit weiter erschwert werden.⁷⁵

5. Resümee und Ausblick

Eine signifikante Verbesserung der institutionellen Ineffizienzen ist durch den Rechtsformwechsel von Borussia Dortmund nicht zu erwarten. Mit der Rechtsform GmbH & Co. KGaA hat der BVB aus institutionenökonomischen Aspekten eine

⁷¹ Für die englische Football League ermitteln Kuypers/Szymanski einen vergleichsweise engen Zusammenhang zwischen den Ausgaben für Spielergehälter und der Positionierung am Saisonende: „...teams that invest into players do better on the pitch.“ Kuypers, T./Szymanski, S. (1999), S. 35.

⁷² Einen weiteren Erklärungsansatz könnte die Mittelverwendung der börsennotierten Clubs bieten. Es ist daher zu untersuchen, in welchem Ausmaß Emissionsbeträge in die Investition in Spielstärke geflossen sind.

⁷³ Die Untersuchungen von Frick, Lehmann und Weigand weisen zwar einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen Marktwert und Tabellenrang einer Mannschaft nach, allerdings führt eine Verdoppelung des Mannschaftswertes durch Neuverpflichtungen c.p. lediglich zu einer kurzfristigen Verbesserung des Punktekontos um durchschnittlich 10%. Vgl. Frick, B./Lehmann, E./Weigand, J. (1999), S. 501 f.

⁷⁴ Zur kurzfristigen sportlichen (In-)Effektivität von Verstärkungen siehe Deloitte & Touche (1999), S. 40. „...there is virtually no direct correlation between transfer spending and sporting performance.“

⁷⁵ Investoren könnten eine Unterstützung der nationalen Untersysteme, mit dem gleichzeitigen Risiko, die nationale und internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren, nicht akzeptieren und mit dem Ausstieg in eine Konkurrenzliga drohen. Vgl. Kipker, I./Parensen, A. (1999).

ineffiziente Rechtsformalternative ausgewählt. Im Vergleich zur Aktiengesellschaft werden die Verfügungsrechte der Aktionäre und Mitglieder stark eingeschränkt, die Spielräume des Managements erhöht und durch die Unternehmensstruktur intransparent und kompliziert gestaltet. Zu berücksichtigen ist, dass auch die Rechtsformalternative Aktiengesellschaft (auch ohne Altvereinbeteiligung) aus institutionenökonomischer Sicht nur eine Second-Best-Lösung darstellen würde, da eine hohe Beteiligung von Kleinaktionären an den Fußballaktien zu erwarten ist.⁷⁶

Der größte Nutzen der Umstrukturierungsbestrebungen aus Sicht der Clubs liegt in der Stärkung der Eigenkapitalbasis, da den Lizenzspielabteilungen dreistellige Millionenbeträge zufließen könnten. Die erhöhte Kapitalbasis aus den Börsengängen einiger Clubs dürfte aber wiederum destabilisierend auf das wirtschaftliche Gleichgewicht der Liga wirken. Dies dürfte allein aus der Tatsache resultieren, dass nur wenige Clubs ausreichendes Potenzial für einen erfolgreichen Börsengang besitzen:⁷⁷ „Only soccer clubs like Bayern München, Borussia Dortmund and Hertha BSC Berlin (Hertha and BVB only in an efficient legal status) have a good chance for a successful flotation and share performance.“⁷⁸ Ein Spill-Over-Effekt auf die sportliche Ausgeglichenheit der Liga ist langfristig zu vermuten, kann aber aufgrund des kurzen Betrachtungszeitraumes für die englische Premier League nicht ausreichend nachgewiesen werden. Auch für die Implikationen auf das ligaimmanente Rattenrennen bieten die empirischen Daten derzeit noch kein befriedigendes Ergebnis. Während die weiter ansteigenden Ausgaben für Transfers und Gehälter sowie der Domino-Effekt bei den Börsengängen für eine Anheizung sprechen, deuten die verbesserten wirtschaftlichen Ergebnisse auf eine Eindämmung der Überinvestitionen hin. Die Ableitung von Handlungsempfehlungen auf Ligaebene im Rahmen der deutschen Ligaorganisation erscheint daher verfrüht.

⁷⁶ Die Kontroll- und Disziplinierungsmöglichkeiten sind für Kleinaktionäre ähnlich gering wie für Vereinsmitglieder. Vgl. Kräkel, M. (1999), S. 292 ff.

⁷⁷ Zu den Anforderungen zur Börsenzulassung siehe Hopt, K. (1991), S. 782 ff.

⁷⁸ Kipker, I (2000a), S. 8. Die Studie der DG-Bank kommt zu einem anderen Ergebnis. Sie geht davon aus, dass alle Clubs über eine ausreichende Börsenreife bzw. über ein ausreichendes Börsenpotenzial verfügen, und plädiert für einen gleichzeitigen Börsengang aller Bundesligisten. Vgl. DG-Bank (1998).

Literaturverzeichnis

- Akerlof, G.A. (1976): The Economics of Caste and the Rat Race and other woeful Tales. Quarterly Journal of Economics, Nr. 90, S. 599-617.
- Borussia Dortmund (1992): Satzung von Borussia 09 e.V. Dortmund, Dortmund, 1992.
- Büch, M.-P. (1985): Sportmanagement dargestellt am Beispiel Fußball. Olympische Jugend, Heft 8, S. 10-11.
- Büch, M.-P. [Hrsg.] (2000): Märkte und Organisationen im Sport: Institutionenökonomische Ansätze. Schorndorf.
- Deloitte & Touche (1994-2000): Annual Review of Football Finance. 08/1994-04/2000, Manchester.
- DG-Bank (1998): Die Bundesliga geht an die Börse. 22.05.98, Frankfurt.
- Dietl, H. und Franck, E. (1999): Effizienzprobleme in Profisportligen. Freiburger Arbeitspapiere, Nr. 99/4.
- EBS (1999): Sport an die Börse – Träumerei oder wirtschaftliche Notwendigkeit? Resümee des SPORTS Roundtables an der European Business School, 03.05.99.
- FC Bayern München (1996): Satzung von FC Bayern München e.V., München, 08.05.1996.
- Fortuna Düsseldorf (1992): Satzung von Fortuna Düsseldorf 1895 e.V., Düsseldorf, 23.01.1992.
- Franck, E. (1995): Die ökonomischen Institutionen der Teamsportindustrie. Wiesbaden.
- Franck, E. (1998): Zur Organisation von Sportligen – Übersehene ökonomische Argumente jenseits von Marktmacht und Kollusion. Freiburger Arbeitspapiere, Nr. 98/4.
- Franck, E. (2000): Die Verfassungswahl bei Fußballclubs unter besonderer Beachtung der spezifischen Produktionsstruktur des Teamsports. In: Büch, M.-P. [Hrsg.]: Märkte und Organisationen im Sport: Institutionenökonomische Ansätze. Schorndorf.

-
- Franck, E. und Müller, J.C. (1997): Zur ökonomischen Struktur des Rattenrennens. Freiburger Arbeitspapiere, Nr. 97/15.
- Franck, E. und Müller, J.C. (1998): Kapitalgesellschaften im bezahlten Fußball. Zeitschrift für Betriebswirtschaft. Ergänzungsheft 2, S. 121-141.
- Frick, B. und Wagner, G. (1996): Bosman und die Folgen. WiSt, Nr. 12/96, S. 611-615.
- Frick, B. (1997): Kollektivgutproblematik und externe Effekte im professionellen Team-Sport. Diskussionspapier 2/97, Oktober 1997.
- Frick, B., Lehmann, E. und Weigand, J. (1999): Kooperationserfordernisse und Wettbewerbsintensität im professionellen Teamsport. In: Engelhard, J. und Sinz, E. [Hrsg.]: Kooperation im Wettbewerb, S. 497-523.
- Fuhrmann, C. (1999): Ausgliederung der Berufsfußballabteilung auf eine AG, GmbH oder eG? Frankfurt.
- Galli, A. (1996): Lizenzvergabe durch den DFB-Anforderungen an das externe Rechnungswesen. SpuRt, Nr. 3/96, S. 79-83.
- Heckelmann, D. (1979): Der Idealverein als Unternehmer? Archiv für civilistische Praxis, Heft 1-2, S. 2-56.
- Hemmerich, H. (1983): Die Ausgliederung bei Idealvereinen. Betriebs-Berater, Heft 1, S. 26-31.
- Hopt, K. (1991): Aktiengesellschaft im Berufsfußball. Betriebs-Berater Heft 12, 30.04.1991, S. 778-785.
- Jürgens, U., Rupp, J. und Vitols, K. (2000): Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland. Diskussionspapier, WZB, Berlin.
- Kebekus, F. (1991): Alternativen zur Rechtsform des Idealvereins im bundesdeutschen Lizenzfußball. Diss., Berlin.
- Kipker, I. und Parnsen, A. (1999): Strukturierungsprobleme europäischer Fußballwettbewerbe am Beispiel der Champions League und European Super League. BFuP, Nr. 2/99, S. 136-150.
- Kipker, I. (2000a): Transformation and IPO plans in the Bundesliga. Soccer Investor. Issue 8, S. 6-10.

-
- Kipker, I. (2000b): Die Beziehung von Sport und Medienkonzernen – Eine ökonomische Analyse der Fußball-Bundesliga. Erscheint in 2000 im Tagungsband des Arbeitskreises Sportökonomie.
- Knauth, K.-W. (1977): Die Rechtsformverfehlung bei eingetragenen Vereinen mit wirtschaftlichem Geschäftsbetrieb. Diss., Köln.
- Kräkel, M. (1999): Organisation und Management. Tübingen.
- Kuypers, T. und Szymanski, S. (1999): Winners and Losers: The Business Strategy of Football. London, Penguin Books.
- Lehmann, E. und Weigand, J. (1997): Wieviel Phantasie braucht die Fußball-Aktie? ZfB, Ergänzungsheft Nr. 2/98, S. 1001-120.
- Malatos, A. (1987): Berufsfußball im europäischen Rechtsvergleich. Diss., Saarbrücken.
- McMaster, R. (1997): The Market for Corporate Control in Professional Football: is there an Agency Problem? Journal of the Institute of Economic Affairs, Vol. 17, Nr. 3, 09/97, S. 25-29.
- Müller, J.C. (2000): Fußball-Clubs als Kapitalgesellschaften - einmal institutionenökonomisch betrachtet. In: Büch, M.-P. [Hrsg.] (2000): Märkte und Organisationen im Sport: Institutionenökonomische Ansätze. Schorndorf.
- Raupach, A. (1996): Structure follows Strategy - Grundfragen der Organisation des Zivil- und Steuerrechts im Sport dargestellt am Thema Profifgesellschaften (Teil 2). SpuRt, Nr. 1/96, S. 2-5.
- Rollin, G. und Rollin, J. (1999): Rothmans Football Yearbook 1999-2000. Kent, Headline Book Publishing.
- Schellhaaß, H. und Enderle, E. (1998): Die zentrale Vermarktung von Europokalspielen aus ökonomischer Sicht. Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 1998/V.
- Segna, U. (1997): Bundesligavereine und Börse. ZIP, 18. Jahrgang, Heft 44, S. 1901-1912.
- Siebold, M. und Wichert, J. (1998): Die KGaA für die Profiabteilungen der Vereine der Fußball-Bundesligisten. SpuRt, Nr. 04/98, S. 138-142.

Simmons, R. (1997): Implications of the Bosman Ruling for Football Transfer Markets. Journal of the Institute of Economic Affairs, Vol. 17, Nr. 3, 09/97, S. 13-18.

Steinbeck, A. und Menke, T. (1998): Die Aktiengesellschaft im Profifußball. SpuRt, Nr. 06/98, S. 226-230.

UFA (1998): UFA Fußballstudie 98. Hamburg, 05/98.

Vrooman, J. (1995): A General Theory of Professional Sports Leagues. Southern Economic Journal, Nr. 61, S. 971-996.

WGZ-Bank (1999): Die FC Euro AG. Düsseldorf. 31.07.99.

Zacharias, E. (1999): Going Public von Fußball-Kapitalgesellschaften. Bielefeld.