

Thünen-Series of Applied Economic Theory
Thünen-Reihe Angewandter Volkswirtschaftstheorie

Working Paper No. 16

Wieviel Phantasie braucht eine Fußballaktie?

von

Erik Lehrmann und Jürgen Weigand

Universität Rostock, Universität Erlangen-Nürnberg

Universität Rostock

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät

Institut für Volkswirtschaftslehre

1998

Wieviel Phantasie braucht die Fußballaktie?

Erik Lehmann^{*} und Jürgen Weigand^{}**

Zusammenfassung

Nach dem Vorbild börsennotierter britischer Vereine wird es auch deutschen Profifußballvereinen in absehbarer Zukunft möglich sein, sich in Aktiengesellschaften umzuwandeln. Der anschließende Börsengang soll dann den nach den jüngsten Entwicklungen im Profifußballbereich gestiegenen Kapitalbedarf abdecken und eine im internationalen Vergleich konkurrenzfähige wirtschaftliche Basis schaffen. Eine empirische Untersuchung der Kursentwicklung der börsennotierten englischen Proficlubs zeigt, daß Vereine und potentielle Anleger vor übertriebenen positiven Erwartungen zu warnen sind. Die Erfolgsaussichten eines Börsengangs sind nur für wenige deutsche Spitzenvereine als positiv zu beurteilen.

Summary

Following the example of quoted British Professional football teams German clubs will be enabled to convert from non-profit organizations into stock corporations in the near future. Going public is intended to cover the funding needs required to remain internationally competitive. To evaluate the prospects an empirical analysis investigates the price performance of English football shares. The results indicate that managers of German clubs as well as potential Investors should be warned of expecting too much from going public. Only a few German top teams may have good prospects of succeeding on the stock market.

Schlüsselwörter: Initial Public Offering, Fußball, Sportökonomie,

JEL Klassifikation: L83, G00

^{*} Dipl.-Kfm. ERIK LEHMANN, Universität Rostock, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre - Geld und Kredit, Parkstr. 6, 18057 Rostock. Arbeitsgebiete: Industrieökonomik, Unternehmensfinanzierung, Sportökonomik

^{**} Dr. JÜRGEN WEIGAND, Universität Erlangen-Nürnberg, Volkswirtschaftliches Institut, Lehrstuhl für theoretische Volkswirtschaftslehre, Lange Gasse 20, 90403 Nürnberg. Arbeitsgebiete: Industrieökonomik, empirische Wirtschaftsforschung, Sportökonomik.

A. Einleitung

Die rasante und unaufhaltsame Kommerzialisierung des Profifußballs hat in Deutschland zu einem Wiederaufleben der Diskussion um die "Fußballaktiengesellschaft" geführt. Während die "AG"-Planspiele von Bayern München noch vor einigen Jahren vom DFB und von der großen Mehrheit der Profivereine als reine Gedankenspiele abgetan wurden, hat nun in Anbetracht der jüngsten internationalen Entwicklung ein Umdenken eingesetzt. Eine Hauptursache dieser Kehrtwende ist der infolge des sog. Bosman-Urteils des Europäischen Gerichtshofs¹ enorm gestiegene Kapitalbedarf, der die Vereine zwingt, neue Finanzierungsquellen zu erschließen, wenn sie auf dem (internationalen Markt für Spitzenspieler auch in Zukunft noch erfolgreich mitbieten wollen. Gravierende Veränderungen in der Vergabe der TV-Übertragungsrechte haben den Vereinen in den 1990er Jahren zwar einen Einnahmeboom beschert, doch sind die Gehälter selbst für Durchschnittsspieler inzwischen erheblich angestiegen. Die finanzielle Aufwertung der europäischen Pokalwettbewerbe (insbes. Champions League), die maßgeblich auf die Übernahme der Übertragungen durch private TV-Anbieter zurückzuführen ist, hat auch national zu einem "Aufrüsten" der Mannschaften geführt, um sich für diese lukrativen Wettbewerbe zu qualifizieren. Angesichts der Erfolge mancher britischer Vereine bei der Nutzung des Finanzierungsinstrumentes Börse verspricht sich mancher deutsche Vereinsmanager von der Umwandlung der Profifußballvereine in Aktiengesellschaften und anschließendem Börsengang einen erheblichen Kapitalzufluß. Dadurch sollen nicht nur neue Gehaltsdimensionen erreichbar und internationale Spitzenspieler finanzierbar werden, sondern auch der Neubau von vereinseigenen Stadien. Ähnliche Überlegungen werden in Italien, Spanien, Frankreich und der Schweiz angestellt. Vor allem dieser internationale Druck und die Angst vor einem Verlust an sportlicher Konkurrenzfähigkeit infolge mangelnder Finanzkraft wird wohl in absehbarer Zeit zu einer Änderung der Statuten des Deutschen Fußballbundes (DFB) und zu einer Zulassung der Fußball-Aktiengesellschaft führen.

Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich mit der Notwendigkeit der angestrebten Umwandlung deutscher Profifußballvereine in Kapitalgesellschaften und den Erfolgsaussichten eines Börsengangs. Zunächst stellt Abschnitt B die ökonomischen Besonderheiten des sportlichen Wettbewerbs und der Vereinsfinanzierung im Profifußball heraus. Abschnitt C nennt Gründe für eine börsengestützte Kapitalbeschaffung und diskutiert Vor- und Nachteile des Börsengangs von Profifußballvereinen aus Sicht der potentiellen

Aktionäre und der Vereine. Mit Hilfe einer empirischen Untersuchung der Kursentwicklung englischer Fußballaktien (Kapitel D) werden die Erfolgsaussichten für den Börsengang deutscher Vereine in Abschnitt E diskutiert. Der Beitrag schließt mit einem Fazit und Ausblick in Abschnitt F.

B. Profifußball und Vereinsfinanzierung

Ein fundamentaler Unterschied zwischen Vereinen als Unternehmen im Profiteamsport und Wirtschaftsunternehmen besteht im angebotenen Produkt. Während ein Wirtschaftsunternehmen keiner Konkurrenten bedarf, um ein Produkt zu kreieren, herzustellen und zu vermarkten, ist der einzelne Fußballprofiverein auf die Existenz von und die Kooperation mit Konkurrenten angewiesen. Das Produkt "Unterhaltung durch Fußball" kann nur von mindestens zwei Mannschaften, die gegeneinander antreten, angeboten werden. Die Attraktivität des Wettkampfes liegt für die Zuschauer jedoch nicht allein im Ungewissen Ausgang einzelner Spiele, sondern wird dadurch gesteigert, daß die Profimannschaften in einer Liga organisiert sind und einen Wettbewerb um die (Liga)-Meisterschaft austragen. Das Angebot dieses Gemeinschaftsproduktes konkurrierender, aber sowohl in Angebot als auch Nachfrage wechselseitig voneinander abhängiger Mannschaften setzt wenigstens eine Kooperation der Vereine zur Organisation und Durchführung (inkl. Regelwerk, Kontrollorgane) eines solchen Ligawettbewerbs voraus.

Im Fußballbereich übernimmt auf nationaler Ebene der sog. Verband, wie z.B. in Deutschland der Deutsche Fußballbund (DFB), als Dachorgan und Interessenvertreter der Vereine die Organisation und Durchführung des Ligawettbewerbs. Da es - satzungsrechtlich verankert und sportpolitisch geschützt - nur einen Verband und auch nur eine Profiligen (mit untergeordneten Profi- und Amateurligen) gibt, liegt ein reines Monopol vor, daß entsprechende Monopolrenten im Verkauf seines Produktes realisieren kann. Der DFB besitzt dabei auch im Hinblick auf die nationale TV-Vermarktung des entstehenden Unterhaltungsproduktes eine Monopolstellung, die er im Interesse seiner Mitglieder ausnutzt. Im allgemeinen verfügt zudem jeder Verein der höchsten Profiligen über ein lokales Monopol.² Die lokale Monopolstellung hat in früheren Zeiten über die Stadionkapazität und den Zuschauerbesuch maßgeblich die Einnahmen des Vereins bestimmt. Vereine mit großen Stadien und Einzugsgebieten konnten entsprechend hohe Einnahmen erzielen und Sponsoren akquirieren, so daß sie in der Lage waren, Investitionen in die Mannschaft und Gehälter zu finanzieren. Hierfür reichten die Einnahmen aus traditionellen Finanzierungsquellen wie

Mitgliederbeiträge, Eintrittsgelder, Sponsorengelder sowie TV-Einnahmen aus den Absprachen zwischen DFB und den öffentlich-rechtlichen Fernsehanstalten aus.

Die durch Deregulierung im Medienbereich (Zulassung privater TV-Anbieter) und durch kartellrechtliche Entscheidungen erzwungene Liberalisierung im Bereich der TV-Übertragungsrechte hat das bilaterale Monopol DFB-ARD/ZDF aufgebrochen und in ein Angebotsmonopol-Nachfrageoligopol mit entsprechendem Bieterwettbewerb verwandelt. Diese strukturelle Veränderung hat zusammen mit dem fast gleichzeitig einsetzenden Zuschauerboom (s. Abs. E) in den 1990er Jahren zu deutlich höheren Einnahmen für die Vereine geführt. Die starke Zunahme der Fernsehübertragungen hat zudem die früher im wesentlichen lokal, auf das Stadion begrenzte Wirkung des Unterhaltungsangebotes "Fußball" vollständig aufgehoben. Nach dem Motto "Alle Spiele-Alle Tore" transportieren die TV-Sender auch die Spiele der sog. grauen Mäuse in alle Wohnzimmer. Finanziell profitiert haben von dieser Entwicklung besonders die Top-Vereine der Bundesliga. Sie konnten ihre überregional gesteigerte Popularität ausnutzen, um den Fanartikelverkauf (Merchandising) auf nationale Ebene auszudehnen und zu einer wichtigen Einnahmequelle zu machen.

In einer Profiligen müssen alle Mannschaften im eigenen Interesse darauf bedacht sein, daß die Spielstärken der einzelnen Mannschaften nicht zu stark voneinander abweichen. Spielstärke und sportlicher Erfolg hängen aber stark von der Finanzkraft eines Profi Vereins ab (s. Lehmann/Weigand 1997). Kann ein Verein aufgrund der Spielstärke seiner Mannschaft alle anderen Mannschaften längerfristig dominieren, so besteht die Gefahr, daß die Liga wegen der zunehmenden Vorhersagbarkeit von Spielausgängen ihr Spannungselement und damit ihre Attraktivität für den Zuschauer verliert.³ Sinkende Popularität der Liga macht das Unterhaltungsprodukt aber für die Medien und die Werbetreibenden weniger interessant, so daß die Einnahmen auch für den dominierenden Verein zurückgehen können.

In der Bundesliga erfolgte früher ein 'Finanzausgleich' zwischen finanzstarken und finanzschwachen Vereinen vor allem über ein vom DFB geregeltes, die Finanzkraft des spielerkaufenden Vereins berücksichtigendes Transfersystem sowie über eine gleichmäßige Aufteilung der Einnahmen aus Fernsehübertragungen. Das Transfersystem, in dem Ablösezahlungen nach Vertragsablauf obligatorisch waren, wurde durch das Bosman-Urteil des Europäischen Gerichtshofes hinfällig. Auch der Finanzausgleich über die Aufteilung der Fernseheinnahmen wurde auf Druck der führenden Bundesligavereine aufgeweicht. Mit der Spielzeit 1997/98 erfolgt die Verteilung der Fernsehgelder nach der Tabellenposition und

somit nach sportlicher Leistung. Die Vereine partizipierten ebenfalls in Abhängigkeit vom Tabellenplatz an den Einnahmen aus dem Europapokal-Vertrag (ausgenommen Champions League), den der DFB mit den Agenturen ISPR/Ufa abgeschlossen hat (insgesamt ca. 60 Mio. DM). Seit dem 15.12.1997 steht jedoch höchstrichterlich fest, daß Vereine ihre internationalen Spiele selbst vermarkten dürfen. Freiwillige Ausgleichszahlungen der Europapokal-Teilnehmer an die anderen Bundesliga-Mannschaften als eine Art Solidarleistung sind kaum zu erwarten. Ob nach dieser jüngsten Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs das Vermarktungskartell aus DFB und Agenturen für die Bundesligaspiele noch lange zu halten sein wird, ist fraglich, sofern sich DFB und Politiker nicht, wie bereits angekündigt, über eine rasche Novellierung des Kartellrechts einen wettbewerbspolitischen Ausnahmbereich Sport schaffen.⁴

Kritiker befürchten nun, daß der Börsengang von Top-Vereinen wie Bayern München oder Borussia Dortmund die finanzielle Kluft zwischen Davids und Goliaths weiter vergrößert und den Weg in eine Europaliga der Großvereine ebnet.

C. Vom Idealverein zur Kapitalgesellschaft

Die Vereine der deutschen Bundesliga können sich nicht aus eigener Entscheidung heraus in Kapitalgesellschaften umwandeln. Da die Vereine dem sog. Lizenzspielerstatut des DFB unterliegen, kann eine Umwandlung nur nach Änderung dieses Statuts erfolgen. Gemäß §§ 5c, 7 Nr. 1 a Lizenzspielerstatut darf nur ein eingetragener Verein im Sinne des § 21 BGB am Spielbetrieb der Bundesliga teilnehmen. Gegenwärtig wird diskutiert, daß Lizenzspielerabteilungen und wirtschaftliche Geschäftsbereiche (z.B. Merchandising) eines börsenfähigen Vereins auf eine Aktiengesellschaft ausgegliedert werden, während der Verein selbst als eingetragener Verein im Sinne des § 21 BGB bestehen bleibt. Der Verein wird dann Aktionär der Aktiengesellschaft.

Im folgenden sollen zunächst die angeführten Gründe für eine Umwandlung kurz dargestellt werden (I.). Anschließend werden die Vorteile einer Börsenemission von Fußballaktien aus Sicht des Aktionärs (II.) und des Vereins (III.) beleuchtet.

I. Gründe für eine Umwandlung in Aktiengesellschaften

Der überwiegend angeführte Grund für einen notwendigen Börsengang von deutschen Proficlubs ist der drastisch gestiegene Kapitalbedarf als Folge des Bosman-Urteils (1.), der Aufwertung der europäischen Wettbewerbe (2.) und des beabsichtigten Baus vereinseigener

moderner Stadien (3.). Getragen wird der Enthusiasmus mancher Vereinsrepräsentanten für einen Börsengang vom Börsenerfolg des britischen Spitzenclubs Manchester United (4.). Ein willkommener, von Vereinsführern meist nur indirekt angesprochener Nebeneffekt einer Umwandlung in Kapitalgesellschaften liegt darin, daß eine neue Führungsstruktur erforderlich ist, die eine Änderung der Entscheidungsgewalten gegenüber der traditionellen vereinsrechtlichen Mitgliederdemokratie bedeutet (5.).

1. Die Folgen des Bosman-Urteils

Das Bosman-Urteil hat die Verhandlungsposition der Spieler bei Vereinswechsel nach Vertragsablauf erheblich verbessert. Während die Ablösezahlungen früher dem abgebenden Verein zufließen, profitiert nun der Spieler in Form eines "Handgeldes" für den Vertragsabschluß und/oder eines deutlich höheren Gehaltes. Die Vereine müssen selbst für Durchschnittsspieler höhere Gehälter zahlen als vor Inkrafttreten des Bosman-Urteils (vgl. Lehmann/Weigand 1997, S. 328 f.). Konsequenz ist, daß die Vereine mit Spitzenspielern langfristige und entsprechend höher dotierte Verträge abschließen müssen. Die lange Vertragslaufzeit hat zwar für den Verein einerseits den Vorteil, daß der Spieler von einem anderen Verein nur gegen Ablösezahlung aus dem laufenden Vertrag "herausgekauft" werden kann. Andererseits steigt für den Verein das finanzielle Risiko, daß der Spieler nicht mehr die erwartete Leistung bringt ("Rentenvertrag"), der Vertrag aber von Vereinsseite nur unter Abfindungszahlung aufgelöst werden kann und ein Weiterverkauf des Spielers unmöglich ist.

2. Europäische Wettbewerbe und (inter)nationale Konkurrenz

In einem Europa mit demnächst einheitlicher Währung ist es wohl nur eine Frage der Zeit, bis sich aus dem jetzigen Europapokal-System eine "Europa-Liga" entwickelt. Die wirtschaftliche Basis von Vereinen in einer solchen Liga wird zwangsläufig eine andere sein müssen als die gegenwärtige deutscher Erstligavereine. Fußball-AG und Börsengang sind dann mit Blick auf die Spitzenvereine eine notwendige und logische Maßnahme, um international 'wettbewerbsfähig' zu sein. Aufgrund der Einnahmen aus Fernseh- und Vermarktungsrechten wird bereits heute ein großer Teil der Gewinne der deutschen Top-Vereine in den europäischen Wettbewerben, hier vor allem in der Champions League, erwirtschaftet. Bereits die Qualifikation für die Champions League ist mit einer lukrativen Prämie verbunden. Bei Weiterkommen und Erfolg in diesen Wettbewerben erreichen die Einnahmen aus Ticketverkauf, Fernseh- und Vermarktungsrechten sowie UEFA-Prämien schnell Größenordnungen, die im nationalen Bereich nicht realisierbar sind. Diese Zusatzgewinne aus

den europäischen Wettbewerben können dann für Investitionen in teure Spitzenspieler verwendet werden. Mit der Börsenkapitalisierung und den deutlich höheren Einnahmen englischer Vereine aus der TV-Vermarktung ist die Nachfrage nach Spitzenspielern bei unverändertem Angebot gestiegen, so daß die Gehaltsforderungen international und national erheblich zugenommen haben. Internationale Spitzenspieler sind zur Zeit für deutsche Vereine kaum finanzierbar. Gleichzeitig besteht die Gefahr, daß eigene Spitzenspieler abwandern.

3. Stadionneubau

Der Zuschauerboom der letzten Jahre hat wesentlich dazu beigetragen, daß Stadien modernisiert wurden oder daß manche Vereine einen Neubau planen. Dem Beispiel von Ajax Amsterdam folgend wollen zum Beispiel Bayern München und Schalke 04 eigene Stadien mit hohem Komfort und moderner technischer Ausstattung ('Schiebedach', versenkbarer Rasen) bauen. Eigentum am Stadion gibt den Vereinen die Möglichkeit, die Stadionnutzung (z.B. für Konzerte) zu jeder Zeit selbst zu vermarkten und ihre Einnahmen auf diese Weise zu 'diversifizieren'. Zudem schaffen die Vereine bilanzierbares Anlagevermögen, das als Sicherheit für externe Kapitalgeber dienen kann.

4. Börsengang britischer Vereine

Der Erfolg britischer "Fußball-AGs" motiviert auch deutsche Vereinsmanager. Verschiedene britische Proficlubs sind schon seit einiger Zeit als Aktiengesellschaften organisiert und börsennotiert. Der Londoner Club Tottenham Hotspurs war der Vorreiter auf dem Weg an die Börse, wo er 1983 erstmals notiert wurde. Im Zeitablauf folgten Millwall (1986), Manchester United (1991), Celtic Glasgow und Preston Norm End (beide 1995) sowie weitere elf Vereine bis Ende 1997. Die für die Privatanleger reservierten zehn Prozent bei der Zeichnung der Aktien für den Neuling Newcastle United wurden siebenfach überzeichnet⁵. Vorbild für umwandlungswillige Vereinsmanager ist Manchester United. Betrachtet man die Kennzahlen in Tabelle I, so wird deutlich, warum Manager deutscher Fußballclubs sich verstärkt mit einem Börsengang beschäftigen und die Fußballaktie als eine langfristig gute Geldanlage für Investoren ansehen.

Tab. I: Manchester United pic. in Zahlen

	1995/96	1996/97	Veränderung (in %)
Umsatz (in Mio. £)	35,5	87,9	+65
Betriebskosten (in Mio. £)	17,4	25,1	+44
Betriebsgewinn (in Mio. £)	14,1	26,2	+85
Gewinn vor Steuern (in Mio. £)	15,4	27,6	+79
Gewinn je Aktie (in Pence)	18,4	29,8	+61
Dividende (in Pence)	5,0	6,2	+19
Einbehaltener Gewinn (in Mio. £)	8,1	15,0	+85
Eigenkapital (in Mio. £)	40,7	72,4	+78

Quelle: Manchester United

Ein Bruttogewinn von knapp 84 Mio. DM bei einem Eigenkapital von über 200 Mio. DM ist selbst für Deutschlands finanzkräftigste Vereine Bayern München und Borussia Dortmund im Augenblick noch reines Wunschdenken.

5. Durchsetzung neuer Führungs- und Entscheidungsstrukturen

Die Kommerzialisierung des Profifußballs hat die Unvereinbarkeit von wirtschaftlicher Entwicklung und der auf den Prinzipien der Gemeinnützigkeit und Ehrenamtlichkeit fußenden Organisationsform des traditionellen Vereins aufgezeigt. Bei Umsätzen im zwei- und dreistelligen Millionenbereich braucht der Profifußballverein, wie jedes Wirtschaftsunternehmen, betriebswirtschaftlich durchdachte und auf Wirtschaftlichkeit und Gewinnerzielung ausgerichtete Organisationsstrukturen (vgl. Lehmann/Weigand 1997). Mit der Notwendigkeit einer Umwandlung, die den Übergang zu einer aktienrechtlichen Führungsstruktur beinhaltet, könnten sich manche Vereinsführer auf elegante Weise auch von der häufig als hinderlich empfundenen vereinsrechtlichen Mitgliederdemokratie trennen. In einer Fußball-AG wird nicht mehr wie in der traditionellen Hauptversammlung eines Vereins nach Köpfen, sondern nach Kapitalbeteiligung abgestimmt. Die Vorstände (Manager) werden als qualifizierte und bezahlte Fachkräfte nicht von der Mitgliederversammlung nach oftmals von Emotionen geprägten Wahlkampf bestimmt, sondern von einem Aufsichtsrat bestellt. Erfüllen die Vorstände nicht die in sie gesetzten Erwartungen, können sie auch kurzfristig, ohne Einberufung einer außerordentlichen Mitgliederversammlung mit Neuwahl vom Aufsichtsrat entlassen werden. Eine solche AG-Führungsstruktur, wie sie der DFB schon seit einigen Jahren empfiehlt und Schalke 04 erfolgreich eingeführt hat, können sich die Profivereine aber bereits durch entsprechende Änderung der Vereinssatzung geben. Ein Wechsel der Rechtsform ist hierfür nicht nötig.

II. Vorteile einer Emission aus Aktionärssicht

Das primäre Interesse eines Aktionärs gilt der Rendite seiner Investition. Die Rendite ist zum einen vom Preis, den der Aktionär für die Aktie bezahlen muß, und zum anderen von den laufenden Erträgen aus dem Aktienbesitz abhängig. Renditepotentiale liegen in

- der Emissionsrendite,
- der Dividendenzahlung sowie
- der Kursentwicklung (-potential).

Die **Emissionrendite** berechnet sich aus dem Emissionspreis vor der Börsennotierung und dem ersten Börsenkurs. Nach Ehrhardt (1997) beträgt diese Rendite in Deutschland im Durchschnitt 14% bei bankbegleiteter Emission und etwa 17% ohne Bankbegleitung. Als Gründe für ein solches Underpricing des festgesetzten Kurs werden die Reputation des Emissionshauses (Schmidt et. al 1988), die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Emittent und Emissionshaus (Rock 1986) oder die Kurspflege in den ersten Börsenwochen (Ruud 1993) angeführt. Einige Autoren (z.B. Allen/Faulhaber 1989, Chemmandur 1993) sehen im Underpricing ein Signal für den Wert eines Investitionsobjekt.

Eine zu erwartende Emissionsrendite könnte den monetären Anreiz bieten, frühzeitig Aktien von Fußballclubs zu zeichnen. Die Überzeichnungen bei der Börseneinführung englischer Vereine 1997 mögen ein Indiz für einen solchen Anreiz sein. Der Festbesitzanteil der Clubs könnte diesen Anreiz sogar verstärken. Nach Leiand und Pyle (1977) stellt der Festbesitzanteil ein Signal des informierten Eigentümers an die uninformierten Aktionäre hinsichtlich der Renditeerwartungen dar.⁶ Ljungqvist (1994) zeigt, daß die Emissionrendite um so geringer ist, je mehr Aktien beim Publikum plaziert werden. Ferner, und aus Aktionärssicht besonders interessant, ist das Underpricing höher, wenn der Festbesitzanteil 75 übersteigt. Die höhere Rendite kann in diesem Fall als Prämie für den Verzicht auf die Sperrminorität interpretiert werden. Das Ansinnen der Vereine, einen hohen Festbesitzanteil zu halten, läßt unter Umständen ein höheres Underpricing, und damit eine höhere Emissionsrendite zu.

Die durchschnittliche Rendite von Aktien erhöht sich durch laufende geldwerte Vorteile (vgl. Stehle/Hartmond 1991). Hierzu zählen vor allem Dividendenzahlungen, die hauptsächlich aus dem laufenden Geschäftsergebnis finanziert werden. Angesichts des hohen und schwer abzuschätzenden Kapitalbedarfs für Spieler ist bei Fußballvereinen wohl nicht mit hohen Dividenden zu rechnen. Die Dividendenrendite von Manchester United dürfte nach eigenen

Schätzungen bei ca. einem Prozent liegen. Langfristig ist daher eher eine unterdurchschnittliche Rendite zu erwarten.

Als drittes Renditepotential ist die **langfristige Entwicklung** von Neuemissionen zu beachten. Untersuchungen weisen eine langfristige Underperformance deutscher Aktien nach. Die Underperformance setzt etwa 10 bis 18 Monate nach der Börseneinführung ein (vgl. Uhlir 1989, Wittleder 1989, Döhrmann 1990). Ljungqvist (1994) kann auch eine längere Underperformance nicht ausschließen.⁷ Als Ursache für die Underperformance werden Kurskorrekturen nach der Überbewertung am ersten Börsentag und einer Differenzierung der Nachfrage im Anlageverhalten im Zeitablauf (Shiller 1990) oder eine Fehlbewertung durch die Marktteilnehmer zum Zeitpunkt der Börseneinführung (Loughran/Ritter 1995) genannt. Hierbei ist auch der Einfluß der Werbung auf den Verkauf von Aktien nicht zu vernachlässigen, wie die jüngsten Beispiele PRO 7 oder Deutsche Telekom gezeigt haben.

Außer der zu erwartenden Emissionsrendite kann aus Renditeüberlegungen längerfristig kein geldwerter Vorteil der Fußballaktie erwartet werden. Gemessen an der vermutlich geringen Dividendenrendite muß demnach eine •intrinsische Motivation für den Kauf einer Fußballaktie vorhanden sein. Diese kann in der Identifikation mit dem Verein begründet sein. Aus diesem Grund ist eine hohe Mitgliederzahl oder eine große Fangemeinde ein 'must' für eine erfolgreiche Platzierung.

Institutionelle Anleger dürften deutsche Fußballaktien weniger interessant finden, da

- mit einer geringen Rendite zu rechnen ist und
- ein Einfluß der Aktionäre auf die Entscheidungen des Managements nicht gewünscht wird. Ein großer Teil der Aktien soll nämlich in der Hand des Vereins bleiben, um einen beherrschenden Einfluß von Medienunternehmen, Banken oder einen "unfriendly takeover" eines Großkonzerns oder eines Einzelinvestors zu verhindern.⁸

Damit fehlt aus Sicht eines institutionellen Anlegers zunächst sowohl die erwartete Rendite als auch die Phantasie, die in der Möglichkeit der Übernahme besteht. Übernahmen sind aber bei drohendem Konkurs möglich, wenn die Hauptversammlung einem Sanierer durch Kapitalerhöhung die Mehrheit verschafft (wie bei englischen Clubs geschehen) und der DFBH dies nicht verhindern kann, sofern man nicht den Gang vor den Konkursrichter vermeiden will.

Für die Fußballaktien ist eine hohe Volatilität zu erwarten. Neukäufe von Spielern, Entlassungen erfolgloser Trainer oder Dissonanzen im Management werden ebenso zur

Entwicklung des Kurses beitragen wie die wöchentlichen Spielergebnisse oder die mögliche Teilnahme an internationalen Wettbewerben.⁹ Ob die hohe Volatilität als positiv oder negativ einzustufen ist, hängt primär von der Risikoneigung des einzelnen Investors ab. Schütz (1997, S. 20) wertet Fußballaktien als "Nebenwerte mit hohem Beta". Daß die Fans als Aktienbesitzer die Volatilität zum eigenen Vorteil ausnutzen könnten und zu Börsenspekulanten werden, ist weniger wahrscheinlich.

III. Vorteile einer Emission aus Sicht des Vereins

Vorteile einer Aktienemission sind

- die Verbesserung der Eigenkapitalausstattung,
- die Erleichterung zukünftiger Anleihe- und Aktienemissionen,
- Image- und Werbeeffekte sowie
- die Möglichkeit einer stärker erfolgsabhängigen Entlohnung von Spielern, Trainern oder Managern der Vereine

Die Verbesserung der **Eigenkapitalausstattung** hängt in hohem Maße von den Emissionserlösen ab, die vom Volumen der platzierten Aktien sowie vom Emissionspreis determiniert werden. Als Aktionäre kommen insbesondere Vereinsmitglieder sowie Fans in Frage. Neben der Nachfrage bestimmt das Aktienangebot den Emissionserlös. Infolge der Angst vor Übernahmen und unerwünschter Einmischung von Aktionären kann mit einem hohen Festbesitzanteil der Vereine - und damit mit einem niedrigen Emissionsvolumen gerechnet werden.

Der Preis der Aktien dürfte sich weniger an den Aktiva eines Vereins, denn am sportlichen Erfolgspotential und an den Fähigkeiten des Managements orientieren. Entscheidend für den Preis wird sein, ob die Wahl auf Stamm- oder Vorzugsaktien fällt (oder beides). Der Vorteil bei der Emission von Stammaktien liegt in einem höheren Emissionskurs. Dieser höhere Kurs kann als diskontierte Übernahmephantasie interpretiert werden. Ein hoher Festbesitzanteil reduziert diese Phantasie allerdings. Vorzugsaktien weisen aus Sicht des Vereins den Nachteil einer kumulierten Dividendenberechtigung aus (Hartmann-Wendels/von Hinten 1989), sind dafür aber nicht stimmberechtigt. Dem geringeren Preis der Vorzugsaktie bei der Emission und der laufenden Dividendenzahlung steht der Vorteil gegenüber, daß die Mitsprache der Alteigentümer auch nach der Börsenemission gesichert ist und das Risiko einer Übernahme reduziert wird (vgl. Titzrath 1995, S. 140). Dies würde die Platzierung eines größeren

Volumens erlauben und die Emissionserlöse erhöhen. Eine weitere Möglichkeit, bei gegebenem Volumen den Preis zu erhöhen, besteht in einer intensiven Werbung.¹⁰

Die Erleichterung zukünftiger **Anleihe- und Aktienemissionen** spielt dann eine Rolle, wenn in Abhängigkeit vom zukünftigen Kapitalbedarf eine weitere Kapitalbeschaffung notwendig wird. Der Erfolg einer solchen Kapitalbeschaffung hängt von der Performance der Erstemission ab. Ein möglicher **Imageeffekt** durch den Börsengang ist nicht auszuschließen. Vor allem bei der Akquisition von Sponsorengeldern dürfte dies förderlich sein. Des weiteren dürfte eine noch stärkere Anbindung der Fans als "Miteigentümer" erfolgen und so ein nachhaltiges Interesse am Verein fördern.

Von besonderer Bedeutung für den Verein kann die **Mitarbeiterbeteiligung** werden. Spielergehälter und Prämienzahlungen machen einen Großteil der laufenden Ausgaben aus. Längerfristige Verträge mit Spielern erhöhen das finanzielle Risiko der Vereine. Im Gegensatz zu Industrieunternehmen ist der Einfluß des einzelnen Spielers, des Trainers oder des Managers auf die Gesamtleistung der Mannschaft relativ groß. Daher bietet sich eine an die Performance der Vereinsaktien gekoppelte Entlohnung an. Analog zur Bezahlung amerikanischer Topmanager könnten durch den Einsatz von Aktienoptionen hohe Gehälter gezahlt werden, ohne die Eigenkapitalbasis des Vereins zu gefährden.

D. Die Kursentwicklung englischer Fußballaktien: Eine empirische Untersuchung

Um die Diskussion über die Erfolgsaussichten eines Börsengangs und potentielle Einflußfaktoren der Kursentwicklung wissenschaftlich zu fundieren, haben wir die Entwicklung englischer Fußballaktien zwischen August 1995 und November 1997 empirisch untersucht. Die im folgenden verwendeten Kursdaten und sportlichen Daten der 15 am 10.11.97 offiziell an der London Stock Exchange notierten Vereinen wurden von uns aus den wöchentlichen Veröffentlichungen der englischen Wirtschafts- und Sportpresse zusammengetragen.

Tab. 2: Die börsennotierten englischen Proficlubs und ihre Kursentwicklung

Verein	Notiert seit	Liga	Kurs am 14.08.95 (Tabellenrang)	Kurs Spieljahr 96/97 (Tabellenrang)	Ende Kurs 10.11.97 (Tabellenrang)	Veränderung Erster Kurs zu Kurs 10.11.97 (in Prozent)
Manchester United	vor 14.08.95	1	159 (-)*	592 (Meister)	650 (1)	+ 308,9
Tottenham Hotspurs	vor 14.08.95	1	30 (-)*	109 (10)	82 (16)	+ 173,3
Aston Villa	12.05.97	1	975 (5)	975 (5)	785 (15)	- 19,5
Newcastle United	07.04.97	1	139 (5)	123 (2)	102 (10)	- 26,6
FC Chelsea (Chelsea Village)	01.04.96	1	60 (10)	127 (6)	105 (4)	+ 75,0
Leeds united (Caspian Group)	05.08.96	1	30 (-)*	28 (11)	25 (5)	- 16,7
FC Southampton** (S.hampton Leisure Holding)	vor 14.08.95	1	46 (-)*	101 (16)	73 (14)	- 51,8**
Sunderland	31.12.96	1, 2	748 (11)	445 (Absteiger)	298 (12)	- 60,2
Sheffield United***	vor 14.08.95	2	36 (-)*	66 (5)	55 (4)	- 49,3***
Birmingham City	10.03.97	2	58 (19)	47 (9)	40 (13)	- 31,0
Charlton Athletic	24.03.97	2	65 (14)	58 (15)	53 (6)	- 18,5
Queens Park Rangers (Loftus Road)	28.10.96	2	75 (9)	63 (9)	33 (14)	- 56,3
West Bromwich Albion	06.01.97	2	25000 (15)	20000 (16)	13500 (3)	- 46,0
Leicester City (L. City Soccer investments)	28.04.97	1	104 (16)	104 (9)	88 (7)	- 15,4
Nottingham Forest	13.10.97	2	62 (1)	- (Absteiger)	60 (2)	- 3,2

Quelle: London Stock Exchange; eigene Recherchen

* kein Tabellenrang angegeben, da Saisonbeginn 21.08.95.

** bis zum 9.12.96 notiert (+-0%). Am 20.01.97 nach Umplazierung zum Kurs von 151,5 Pence wieder gehandelt. (Wurde in der Auswertung berücksichtigt.)

*** bis zum 21.10.96 notiert (+44,2%). Am 20.01.97 nach Umplazierung zum Kurs von 108,5 Pence wieder gehandelt (Wurde in der Auswertung berücksichtigt.)

Tabelle 2 gibt die Vereine, den Tag der Börseneinführung, die Liga-Zugehörigkeit ("1" steht für die oberste Spielklasse Premier League, "2" für Division 1, die 2. Liga), den ersten Kurs der Aktie bzw. den Kurs am Beginn des Beobachtungszeitraumes (14.08.95), den Kurs am Ende der Spielzeit 1996/97 (sofern notiert) sowie den Kurs am Ende des Beobachtungszeitraumes (10.11.97) an. In Klammern hinter den Kursen ist als Indikator für die sportliche Leistung jeweils die erreichte Tabellenposition angegeben.

Börsenstar unter den Vereinen ist eindeutig Meister Manchester United mit einem Kurszuwachs von mehr als 300 Prozent im Beobachtungszeitraum. Abbildung 1 stellt – zum besseren Vergleich auf Basis normalisierter Zeitreihen - die wöchentliche Entwicklung des

Aktienkurses von Manchester United (MU) zwischen August 1995 und November 1997 der Entwicklung des führenden britischen Aktien-Index FTSE 100 gegenüber.

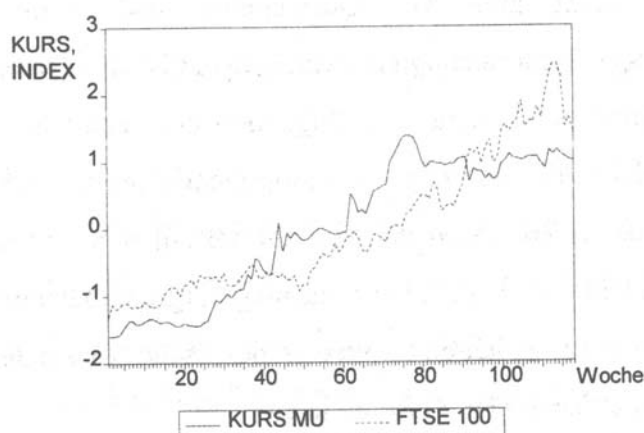


Abb. 1: Entwicklung des Aktienkurses von Manchester United und des FTSE-100

Deutlich wird, daß sich der Aktienkurs von Manchester United und der FTSE 100 Index nicht immer parallel entwickelt haben und sich seit Februar 1997 (79. Woche) eine Abkoppelung abzeichnet.

Tab. 3: Entwicklung der Aktienindizes im Untersuchungszeitraum

	Stand 14.08.95 (1)	Stand 05.08.96 (2)	Stand 10.11.97 (3)	Veränderung (1) zu (3) (in Prozent)	Veränderung (2) zu (3) (in Prozent)
<i>FTSE 100 Index</i>	3441	3788	4807	+ 39,7	+ 26,9
<i>Allshares Index</i>	1699	1871	2281	+ 34,3	+ 21,9
<i>Bloomberg Index</i>	100	221	246	+ 146,0	+ 11,3

Während die Aktienkurse von Manchester United, Tottenham Hotspurs, Chelsea London, Southampton und Sheffield United im Vergleich zu den Aktien-Indizes¹¹ *FTSE 100* und *Allshares*, deren Entwicklung in Tabelle 3 neben der Entwicklung des *Bloomberg* Fußballaktien-Index angegeben ist, überproportional zugenommen haben, ist die Kursentwicklung der zehn Vereine, die als nächste den Börsengang wagten, mehr als ernüchternd. Keiner dieser Vereine konnte den Emissionskurs zum 10.11.1997 halten. Dieses Ergebnis hat seine Ursache nicht in einem verschlechterten Börsenklima, wie Tabelle 3 verdeutlicht. Sowohl die allgemeinen Aktien-Indizes als auch der Bloomberg-Index haben im Zeitraum August 1996 (Börsengang von Leeds United) bis November 1997 zugelegt. Dieses Ergebnis stützt die Einschätzung, daß die neu hinzugekommenen Vereine eigentlich nicht börsenreif waren.

Um den Zusammenhang zwischen der Kursentwicklung der Vereinsaktien und sportlichem Erfolg sowie allgemeiner Börsenentwicklung genauer zu untersuchen, wird die Struktur des Datensatzes, d.h. die Kombination von Querschnitts- und Zeitreihendaten, für eine Regressionsanalyse unter Berücksichtigung vereinspezifischer Besonderheiten genutzt. Faktoren, wie die Tradition des Vereins, die Mitglieder- oder Fan-Gemeinde, aber auch die Managementqualitäten der Vereinsführung, die häufig nicht quantifizierbar oder nicht (direkt) beobachtbar sind, könnten einen systematischen Einfluß auf den Aktienkurs ausüben. Wir betrachten diese Faktoren für die weitere Untersuchung aufgrund des kurzen Untersuchungszeitraum von etwas mehr als zwei Jahren als vereinspezifische Konstanten. Es läßt sich dann folgendes lineare ökonometrische Modell formulieren

$$Kurs_{it} = \alpha_i + \beta_1 Index_{it} + \beta_2 Rang_{it} + \beta_3 Konk_{it} + \mu_{it}, \quad (1)$$

wobei $i = 1, \dots, 15$ die einzelnen Vereine des Datensatzes und $t = 1, \dots, 118$ den Laufindex für die Börsenwochen darstellt.

In Gleichung (1) steht Index jeweils stellvertretend für die drei Aktienindizes *FTSE 100*, *Allshares* und *Bloomberg*, die in der Regressionsanalyse alternativ als "erklärende" Variablen verwendet werden. Rang bezeichnet die wöchentliche Tabellenposition. Diese Variable steht natürlich nur während der Spielsaison zur Verfügung. Die Aktien werden jedoch auch in der spielfreien Zeit an der Börse gehandelt. Daher wird Modell (1) für die spielfreie Zeit ohne Rang geschätzt. Die Variable Konk steht für die Anzahl der börsennotierten Vereine, die sich im Untersuchungszeitraum sukzessive von 4 auf 15 erhöht hat. Für den größten Teil der börsennotierten Vereine gilt $t < 118$, so daß es sich um ein sog. unausgewogenes ("unbalanced") Panel handelt. In (1) sind durch die sog. fixed Effekte α_i , d.h. die vereinspezifischen Regressionskonstanten abgebildet. Die stochastischen Störterme μ_{it} sollten die typischen Eigenschaften, $E(\mu_{it}) = 0$ und $E(\mu_{it}^2) = \sigma_\mu^2$ aufweisen. Die Parameter β_1 , β_2 und β_3 sind durch ein geeignetes ökonometrisches Verfahren zu schätzen. Die direkte Anwendung der üblichen ÖLS Methode auf das Modell (1) ist aus zwei Gründen nicht sinnvoll. Zum einen enthält das Modell individuelle Regressionskonstanten, zum anderen sind die Zeitreihen der Kursvariablen teilweise trendbehaftet (Abb. 1) und daher möglicherweise nicht stationär. Beide Probleme lassen sich durch eine einfache Transformation des Modells beseitigen.¹² Zunächst seien die Kurs-Daten in ihren natürlichen Logarithmus transformiert.

Wendet man nun auf Gleichung (1) den sog. Differenzenfilter an, d.h. man bildet die erste Differenz dieser Gleichung

$$\Delta_t \log Kurs_i = \beta_1 \Delta_t \log Index_1 + \beta_2 \Delta_t Rang_i + \beta_3 \Delta_t Konk_i + \Delta_t \mu_i \quad (2)$$

wobei für jede der Variablen $\Delta_t x_i := x_{it} - x_{it-1}$ den Differenzenoperator darstellt, sind die im Zeitablauf als konstant unterstellten vereinspezifischen Effekte eliminiert und die Zeitreihen | der Aktienkurse sind stationär. Gleichung (2), die jetzt den Zusammenhang zwischen den wochenbezogenen (semi-)logarithmischen Veränderungen abbildet, kann nun konsistent mit OLS geschätzt werden. Zu beachten ist, daß die zu schätzenden Parameter β_1 , β_2 und β_3 durch die Transformation nicht beeinflußt werden. Die folgende Tabelle 4 enthält die ÖLS Schätzergebnisse für die transformierte Gleichung (2).

Tab. 4: Ergebnisse der Panel-Regressionen

	Saison			Spielfreie Zeit			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
$\Delta FTSE$	0,2196 (2,03)			0,2634 (2,16)		0,2680 (1,50)	
$\Delta Allshares$		0,3320 (2,59)			0,3783 (2,659)		0,3331 (1,60)
$\Delta Bloomberg$			0,0181 (1,70)	0,0173 (1,65)	0,0168 (1,62)	0,6524 (4,30)	0,6517 (4,31)
$\Delta Rang$	-0,0027 (2,48)	-0,0027 (2,46)	-0,0033 (2,51)	-0,0033 (2,48)	-0,0032 (2,45)		
$\Delta Rang (-1)$				-0,00003 (1,66)	-0,00003 (1,68)		
$\Delta Konk$	-0,0108 (1,91)	-0,0109 (1,95)	-0,0097 (1,72)	-0,0110 (1,96)	-0,0111 (1,99)	-0,0239 (2,40)	-0,0237 (2,41)
$\overline{R^2}$	0,015	0,018	0,020	0,027	0,031	0,116	0,111
DW	1,94	1,95	2,00	1,91	1,91	2,02	2,02
NT	621	621	548	548	548	259	259

Anmerkungen:

Heteroskedastie-konsistente t-Werte (White) in Klammer unter den geschätzten Koeffizienten.

DW ist die Durbin-Watson-Statistik für den Test auf Autokorrelation 1. Ordnung in den Residuen der transformierten Gleichung.

NT gibt die Zahl der einbezogenen Panel-Beobachtungen an, wobei N= 15 und T maximal 117 Zeitpunkte umfassen kann. Der Bloomberg-Index steht seit 2. 1. 96 zur Verfügung, so daß 97 Beobachtungen für seine Veränderung vorliegen.

Die Spalten 1 bis 3 geben die Schätzungen für Gleichung (2) unter Verwendung der alternativen Indizes an. In den Spalten 4 und 5 sind *Bloomberg*-Index und *FTSE* bzw. *Allshares* jeweils zusammen in der Regression enthalten. Zusätzlich wurde die Tabellensituation der Vorwoche Rang (-1) aufgenommen, um ein abwartendes Verhalten der

Anleger auf die sportliche Entwicklung eines Vereins zu berücksichtigen. Die Spalten 6 und 7 beziehen sich auf die spielfreie Zeit.

Betrachtet seien zunächst die Ergebnisse während der Saison. Die Schätzungen der Spalten 1 bis 3 zeigen, daß eine hochsignifikant positive Beziehung zur allgemeinen Börsenentwicklung vorliegt. Bei einem einprozentigen Anstieg des *FTSE 100* oder des *Allshares* Index erhöhen sich auch die Kurse der Fußballaktien, und zwar im Durchschnitt zwischen ca. 0,2 und 0,4 Prozent. Die Beziehung zum Bloomberg-Fußball ist wesentlich schwächer ausgeprägt, und in Spalte (5) zudem nicht mehr statistisch signifikant. Die sportliche Entwicklung des Wochenendes beeinflußt die Entwicklung des Fußballaktienkurses am Montag in statistisch signifikanter Weise. Das Vorzeichen des geschätzten Koeffizienten ist negativ, d.h. ein verbesserter Tabellenrang (z.B. von 10 auf 9) führt zu einem Kursanstieg. Allerdings ist dieser Effekt schwächer als der von der allgemeinen Börsenentwicklung ausgehende Effekt.¹³ Das Ergebnis ändert sich durch die Hinzunahme der verzögerten Variable in der Hinsicht, daß auch der Koeffizient dieser Variablen (schwach) signifikant negativ ist. Die Anleger reagieren somit auf die Entwicklung des sportlichen Erfolges über wenigstens zwei Spieltage. Der Börsengang neuer Vereine *Konk* hat sich für die bereits an der Börse etablierten Vereine kursdämpfend ausgewirkt; der Koeffizient ist in allen Schätzvarianten wenigstens bei 10% Fehlerwahrscheinlichkeit statistisch signifikant von Null verschieden.

In der spielfreien Zeit (Spalten 6 und 7) ist eine enge Beziehung zwischen individueller Kursentwicklung und dem Bloomberg-Index festzustellen. Das ist wenig überraschend, da die englischen Fußballaktien im Bloomberg-Index enthalten sind. Die Koeffizienten der allgemeinen Aktienindizes haben sich gegenüber den Schätzungen für die Saison kaum verändert; sie sind allerdings nicht mehr statistisch signifikant. Das deutet auf eine kollineare Beziehung zwischen allgemeinen Aktienindex und *Bloomberg-Index* hin, d.h. der *Bloomberg-Index* ist genauso wie die individuellen Fußballaktienkurse als endogene Variable aufzufassen und folgt in der spielfreien Zeit der allgemeinen Börsenentwicklung.

Als Resümee läßt sich festhalten, daß die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung, wie sie sich in den Industrie-Aktienindizes widerspiegelt, für die Kursentwicklung der englischen Fußball-Aktien einen wichtigeren Faktor darstellt als der kurzfristige sportliche Erfolg. Man bedenke, daß vereinspezifische Eigenheiten (Ruf aufgrund vergangener Erfolge etc.) im Schätzmodell berücksichtigt bzw. eliminiert wurden.

E. Börsenaussichten deutscher Bundesligavereine

Die Auswertungen für die englischen Fußballaktien zeigen, daß für eine euphorische Erwartungshaltung deutscher Vereinsmanager hinsichtlich eines Börsenerfolgs kein Anlaß besteht. Eine Ausnahme dürften lediglich die Top-Clubs wie Bayern München oder Borussia Dortmund darstellen. Mit einer Umwandlung in Aktiengesellschaften ist der Börsengang noch nicht eingeleitet. Dem Wunsch vieler Vereine, durch einen Börsengang Kapital zu akquirieren, steht faktisch die Börsenfähigkeit der Vereine gegenüber: Höchstens drei oder vier Vereine gelten zur Zeit in Fachkreisen als börsenfähig. Jeder Verein hat vor einem Börsengang wenigstens zwei grundsätzliche Kriterien zu erfüllen, nämlich wirtschaftliche Solidität und ein nach wirtschaftlichen Maßstäben professionelles Management (vgl. Fuhrmann 1995). Beide Kriterien sind bei den meisten Bundesligavereinen bislang nicht oder höchstens in Ansätzen erfüllt.

Wirtschaftliche Solidität und sportlicher Erfolg sind eng miteinander verbunden (Lehmann/Weigand 1997). Die finanzielle Situation der meisten Bundesliga-Clubs ist trotz der gestiegenen Einnahmen aus Verwertungsrechten und einem Zuschauerboom, der nach dem Gewinn der Weltmeisterschaft 1990 einsetzte, mehr als bedenklich. Die Liga hat einen Schuldenberg von ca. 600 Mio. DM angehäuft.¹⁴ Krisensicheres Anlagevermögen ist nur bei wenigen Vereinen vorhanden. Die Schaffung von Anlagevermögen als Sicherheit für externe Investoren ist eine unabdingbare Voraussetzung für den Börsengang. Als Anlagevermögen kommt zunächst vor allem Grundvermögen wie ein vereinseigenes Trainingsgelände oder Stadion in Frage.¹⁵ Weiterhin wäre eine Diversifizierung in sog. "fußballarrondierende" Bereiche (z.B. Catering, Touristik, Entertainment) nützlich, die zusätzliche Einnahmequellen erschließt und die Abhängigkeit von TV-Einnahmen sowie Zuschauerentwicklung reduziert.

Ein Blick auf Tabelle 5 zeigt, daß die Stadienauslastung gegenüber den 1980er Jahren trotz (oder vielleicht gerade wegen) der deutlich angestiegenen Übertragungen im Fernsehen bei allen Vereinen, für die Vergleichszahlen verfügbar waren, zugenommen hat. Knapp fünf Millionen Zuschauer (Schnitt 32.556) haben die Spiele der Vorrunde der Saison 1997/98 der I. Bundesliga besucht. Von der positiven Zuschauerentwicklung profitierten vor allem die kleineren Vereine wie z.B. VfL Bochum. Stadionumbau, Reorganisation des Managements und erhebliche Investitionen in die Mannschaften haben aus der ehemaligen "grauen Maus" Bayer Leverkusen einen Champions League-Teilnehmer und für die Zuschauer attraktiven Verein gemacht. Vor allem Vereine mit reinen Fußballarenen wurden vom Publikum

angenommen (Kaiserslautern, Dortmund, Leverkusen). Erfolgreiche oder attraktive Spielweise lockte die Zuschauer aber auch in die eher Fußball-unfreundlichen Arenen wie Stuttgart oder Schalke. Selbst die vermeintlichen 'Underdogs' wie Rostock oder Wolfsburg (in den Jahren zuvor Freiburg oder St. Pauli) müssen nicht über mangelnde Auslastung klagen. Die größten Auslastungsprobleme haben Vereine wie Köln oder der HSV, die schon über längere Zeit sportlich wenig erfolgreich sind und deren Management man wiederholt Fehlentscheidungen und Führungsschwäche vorgeworfen hat. Wie lange der Zuschauerboom, und damit ein wesentlicher Bestimmungsfaktor auf der Einnahmenseite, noch anhält, ist kaum vorhersagen.

Tab. 5: Auslastung der Stadien und Dauerkartenverkauf

Verein	Mittlere Auslastung in %			Dauerkarten (1997, in %)	Mitglieder (1997)
	1997/98*	1991-1996	1981-1990		
1.FCK'Lautern	100 (38)	87,6	58,4	79	8.000
VfL Wolfsburg	100 (15,5)	-	-	48	4.800
Bor. Dortmund	98,4(55)	93,0	52,0	70	61.000
Arminia Bielefeld	96,7(22,5)		- 47,9	45	1.600
Bayern München	90,9(63)	68,7	40,6	31	68.000
Bayer Leverkusen	88,0(25)	68,9	41,9	56	10.000
Werder Bremen	84,3 (33,6)	58,6	50,9	55	2.900
VfL Bochum	82,9(31)	52,4	33,3	34	1.300
Hansa Rostock	80,8 (24,5)	70,9	-	11	1.000
Bor. M'gladbach	79,0(34)	75,2	48,5	40	4.200
Karlsruher SC	77,9 (33,6)	62,9	42,6	40	3.000
VfB Stuttgart	77,3 (53)	49,7	36,4	26	6.300
FC Schalke 04	68,3(71)	53,9	33,3	25	1.800
Hertha BSC	63,3 (75)	-	-	16	2.000
1. FC Köln	57,6(54)	51,6	30,7	12	4.600
MSV Duisburg	56,8 (30)	-	-	16	2.900
Hamburger SV	55,1 (59)	43,8	36,6	19	9.400
1860 München	52,7 (63)	-	-	22	21.000

Quelle: kicker Sportmagazin, eigene Recherchen (- nicht verfügbar)

* Vorrunde, Fassungsvermögen des Stadions (in Tausend) in Klammer

Abschließend möchten wir versuchen, die Börsenfähigkeit der aktuellen Erstligavereine anhand einiger Kriterien zu beurteilen. Als Indikatoren für die Finanzkraft dienen der Umsatz sowie die Mittelzuflüsse vom Hauptsponsor, der auch als potentieller Großaktionär in Frage kommt. Über die Höhe oder Struktur der Verbindlichkeiten, eine zentrale Größe für die Beurteilung der wirtschaftlichen Solidität liegen uns leider keine vereinspezifischen Informationen vor. Die Führungsqualitäten des Managements können daran abgeschätzt werden, ob ein Verein in den letzten fünf Jahren nicht nur in sportlichen Belangen (z.B. häufige Trainerwechsel), sondern auch in wirtschaftlichen Fragen (z.B. Probleme bei der Lizenzerteilung) sehr oft negative Schlagzeilen in den Medien erhalten hat. Die Attraktivität

bzw. Nachfrageseite eines Vereins läßt sich mit Hilfe der Mitgliederzahl, der Stadionauslastung und des Dauerkartenverkaufs beurteilen.

Die letzte Spalte in Tab. 6 gibt auf Basis der nachfrageseitigen Indikatoren in Tab. 5 und den wirtschaftlichen Faktoren der Tab. 6 unsere subjektive Einschätzung der Börsenreife der aktuellen Erstligavereine wieder. Börsenreife Vereine sollten neben der sportlichen Perspektive vor allem einen hohen Umsatz, geringe oder keine Verschuldung, hohe Stadionauslastung bei großem Fassungsvermögen, hohe Mitgliederzahlen und Führungskompetenz nachweisen. Nach unserer Beurteilung kann man lediglich Bayern München und Borussia Dortmund, die in den Medien auch als "schuldenfrei" angeführt werden, einen erfolgreichen Börsengang zutrauen. Vereine wie Schalke, Leverkusen, Stuttgart oder Kaiserslautern haben bei zukünftiger positiver sportlicher Entwicklung ebenfalls Potential für einen Börsengang. Bei allen anderen Vereinen sind die Aussichten aus Aktionärssicht als wenig aussichtsreich zu bewerten.

Tab. 6: Kennziffern zur potentiellen Börsenreife

Verein	Umsatz*	Sponsor**	Führung	Stadion	Börse***
Bayern München	165	6 Opel	k	a, np, av	++
Borussia Dortmund	130	12 S. Olivier	k	N, f	++
Schalke 04	70	4-7,5 Veltins	k	a, np	+
Hamburger SV	56	2,8 Hyundai	neg	A, av	-
Borussia M'Gladbach	55	4,5 Maxdata	z	n, f	-
Werder Bremen	53	4 o.te.lo	k	n, av	-
Bayer Leverkusen	49	6 Bayer	k	n, f	+
VfB Stuttgart	46	6,7 Göttinger Gr.	k	n	+
MSV Duisburg	45	2,3 Götzen	0	a	--
1.FC Kaiserslautern	43	2,5 Bahlsen	z	n, f	+
Karlsruher SC	40	4 Ehrmann	z	a	-
1860 München	38	4 Löwenbräu	z	a	-
VfL Bochum	38	3,5 Faber	k	n	--
Arminia Bielefeld	35	3 G. Weber	0	a, f	--
Hertha BSC	35	4 Continentale	z	a	--
1. FC Köln	35	3 Ford	neg	a	--
Hansa Rostock	33	2,5 Roy Robson	k	a	--
VfL Wolfsburg (2. Liga)	8	3 VW	0	a, f	--

Quellen: FAZ v. 01.08.1997, Kicker Sportmagazin, eigene Recherchen.

* Daten der letzten Hauptversammlung 1997 (in Mio. DM)

** Daten vom 31.07.1997 (in Mio. DM), Hauptsponsor.

k fachliche und wirtschaftliche Kompetenz in den Medien betont

0 selten oder nie in den Schlagzeilen, eher positiv

z Kompetenz angezweifelt

neg häufig negative Schlagzeilen, wiederholte Führungskrisen

a Stadion veraltet, keine Fußballarena

av Anlagevermögen (vereinseigenes Trainingsgelände etc.) vorhanden (soweit bekannt)

f reine Fußballarena

n Stadion neu oder modernisiert

np Neubau eines vereinseigenen Stadions in Planung

*** Eigene Einschätzung zur Aussicht auf einen Börsengang:

++ ohne Probleme, + möglich, - derzeit keine Chance, -- mittelfristig keine Chance.

F. Zusammenfassung und Ausblick

Unsere Analyse hat gezeigt, daß die Basis für einen erfolgreichen Börsengang bislang nur bei wenigen Vereinen vorhanden ist. Die Untersuchung englischer Fußballaktien macht zudem deutlich, daß vor einer übertriebenen Euphorie für einen Börsengang zu warnen ist. Wie das Beispiel Manchester United zeigt, dürren lediglich die renommierten, sportlich längerfristig erfolgreichen und wirtschaftlich gesunder Vereine bei einem Börsengang auf den angestrebten Zufluß an Kapital hoffen. Nachzügler beim Börsengang müssen dagegen davon ausgehen, dass sich ihre Erwartungen nicht erfüllen. Die inhärente Phantasie, die manche Börsenfachleute Bundesliga-Fußballaktien zuschreiben¹⁶, ist zur Zeit nicht zu erkennen. Auch Erfahrungen in anderen Ländern, wie etwa das geringe Interesse der Anleger an der Aktie von Grasshoppers Zürich, lassen berechtigte Zweifel an einem breiten Börsengang deutscher Erstligavereine aufkommen. Weiterhin ist fraglich, wie lange der Zuschauerboom noch anhält, der die Basis für hohe Einnahmen aus Übertragungsrechten bildet. Bedenkt man abschließend, daß die Vereine der ersten Liga einen Schuldenberg von ca. 600 Mio. DM aufgetürmt haben, so bleibt als Fazit nur eine Bestätigung der Einschätzung des DFB-Ligasekretärs Wolfgang Holzhäuser: "Ich bleibe dabei, nur zwei bis drei Vereine werden AG."

Anmerkungen

¹ Das zentrale Ergebnis des Bosman-Urteils ist der Wegfall von Ablösezahlungen bei Vereinswechsel, wenn der Vertrag des wechselnden Spielers abgelaufen ist. Vgl. im Detail Frick/Wagner (1996).

² Lediglich in Großstädten wie München oder zeitweise Hamburg und Stuttgart koexistieren zwei Erstligavereine. Zwar gibt es im Rhein-Ruhrgebiet eine Ballung von Erstligaclubs, doch besteht hier eine besonders enge Bindung zwischen Vereinen und Zuschauern. Schalke 04 und Dortmund konkurrieren daher trotz ihrer geographischen Nähe nicht um die gleichen Zuschauer. Ähnliches gilt auch für Bayern München und 1860 München.

³ Um anhaltend stark divergente Spielstärken in einer Liga zu vermeiden, haben die nordamerikanischen Profiteamsportligen Mechanismen wie z.B. draft-Systeme bei der Verpflichtung von Nachwuchsspielern oder Gehaltsobergrenzen installiert (vgl. Quirk/Fort 1992, Whitney 1993).

⁴ Frankfurter Allgemeine Zeitung, 22.12.1997, S. 27.

⁵ Die Welt, 27.3.1997, S.19.

⁶ Die Emissionsrendite müßte dann umso geringer sein, je höher der Festbesitzanteil ist bzw. je weniger Aktien gestreut werden.

⁷ Er ermittelt eine statistisch signifikante Underperformance von -8,28% nach 750 Handelstagen (wobei das IPO-Portfeuille um den DAFOX-Index bereinigt ist).

⁸ Angedacht ist z.B. eine "50% + 1 Stimme" Regelung, so daß die Stimmrechtsmehrheit beim Verein verbleibt.

⁹ Die Aktie von Newcastle United verlor nach Bekanntwerden einer schweren Verletzung ihres Top-Stürmers Alan Shearer in Minuten mehr als sieben Prozent ihres Wertes (zit. Die Zeit, 29. Januar 1998, S. 35).

¹⁰ Von den Emissionserlösen sind natürlich die Emissionskosten (Kosten für Beratung, Börsenzulassung, Werbung etc., vgl. Ehrhardt 1997, S. 8 f.) abzuziehen, um die Nettozufluß an Eigenkapital zu erhalten.

¹¹ Der FTSE 100 beinhaltet die Kurse der hinsichtlich der Börsenkapitalisierung führenden 100 AGs. Der marktbreitere Allshares umfaßt ca. 1900 Aktien. Im Bloomberg Football-Index sind neben den in Tab. 2 aufgeführten englischen Clubs auch nicht-englische enthalten.

¹² Zu den Problemen von Paneldatenmodellen und adäquaten Schätzmethoden siehe Baltagi (1995). Zur Problematik nicht-stationärer Zeitreihen siehe Hamilton (1994).

¹³ Ignoriert man die Diskretheit des Merkmals Rang, entsprechen die in Tab. 4 angegebenen Koeffizienten von ΔRang (bezogen auf die Mittelwerte $\Delta \log \text{Kurs} = -0.0019$ und $\Delta \text{Rang} = -0.0773$) Elastizitäten zwischen 0,11 und 0,13.

¹⁴ Angabe in Die Zeit, 29. Januar 1998, S. 35.

¹⁵ Quirk/Fort (1992, S. 137 ff.) dokumentieren für die US-Teamsportprofiligen den positiven Einfluß neuer Stadien auf die Zuschauerentwicklung. Auch Manchester United pic. nutzte die Möglichkeit des Börsenganges zu einem Stadionumbau, der in der vergangenen Saison zu ausverkauften Spielen führte (Kapazität: 55.000).

¹⁶ Vgl. entsprechende Aussagen zitiert in Die Zeit, 29. Januar 1998, S. 35.

Literatur

Allen, F. und G.R. Faulhaber (1989): Signalling by Underpricing in the Ipo Market, *Journal of Financial Economics* 23, S. 303-323.

Baltagi, B.H. (1995): *Econometric Analysis of Panel Data*, New York et al.

Döhrmann, A. (1990): *Underpricing oder Fair Value: Das Kursverhalten deutscher Aktiengesellschaften*, Wiesbaden

Ehrhardt, O. (1997): *Börseneinführungen von Aktien am deutschen Aktienmarkt*, Wiesbaden: Gabler.

Frick, B. und Wagner, G. (1996): Bosman und die Folgen. Das Fußballurteil des Europäischen Gerichtshofes aus ökonomischer Sicht, *WiSt*, S. 611-615.

Hamilton, D. (1994). *Time Series Analysis*, Princeton.

Hartmann-Wendels, T. und P. von Hinten (1989): Marktwert von Vorzugsaktien, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 41, S. 263 -293.

- Lehmann, E. und J. Weigand (1997): Fußball als ökonomisches Phänomen, *ifo Studien* 43, S. 381-409.H
- Leiland, H.E. und D.H. Pyle (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32, S. 371-387.^B
- Ljungqvist, A. (1994): Underpricing and Long-Term Performance of German Initial Public Offerings 1970-1993, Working Paper, Oxford University.
- Loughran, T. und J.R. Ritter (1995): The New Issues Puzzle. *Journal of Finance* 50, S. 23-51.H
- O.V. (1996): Nach der Pleite ein geschlossener Rücktritt, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 12. Dezember 1996, S. 33.
- Quirk, J. und R.D. Fort (1992): Pay Dirt. *The Business of Professional Team Sport*, Princeton.
- Rock, K. (1986): Why New Issues are Underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, S. 187-212.
- Ruud, J.S. (1993): Underwriter Price Support and the Ipo Underpricing Puzzle, *Journal of Finance and Economics* 34, S. 135-151.^1
- Schmidt, R.H. et al. (1988): Underpricing bei deutschen Erstemissionen 1984/85, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 58, S. 1193-1203.
- Schütz, A. (1997): Fußball an der Börse, *Kreditwesen* (17/97), S. 20.
- Shiller, R.J. (1990): Speculative Prices and Populär Models, *Journal of Economic Perspectives* 4, S. 55-65.^B
- Stehle, R. und A. Hartmond (1991): Durchschnittsrenditen deutscher Aktien 1954-1988, *Kredit und Kapitale*, 24, S. 371-411
- Titzrath, A. (1995): Die Bedeutung des Going Public: Ein Erfahrungsbericht aus Sicht einer Bank, *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 65, S. 133-155.
- Uhlir, H. (1989): Der Gang an die Börse und das Underpricing-Phänomen: Eine empirische Untersuchung deutscher Emissionen (1977-1987), *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 1, S. 2-16.
- Whitney, J.D. (1993): Bidding Till Bankrupt: Destructive Competition In Professional Team Sports. *Economic Inquiry* 31, S. 100-115.
- Wittleder, C. (1989): Going Public - *Die Publikumsöffnung deutscher Aktiengesellschaft*, Köln.