

Studien zum  
Bank- und Kapitalmarktrecht

20

Patrick Waldecker

# Ad-hoc-Pflichten im deutschen Profifußball



**Nomos**

Studien zum  
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Matthias Lehmann, Universität Wien

Prof. Dr. Christian Schröder, Universität Halle-Wittenberg

Prof. Dr. Rolf Sethe, Universität Zürich

Band 20

Patrick Waldecker

# Ad-hoc-Pflichten im deutschen Profifußball



**Nomos**

Diese Dissertation wurde durch ein Promotionsstipendium  
der Hanns-Seidel-Stiftung gefördert.

**Die Deutsche Nationalbibliothek** verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische  
Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Köln, Univ., Diss., 2021

ISBN 978-3-8487-8336-6 (Print)

ISBN 978-3-7489-2723-5 (ePDF)



Onlineversion  
Nomos eLibrary

**D38**

1. Auflage 2021

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2021. Gesamtverantwortung für Druck  
und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch  
die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Über-  
setzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

*Für  
Papa, Mama,  
Nicole, Markus und Caroline  
sowie meine Großeltern*



## Vorwort

Die Juristische Fakultät der Universität zu Köln nahm diese Arbeit im Wintersemester 2020 / 2021 als Dissertation an. Rechtsprechung, Literatur, Vorgaben der Verwaltung und Entwicklungen im Profifußball konnten bis einschließlich Mai 2021 berücksichtigt werden.

Meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Klaus Peter Berger, LL.M. möchte ich für die Betreuung dieser Dissertation danken. Als großem Fan von Borussia Dortmund lag ihm die Arbeit sehr am Herzen. Er gab mir wertvolle Hinweise für die Bearbeitung, ließ mir bei der Erstellung des Werks viele Freiheiten und fertigte sein Gutachten rekordverdächtig schnell an. Herrn Prof. Dr. Michael Schlitt als einem der führenden europäischen Kapitalmarktrechtler gilt mein Dank für die Übernahme des zeitaufwendigen Zweitgutachtens und für die ebenfalls sehr schnelle Korrektur. Herr Prof. Dr. Schlitt erweckte mein Interesse am Kapitalmarktrecht durch seine Vorlesung.

Herrn Prof. Dr. Matthias Lehmann, Herrn Prof. Dr. Christian Schröder und Herrn Prof. Dr. Rolf Sethe, LL.M. danke ich für die Aufnahme in die Schriftenreihe „Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht“. Dem Nomos-Verlag danke ich für die Veröffentlichung der Arbeit.

Ein spezieller Dank gebührt der Hanns-Seidel-Stiftung und insofern stellvertretend der Leiterin des Instituts für Begabtenförderung Frau Dr. Jutta Möhringer sowie ihrem Vorgänger Herrn Prof. Dr. Hans-Peter Niedermeier, dem Referatsleiter Promotionsförderung Herrn Dr. Andreas Burtscheidt und dem Vertrauensdozenten der Hochschulgruppe NRW Herrn Prof. Dr. Martin Avenarius. Die Hanns-Seidel-Stiftung hat meine Dissertation per Promotionsstipendium finanziell und ideell gefördert.

Mein größter Dank gilt meinen Eltern Michael und Beate sowie meinen Geschwistern Nicole, Markus und Caroline. Ohne Eure Liebe und ohne Eure stetige Unterstützung wäre diese Arbeit niemals zustande gekommen. Das Gleiche gilt für meine Freunde, die mir stets beiseitestehen. Insofern möchte ich Dr. Lina Alami, Justin Gräfer, Dr. Patric Mau, Ann-Kathrin Mäurer, Lisa Schönberger und Jan Schwindling ausdrücklich erwähnen. Sie haben diese Arbeit ebenso wie meine Eltern und Geschwister Korrektur gelesen. Die Anmerkungen von Euch allen waren für mich Gold wert!

Köln, im Mai 2021

*Patrick Waldecker*



# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	27
A. Gegenstand der Untersuchung	27
B. Gang der Darstellung	28
Erstes Kapitel Profifußball und Kapitalmarkt	30
§ 1 Europäische Profifußballklubs an Börsen	31
A. Börsengänge im europäischen Profifußball	31
B. Deutsche Fußballklubs an Börsen	33
§ 2 Bewertung eines Börsengangs für Profifußballklubs	35
§ 3 Zwischenfazit zum ersten Kapitel	39
Zweites Kapitel Ad-hoc-Pflicht gemäß Art. 17 MAR	40
§ 4 Rechtliche Grundlagen der Ad-hoc-Pflicht	41
A. Rechtsquellen der Ad-hoc-Pflicht	41
B. Auslegung des Marktmissbrauchsrechts	42
I. Besonderheiten der unionsrechtlichen Auslegung	43
1. Auslegung nach dem Wortlaut, der Systematik und der Historie	43
2. Auslegung nach der Ratio	45
II. Auslegungshilfen der Finanzmarktaufsichtsbehörden	47
III. Zwischenfazit	49
§ 5 Allgemeine Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR	50
A. Rechtshistorie der allgemeinen Ad-hoc-Pflicht	50
I. Rechtshistorische Entwicklung der allgemeinen Ad-hoc- Pflicht	50

II. Rechtshistorische Entwicklung der Insiderinformation	52
III. Konsequenzen für die Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR	53
B. Normadressaten der Ad-hoc-Pflicht	54
C. Insiderinformation mit unmittelbarem Emittentenbezug	57
I. Information	58
II. Präzise Information über Umstände	59
1. Unsichere Umstände	60
2. Kursspezifität	62
III. Fehlende öffentliche Bekanntheit	63
IV. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten	65
V. Kursrelevanz	68
1. Verständiger Anleger	69
a. Börsenkundiger Anleger versus Personifizierung der ECMH	69
b. Berücksichtigung von „Irrationalitäten“	73
2. Anlageentscheidung eines verständigen Anlegers	74
a. Kriterien i.R.d. Anlageentscheidung	76
b. Probability-Magnitude-Test	79
D. Zwischenfazit	83
§ 6 Aufschub einer Ad-hoc-Veröffentlichung	85
A. Rechtshistorische Entwicklung des Aufschubs	85
B. Entscheidung des Emittenten über den Aufschub	88
C. Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten	89
I. Grundsätzliche Anforderungen	89
1. Emittenteninteressen	89
2. Berechtigte Emittenteninteressen	91
II. Beispiele des EG 50 MAR	93
1. Beeinträchtigung von Verhandlungen nach EG 50 lit. a MAR	93
2. Mehrstufige Entscheidungsprozesse nach EG 50 lit. b MAR	93
D. Keine Irreführung der Öffentlichkeit	96
E. Vertraulichkeit der Insiderinformation	98
F. Wegfall einer Voraussetzung des Aufschubs	101
G. Zwischenfazit	102

§ 7 Spezifische Ad-hoc-Pflichten	103
A. Spezielle Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 8 MAR	103
I. Tatbestandsmerkmale der Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 8 MAR	104
II. Anwendungsbereich der Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 8 MAR	107
B. Berichtigungs- und Aktualisierungsveröffentlichung	108
C. Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR bei Gerüchten	110
D. Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR bei Konzernen	114
E. Zwischenfazit	117
§ 8 Pflicht zur unverzüglichen Bekanntmachung	118
A. Gesellschaftsinterne Zuständigkeit für die Ad-hoc-Pflicht	118
B. Unverzüglichkeit	120
C. Bekanntmachung	122
D. Zwischenfazit	125
§ 9 Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Pflicht	126
A. Öffentlich-rechtliche Maßnahmen und Sanktionen	126
I. Strafbare Marktmanipulationen	126
II. Weitere Straftatbestände nach dem StGB und dem AktG	131
III. Ordnungswidrigkeiten	133
IV. Weitere mögliche Maßnahmen und Sanktionen	134
B. Zivilrechtliche Schadensersatzhaftung	135
C. Zwischenfazit	139

§ 10 Zwischenfazit zum zweiten Kapitel	140
Drittes Kapitel Fallgruppen der Ad-hoc-Pflicht im Profifußball	141
§ 11 Personalveränderungen	142
A. Wechsel von Führungspersonen	145
I. Wechsel in der Führung einer AG	145
1. Wechsel im Vorstand einer AG	145
a. Zeitpunkt der Ad-hoc-Pflicht beim Wechsel in einem Vorstand	147
b. Aufschieb beim Wechsel in einem Vorstand	149
2. Wechsel im Aufsichtsrat einer AG	151
II. Wechsel in der Führung einer (GmbH & Co.) KGaA	152
1. Wechsel in der Geschäftsführung des BVB oder von Unterhaching	152
a. Potentielle Ad-hoc-Pflichten für den BVB und für Unterhaching	152
b. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Wechseln in seiner Geschäftsführung	154
2. Wechsel im Aufsichtsrat des BVB oder von Unterhaching	156
III. Wechsel in der Führung einer SE	157
IV. Wechsel in fußballspezifischen Führungspositionen	157
B. Wechsel von Profifußballspielern	160
I. Kursrelevanz bei Spielertransfers	162
1. Fußballspieler als Schlüsselpersonen	162
2. Ablösezahlungen	164
II. Zeitpunkt der Ad-hoc-Pflicht bei Spielertransfers	165
III. Aufschieb bei Spielertransfers	166
IV. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Spielertransfers	167
1. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Zugängen	168
a. Transfers der Jahre 2001 und 2002	168
b. Mkhitaryans Transfer im Jahr 2013	171
2. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Abgängen	171
a. Abgänge der Jahre 2001 bis 2006	172
b. Mario Götzes Transfer zum FC Bayern München	175
c. Mats Hummels Transfer zum FC Bayern München	178
d. Dembélés, Aubameyangs und Pulisics Transfer	179

C. Wechsel von Cheftrainern	181
I. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Cheftrainerwechseln	181
II. Ad-hoc-Mitteilung zu Unterhachings Cheftrainerwechsel	183
D. Suspendierungen	184
E. Zwischenfazit	184
§ 12 Vertragsverlängerungen	187
A. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Vertragsverlängerungen	187
B. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Vertragsverlängerungen	188
§ 13 Erkrankungen und Verletzungen	191
A. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Erkrankungen oder Verletzungen	191
B. Einschränkung durch die DSGVO	194
C. Zwischenfazit	196
D. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Erkrankungen	196
I. Heiko Herrlichs Krebserkrankung im Jahr 2000	196
II. Mario Götzes Stoffwechselerkrankung im Jahr 2017	198
§ 14 Vermarktungsverträge	199
A. Art. 17 Abs. 1 MAR beim Marketing	200
B. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Sponsoringverträgen	201
C. Ad-hoc-Mitteilung zu Unterhachings Hauptsponsor	204
§ 15 Lizenzen	205
A. Lizenzierungsverfahren im Profifußball	205
I. Lizenz zur Teilnahme am deutschen Profifußball	205
1. Lizenzerteilung und Lizenzversagung	206
2. Lizenzentzug	208
II. Lizenz zur Teilnahme an den UEFA-Klubwettbewerben	209
III. Zwischenfazit	210
B. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Lizenzen	211

§ 16 Compliance- und andere Rechtsverstöße	212
A. Compliance-Verstöße	212
I. Compliance-Verstöße an sich	213
II. Interne oder externe Untersuchungen	215
III. Konsequenzen bei Compliance-Verstößen	217
IV. Aufschub bei Compliance-Verstößen	217
B. Private Straftaten	219
C. Einschränkung durch den Nemo-tenetur-Grundsatz?	222
D. Zwischenfazit	225
§ 17 Rechtsstreitigkeiten	226
A. Sportgerichtsbarkeit für Profifußballklubs	226
I. Sportgerichtsbarkeit im deutschen Profifußball	226
1. Sanktionskatalog des DFB	227
2. Instanzen der deutschen Fußballgerichtsbarkeit	227
II. Sportgerichtsbarkeit im internationalen Profifußball	229
B. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Rechtsstreitigkeiten	230
C. Zwischenfazit	234
§ 18 Finanzielle Krisen	235
A. Finanzielle Krisen von Profifußballgesellschaften	235
I. Krisenzeichen	235
1. Formelle Krisenzeichen	237
2. Materielle Krisenzeichen	238
3. Sanierungen	240
II. Beginn von Insolvenzverfahren	241
III. Insolvenzverfahren	242
IV. Aufschub bei finanziellen Krisen bzw. Insolvenzverfahren	245
B. Finanzielle Krisen von Dritten	248
C. Zwischenfazit	249
D. Ad-hoc-Mitteilungen in der Krise des BVB	250
I. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Beginn der Krise	250
II. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zur drohenden Insolvenz	252

§ 19 Geschäftszahlen, Planungen, Prognosen und Dividenden	257
A. Geschäftszahlen	257
I. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Finanzzahlen	257
II. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Geschäftszahlen	261
B. Planungen und Prognosen	266
I. Planungen	266
II. Prognosen	267
1. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Prognosen	268
2. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Prognosen	269
III. Strategieänderungen	273
C. Dividenden	274
I. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Dividenden	274
II. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Dividenden	276
D. Zwischenfazit	277
§ 20 Mergers & Acquisitions	278
A. Art. 17 Abs. 1 MAR bei M&A-Transaktionen	278
I. Anteilstransaktionen	282
1. Besonderheiten für den deutschen Profifußball	282
a. Beteiligung einer deutschen Profifußballgesellschaft	283
b. Beteiligung an einer deutschen Profifußballgesellschaft	283
2. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Anteilstransaktionen	284
3. Aufschub bei Anteilstransaktionen	289
4. Öffentliche Anteilstransaktionen	290
5. Unternehmensübernahmen	292
a. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Übernahmen	292
b. Öffentliche Übernahmen	294
6. Konkurrenzverhältnis von § 10 WpÜG und Art. 17 MAR	296
7. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Anteilstransaktionen	297
a. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB als Käufer fremder Anteile	297
b. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB als Verkäufer eigener Anteile	298
c. Ad-hoc-Mitteilungen zu Beteiligungen am BVB	300
II. Unternehmenszusammenschlüsse	302

## *Inhaltsverzeichnis*

B. Squeeze-outs	304
C. Zwischenfazit	306
§ 21 Kapitalmaßnahmen	308
A. Kapitalerhöhungen	309
B. Kapitalherabsetzungen und Kapitalschnitte	311
C. Aktienplatzierungen	312
D. Zwischenfazit	313
E. Ad-hoc-Mitteilungen des BVB zu Kapitalerhöhungen	314
I. Kapitalerhöhungen der Jahre 2004 und 2006	314
II. Kapitalerhöhungen im Jahr 2014	317
F. Ad-hoc-Mitteilungen zu Unterhachings Kapitalerhöhungen	318
§ 22 Rückkäufe eigener Aktien	320
§ 23 Auskunftsverlangen in Hauptversammlungen	324
§ 24 Änderungen der Börsenzulassungen	327
§ 25 Schuldtitel	328
A. Gelistete Anleihen deutscher Profifußballklubs	328
B. Kursrelevanz hinsichtlich gelisteter Schuldtitel	331
I. Allgemeine Grundsätze zur Kursrelevanz hinsichtlich Schuldtitel	331
II. Ad-hoc-Mitteilungen des FC Schalke e.V.	332
C. Art. 17 Abs. 1 MAR bei Schuldtitelemissionen	335
D. Zwischenfazit	336
Fazit und Schlussfolgerungen für die Praxis	337
Literaturverzeichnis	343
Dokumentenverzeichnis	365

## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
a.F.	alte Fassung
a.M.	am Main
Abs.	Absatz
AC	Associazione Calcio
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AG	Aktiengesellschaft / Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AIDS	Acquired Immune Deficiency Syndrome
AIK	Allmänna Idrottsklubben
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
AMF	Autorité des marchés financiers
Anh.	Anhang
Anm.	Anmerkung
APM	Alternative Performance Measures
APR	Allgemeines Persönlichkeitsrecht
AR	Der Aufsichtsrat
ARD	Arbeitsgemeinschaft der öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten der Bundesrepublik Deutschland
Art.	Artikel
AS	Associazione Sportiva
Aufl.	Auflage
B.V.	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

## *Abkürzungsverzeichnis*

BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BCA	Business Combination Agreement
BeckBK	Beck'scher Bilanz-Kommentar
BeckFBM&A	Beck'sches Formularbuch Mergers & Acquisitions
BeckOGK	Beck-Online – Großkommentar
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründer
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
Bilanz-RL	Richtlinie 2013/34/EU (Bilanzrichtlinie)
BK	Boldspilkclub
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Österreichisches Bundesgesetz über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen
BörsenzulassungsRL	Richtlinien 79/279/EWG und 2001/34/EG (Börsenzulassungsrichtlinien 1979 und 2001)
BörsG	Börsengesetz
BörsO-FWB	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
BR-Drs.	Bundesrats-Drucksache
BSC	Berliner Sport-Club
bspw.	beispielsweise
BT-Drs.	Bundestags-Drucksache
BVB	Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BZ	Börsen-Zeitung
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
C	Communications et informations
ca.	circa
CAS	Court of Arbitration for Sport
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift

CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFL	Corporate Finance Law
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CMLR	Common Market Law Review
Co.	Compagnie
COB	Compliance Officer Bulletin
Consob	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Covid	Coronavirus Disease
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU zu strafrechtlichen Sanktionen bei Marktmanipulationen
DAV	Deutscher Anwaltverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DelVO	Delegierte Verordnung
ders.	derselbe
DFB	Deutscher Fußballbund
DFL	Deutsche Fußballliga
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität
dies.	dieselbe/n
DK	Der Konzern
DM	Deutsche Mark
dpa	Deutsche Presse-Agentur
Dr.	Doktor
DRL-MAD	Richtlinie 2003/124/EG zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG
DSGVO	Verordnung (EU) 2016/679 (Datenschutzgrundverordnung)
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTR	Disclosure Guidance and Transparency Rules source-book

## *Abkürzungsverzeichnis*

DVO-MAR	Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 zur Verordnung (EU) Nr. 596/2014
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EBT	Earnings before taxes
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
EG	Erwägungsgrund / Europäische Gemeinschaft
EG-InsiderRL	Richtlinie 89/592/EWG (EG-Insiderrichtlinie)
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
Einl.	Einleitung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
endg.	endgültig
EnzEuR	Enzyklopädie Europarecht
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FC	Fußball Club
FCA	Financial Conduct Authority
ff.	fortfolgende
FIFA	Fédération Internationale de Football Association
FMA	Österreichische Finanzmarktaufsichtsbehörde
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority

FSMA	Financial Services and Markets Act
FSMT	Financial Services and Markets Tribunal
FSV	Fußball- und Sportverein
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GA	Generalanwalt
GF	Gymnastikforening
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GKAktG	Großkommentar zum Aktiengesetz
GKHGB	Großkommentar zum Handelsgesetzbuch
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
grds.	grundsätzlich
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GRUR Int.	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht – Internationaler Teil
GRUR-RR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht – Rechtsprechungs-Report
GS	Gedenkschrift
h.L.	herrschende Lehre
h.M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
HSV	Hamburger Sport-Verein
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.d.S.	in diesem Sinne
i.E.	im Ergebnis
i.H.v.	in Höhe von
i.R.	im Rahmen

## *Abkürzungsverzeichnis*

i.R.d.	im Rahmen des / der
i.S.	im Sinne
i.S.d.	im Sinne des / der
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
IF	Idrætsforening
IFRS	International Financial Reporting Standards
InsO	Insolvenzordnung
IPO	Initial Public Offering
IT	Informationstechnik
ITC	Irrevocable Tender Commitment
JURA	Juristische Ausbildung
jurisPR-BKR	juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht
JuS	Juristische Schulung
Kap.	Kapitel
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KKAktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KKWpHG	Kölner Kommentar zum WpHG
KKWpÜG	Kölner Kommentar zum WpÜG
KMG	Kapitalmarktgesetze
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KOM	Europäische Kommission
KommAktG	Kommentar zum Aktiengesetz
L	Législation
LG	Landgericht
LIEI	Legal Issues of Economic Integration
lit.	littera
LL.M.	Master of Laws
LMK	Kommentierte BGH-Rechtsprechung Lindenmaier-Möhring
LMuR	Lebensmittel & Recht

LO	Lizenzierungsordnung
LoI	Letter of Intent
LOS	Lizenzordnung Spieler
m.W.z.	mit Wirkung zum
M&A	Mergers & Acquisitions
MAD	Richtlinie 2003/6/EG (Marktmisbrauchsrichtlinie)
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmisbrauchsverordnung)
MiFID-II	Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente (Finanzmarktrichtlinie)
Mio.	Millionen
MMR	Multimedia und Recht
MoU	Memorandum of Understanding
MTF	Multilateral Trading Facility
MüHdbGesR	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
MüKoAktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKoBGB	Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
MüKoStGB	Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch
n.F.	neue Fassung
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NLMR	Newsletter Menschenrechte
Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
NZWiSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
o.ä.	oder ähnlichen
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv

## *Abkürzungsverzeichnis*

OGH	Oberster Gerichtshof
OLG	Oberlandesgericht
OLG-R	OLG-Report
OTF	Organised Trading Facility
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
p.a.	per annum
PharmR	Pharmarecht
PLC	Public Limited Company
PRIIP-VO	Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
Prof.	Professor
ProspektVO	Verordnung (EU) 2017/1129 (Prospektverordnung)
Pte. Ltd.	Private Limited Company
Q&As	Questions & Answers
RB	RasenBallsport
RdF	Recht der Finanzinstrumente
RIS	Rechtsinformationssystem des Bundes
Rn.	Randnummer
RSC	Royal Sporting Club
RVO	Rechts- und Verfahrensordnung
S.	Satz / Seite
SC	Sport-Club
SchVR	Schuldverschreibungsrecht
SE	Societas Europaea
SE-VO	Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 (SE-Verordnung)
SMSG	Securities and Markets Stakeholder Group
SO	Spielordnung
sog.	sogenannte/n
SpVgg	Spielvereinigung
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung

StraFo	Strafverteidiger Forum
SV	Sportverein
TransparenzDRL	Richtlinie 2007/14/EG mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG
TransparenzRL	Richtlinie 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie)
TSG	Turn- und Sportgemeinschaft
TSV	Turn- und Sportverein
TUF	Testo Unico della Finanza
TV	Television
u.a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
ÜbernahmeRL	Richtlinie 2004/25/EG (Übernehmerichtlinie)
UEFA	Union of European Football Associations
UKUT (TCC)	United Kingdom Upper Tribunal – Tax and Chancery Chamber
UmwG	Umwandlungsgesetz
UntKap	Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt
US / USA	United States of America
USt	Umsatzsteuer
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	vom / von
Var.	Variante
VersR	Versicherungsrecht
VFB	Verein für Bewegungsspiele
VFL	Verein für Leibesübungen
vgl.	vergleiche
VGR	Wissenschaftliche Vereinigung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
VIP	Very Important Person
VO	Verordnung
VwGH	Verwaltungsgerichtshof
Wft	Wet op het financieel toezicht

## *Abkürzungsverzeichnis*

Wj	Journal der Wirtschaftsstrafrechtlichen Vereinigung e.V.
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AV	WpÜG-Angebotsverordnung
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht
Z	Ziffer
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEV	Zeitschrift für Erbrecht und Vermögensnachfolge
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenz- und Sanierungsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZIS	Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik
ZPO	Zivilprozessordnung
ZRFC	Zeitschrift für Risk, Fraud & Compliance
ZUM	Zeitschrift für Urheber- und Medienrecht
ZWE	Zeitschrift für Wohnungseigentumsrecht
zzgl.	zuzüglich

# Einleitung

## A. Gegenstand der Untersuchung

In den vergangenen Jahrzehnten wagten sich vereinzelt Fußballklubs an Wertpapierbörsen. Am deutschen Kapitalmarkt notieren zu Beginn der Fußballsaison 2021 / 2022 der Bundesligist Borussia Dortmund und der Viertligist SpVgg Unterhaching ihre *Kommanditaktien*. Zudem listen der Bundesligist Hertha BSC Berlin sowie die Zweitligisten SV Werder Bremen, FC Schalke 04 Gelsenkirchen und der Hamburger SV eigene *Anleihen* an Börsen.

Wenn Fußballklubs mit Sitz in der EU ihre Finanzinstrumente an einer Börse listen, stellt sich die Frage, ob und wann für sie die Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) eingreift.<sup>1</sup> Diese Dissertation geht diesen Fragen in Bezug auf deutsche Profifußballklubs, also insbesondere Klubs der Bundesliga, der 2. Bundesliga und der 3. Liga nach.<sup>2</sup>

Die Thematik, wann ein Lebenssachverhalt die Ad-hoc-Publizität auslöst, ist in der Praxis mit einer hohen Rechtsunsicherheit behaftet. So führte bspw. im Jahr 2018 die Kanzlei *Hengeler Mueller* mit dem *Deutschen Aktieninstitut* bei börsennotierten Gesellschaften eine Umfrage zur Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 MAR durch. Von den 62 teilnehmenden Emittenten wünschten sich 90 % klarere Präzisierungen. Am stärksten zeigte sich dieses Bedürfnis hinsichtlich des Zeitpunkts des Entstehens der Ad-hoc-Pflicht mit 81 % Zustimmung sowie hinsichtlich der Anforderungen an die Kursrelevanz mit 72 % Zustimmung. Zudem gaben zwei Drittel der Emittenten an, dass sie die Regelung des Aufschubs der Ad-hoc-Veröffentlichung als nicht eindeutig empfänden.<sup>3</sup> Zu den Unsicherheiten hinsicht-

---

1 Auch wenn die MAR nicht ausdrücklich von einer Ad-hoc-Pflicht spricht, ist dieser allgemein anerkannte Begriff weiterhin zu verwenden; so auch: Klöhn/*Klöhn*, Vor Art. 17, Rn. 1, Art. 17, Rn. 17; Schröder/*Schröder*, Kap. 2, Rn. 115; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2039.

2 So lautet die offizielle Terminologie für die drei deutschen Profiligen, siehe § 1 Nr. 1 Satzung-DFL; § 1 Nr. 1 Statut-3.Liga.

3 Siehe S. 2, 8, 9, 11 der Studie, abrufbar unter [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/181212%20Studie%202%20Jahre%20Marktmissbrauchsverordnung%20Web.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/181212%20Studie%202%20Jahre%20Marktmissbrauchsverordnung%20Web.pdf). Das Abrufdatum sämtlicher Onlinelinks in dieser Dissertati-

lich der Tatbestandsmerkmale der Insiderinformation, hinsichtlich des Aufschubs und hinsichtlich des Zeitpunkts des Entstehens der Ad-hoc-Pflicht trägt bei, dass sich die Gerichts- und Behördenpraxen in den einzelnen Mitgliedstaaten der EU teilweise erheblich unterscheiden.<sup>4</sup> Für Emittenten sind Unklarheiten in Bezug auf die Ad-hoc-Publizität besonders problematisch, da ihnen drakonische Strafen drohen, wenn sie die entsprechenden Vorschriften nicht einhalten. Mit einer besonderen Unsicherheit behaftet ist die Frage des Einsetzens der Ad-hoc-Pflicht für Profifußballklubs, die ihre Finanzinstrumente an Wertpapierbörsen notieren. Schließlich gibt es zur speziellen Problematik der Ad-hoc-Pflicht im Profifußball kaum Ausführungen in der Literatur. Die in dieser Dissertation erzielten Ergebnisse dienen dazu, diesem Mangel abzuhelpfen. Die meisten Resultate sind dabei als allgemeingültige, nicht nur für den Profifußball relevante Grundsätze verwertbar. Sie leisten daher einen Beitrag, der generellen Rechtsunsicherheit im Bereich des europäischen Marktmissbrauchsrechts entgegenzuwirken. Da die unionsrechtlichen Marktmissbrauchsgesetze für alle Mitgliedstaaten einheitlich gelten, sind die Ergebnisse für alle Emittenten bzw. Fußballklubs mit Sitz in der EU gleichermaßen relevant.

## *B. Gang der Darstellung*

Um die dargelegten Fragestellungen zu untersuchen, wird im ersten Kapitel aufgezeigt, wie praxisrelevant die Thematik der Ad-hoc-Pflicht für Fußballklubs ist. Diesbezüglich werden die bekanntesten Fußballklubs genannt, die gegenwärtig eine Handelszulassung an einer europäischen Börse besitzen und die eine solche in der Vergangenheit besaßen. Darüber hinaus wird erörtert, aus welchen Gründen Fußballklubs ihre Finanzinstrumente am Kapitalmarkt listen.

Um die Frage beantworten zu können, wann die Ad-hoc-Pflicht für Profifußballklubs eingreift, ist das Rechtsinstitut der Ad-hoc-Publizität zunächst eingehend zu erläutern. Daher veranschaulicht das zweite Kapitel, auf welchen Rechtsnormen die Ad-hoc-Pflicht basiert und wie diese auszulegen sind. Ebenso wird aufgezeigt, für welche Fußballklubs die Ad-hoc-Pflicht infrage kommt. Des Weiteren werden die Tatbestandsmerkmale

---

on ist der 1.6.2021. In dieser Arbeit wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit das generische Maskulinum für alle Geschlechter verwendet.

4 Vgl. für die Rechtslage vor Geltung der MAR: V/M/Pietrancosta, B.4.07; H.Krause/Brellocks, AG 2013, 309, 309.

der Ad-hoc-Pflicht in Bezug auf Fußballklubs konkretisiert. Hierbei wird zu umstrittenen Rechtsfragen Stellung genommen. Außerdem wird dargelegt, unter welchen Umständen Fußballklubs eine Ad-hoc-Veröffentlichung aufschieben können. Ferner wird erklärt, welche Anforderungen Fußballklubs bei der Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung beachten müssen. Schließlich werden die möglichen Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Pflicht dargestellt.

Auf Basis dieser Grundlagen wird im dritten Kapitel die Leitfrage dieser Dissertation beantwortet, in welchen relevanten Lebenssachverhalten deutsche Profifußballklubs ad-hoc-pflichtig sind. Als Fallgruppen besprochen werden Personalveränderungen wie Transfers, Vertragsverlängerungen, Erkrankungen und Verletzungen, Vermarktungsverträge, Lizenzen, Compliance- und andere Rechtsverletzungen, Rechtsstreitigkeiten, finanzielle Krisen, Finanzberichte, Planungen und Prognosen, Strategieänderungen, Dividenden, M&A-Transaktionen, Kapitalmaßnahmen, Rückerwerbe eigener Finanzinstrumente, Aktionärsfragen in einer Hauptversammlung sowie Änderungen der Börsenzulassungen. Dabei werden auch die problematischen Fragen behandelt, zu welchem Zeitpunkt die Ad-hoc-Pflicht für einen Fußballklub einsetzt und ob der Klub diese aufschieben kann. Die gewonnenen Ergebnisse werden mit den bisherigen Ad-hoc-Veröffentlichungen der Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (im Folgenden: BVB GmbH & Co. KGaA / BVB), der SpVgg Unterhaching Fußball GmbH & Co. KGaA (im Folgenden: Unterhaching GmbH & Co. KGaA) und des Fußballclubs Gelsenkirchen-Schalke 04 e.V. (im Folgenden: FC Schalke e.V.) verglichen. Die Zusammenstellung der Fallgruppen kann der Praxis als Leitfaden dienen. Dies gilt sowohl für an einer Börse gelistete sowie an einem Listing interessierte Fußballklubs als auch für Pressevertreter.

Diese Dissertation endet mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse und einem Fazit.

Da das Marktmissbrauchsrecht in den Mitgliedstaaten der EU im Grundsatz einheitlich normiert ist, werden Rechtsprechung, Verwaltungspraxis und Literatur aus mehreren Mitgliedstaaten begutachtet. Diese rechtsvergleichende Methode entspricht dem Ziel, einheitliche Ergebnisse für die gesamte EU zu entwickeln.

Das Marktmissbrauchsrecht der EU setzte sich bis zum Jahr 2016 lediglich aus Richtlinien zusammen, die die einzelnen Mitgliedstaaten umsetzen mussten. Die Rechtslage vor 2016 betreffende Quellen werden in dieser Dissertation nur verwendet, wenn der jeweilige Mitgliedstaat die Richtlinienvorgaben so umsetzte, dass sie dem derzeit gültigen Marktmissbrauchsrecht entsprechen.

## Erstes Kapitel Profifußball und Kapitalmarkt

Das erste Kapitel beschreibt, inwiefern europäische Fußballklubs in der Vergangenheit versuchten, über den Gang an eine Börse neue finanzielle Mittel zu generieren. Zudem wird aufgezeigt, welche in der EU ansässigen Fußballklubs ihre Finanzinstrumente derzeit an einer Börse listen. Ferner wird erläutert, welche Vor- und welche Nachteile eine Börsennotierung für Fußballklubs hat.

## § 1 Europäische Profifußballklubs an Börsen

Zunächst wird dargestellt, welche bekannten europäischen Fußballklubs sich bislang für einen Börsengang entschieden und welche ihre Finanzinstrumente derzeit an einer Börse listen.

### A. Börsengänge im europäischen Profifußball

Insbesondere britische Fußballklubs entschlossen sich in der Vergangenheit dazu, ihre Anteile an einen Wertpapiermarkt zu notieren. Als erster Fußballklub Europas notierte der Tottenham Hotspur Football Club aus London seine Aktien im Jahr 1983 an einer Börse.<sup>5</sup> In den Neunziger- und Zweitausenderjahren folgten weitere britische Klubs. Sehr erfolgreich notierte bspw. der Manchester United Football Club ab dem Jahr 1991 seine Aktien. Sein Aktienkurs stieg bis zum Jahr 2005 von ca. 15 auf mehr als 300 Pence. Die gesamte Kursveränderung betrug knapp 1.873 %.<sup>6</sup> Nach einem zwischenzeitlichen Delisting notierte Manchester United seine Aktien im Jahr 2012 erneut an einer Börse, nun an der New York Stock Exchange. Durch den Börsengang, bei dem 10 % des Klubs verkauft wurden, nahm Manchester United 233 Mio. \$ ein. Dies entsprach einem Drittel weniger als erhofft.<sup>7</sup> Mittlerweile ist der Börsenboom britischer Fußballklubs zum Erliegen gekommen. Von einst 23 börsennotierten Klubs sind mit Celtic Glasgow und Manchester United nur zwei übrig geblieben. Die englischen Fußballklubs finanzieren sich derzeit bevorzugt durch Gelder von Milliardären, Oligarchen und Scheichs. Die City Football Group, deren Tochtergesellschaft der Fußballklub Manchester City ist, gehört bspw. zu 77 % der Abu Dhabi United Group. Deren Eigentümer ist Scheich Mansour bin Zayed Al Nahyan, ein Mitglied der Herrscherfamilie der Vereinigten Arabischen Emirate. Die weiteren Anteilseigner der City Football

---

5 *Kirsch*, Diese Fußball-Aktien bieten Siegchancen, 2.7.2014, abrufbar unter <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/boersennotierte-vereine-diese-fussball-aktien-bieten-siegchancen/10113700.html>.

6 Hierzu insgesamt: *Hock*, Klub der Absteiger, 17.7.2012, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/fussball-aktien-klub-der-absteiger-11821705.html>.

7 Hierzu insgesamt: Manchester United shares debut in New York, 10.8.2012, abrufbar unter <https://www.bbc.com/news/business-19210107>.

Group sind mit 13 % Anteilsbesitz China Media Capital und mit 10 % Anteilsbesitz der US-Investor Silver Lake.<sup>8</sup> Der FC Chelsea London gehört derweil dem russischen Oligarchen Roman Abramovich.<sup>9</sup> Alleineigentümer des FC Liverpool ist die Fenway Sports Group.<sup>10</sup> Diese ist eine US-amerikanische Investorengruppe um den Self-Made-Milliardär John William Henry II und den ehemaligen TV-Produzenten Tom Werner.<sup>11</sup> Ebenfalls einem US-amerikanischen Investor, nämlich Enos Stanley Kroenke, gehört der FC Arsenal London.<sup>12</sup> Eigentümer des Leicester City FC sind fünf Mitglieder der thailändischen Familie Srivaddhanaprabha.<sup>13</sup>

Auch außerhalb Großbritanniens gingen einige europäische Fußballklubs an eine Börse. Bis Ende August 2020 umfasste der Stoxx-Europe-Football-Index 22 Fußballklubs des europäischen Fußballverbands UEFA, deren Aktien an den größeren europäischen Börsen notiert sind. Als Fußballklubs der EU erfasste dieser Index Borussia Dortmund aus Deutschland, Olympique Lyon aus Frankreich, Ajax Amsterdam aus den Niederlanden, Ruch Chorzow aus Polen, AIK Solna aus Schweden sowie aus Italien den AS Rom, Lazio Rom und Juventus Turin. Zudem waren aus Dänemark Aalborg BK, Aarhus GF, Brøndby Kopenhagen, der FC Kopenhagen und Silkeborg IF sowie aus Portugal Benfica Lissabon, Sporting Lissabon und der FC Porto Teil des Indexes.<sup>14</sup> Neben diesen im Stoxx-Index gelisteten Klubs gibt es weitere Fußballklubs, die ihre Anteile an kleineren Wertpapiermärkten in der EU listen.

---

8 Vgl. hierzu insgesamt: <https://www.cityfootballgroup.com/our-business/ownership/>.

9 Vgl. <https://www.chelseafc.com/en/about-chelsea/about-the-club/club-personnel>.

10 <https://www.liverpoolfc.com/corporate/directors>.

11 *Wiedenmann*, Die Investoren beim FC Liverpool: Wer steckt dahinter?, 12.10.2015, abrufbar unter [https://www.eurosport.de/fussball/premier-league/2015-2016/die-investoren-beim-fc-liverpool-wer-steckt-dahinter\\_sto4946721/story.shtml](https://www.eurosport.de/fussball/premier-league/2015-2016/die-investoren-beim-fc-liverpool-wer-steckt-dahinter_sto4946721/story.shtml).

12 Vgl. <https://www.arsenal.com/the-club/corporate-info/the-arsenal-board>.

13 <https://www.lcfc.com/club/company-details>.

14 Vgl. insgesamt: *Football Stock Trading Strategies For 2021*, 4.1.2021, abrufbar unter <https://admiralmarkets.com/education/articles/general-trading/football-trading-strategies>. Die Mitgliedstaaten der UEFA beschränken sich weder auf die politische EU noch auf das geografische Europa. Daher waren im Stoxx-Index auch Teteks Tetovo aus Nordmazedonien, Celtic Glasgow aus Schottland sowie Beşiktaş Istanbul, Fenerbahçe Istanbul, Galatasaray Istanbul und Trabzonspor Kulübü aus der Türkei gelistet.

B. Deutsche Fußballklubs an Börsen

Als erster deutscher Fußballklub notierte Borussia Dortmund eigene Finanzinstrumente an einer Wertpapierbörse. Hierfür gliederte man den gesamten wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb des professionellen Fußballs in die neu gegründete BVB GmbH & Co. KGaA aus. Im Oktober 2000 gab die BVB GmbH & Co. KGaA mit der Notierung ihrer Kommanditaktien ihr Börsendebüt. Heute ist sie u.a. im Auswahlindex S-Dax der Deutschen Börse AG gelistet.<sup>15</sup> Den Ausgabekurs von 11 € konnte die Kommanditaktie jedoch nie wieder erreichen. Der historische Tiefstand betrug 0,82 € pro Aktie im Jahr 2009.<sup>16</sup> Mit Stand 31.5.2021 liegt der Xetra-Kurs der Kommanditaktien der BVB GmbH & Co. KGaA bei 6,04 €. Am 21.2.2020 lag der Kurs noch bei 9,49 €. <sup>17</sup> Der folgende enorme Kursrückgang ist auf die Covid-19-Pandemie zurückzuführen.

Als zweiter deutscher Fußballklub listete die in die Unterhaching GmbH & Co. KGaA ausgegliederte Profifußballabteilung der SpVgg Unterhaching ihre Kommanditaktien an einem Wertpapiermarkt, und zwar seit dem 30.7.2019 an der Börse München.<sup>18</sup> Der Gang an die Börse war für den Münchener Vorstadtklub anfangs ein Erfolg. So konnte er i.R.d. Zeichnungsfrist 332.469 Aktien zu einem Ausgabepreis i.H.v. 8,10 € pro Aktie verkaufen und ca. 2,69 Mio. € einnehmen.<sup>19</sup> Die Kommanditaktien schlossen des ersten Handelstags bei 10,69 € ab, also ca. 32 % über dem Ausgabekurs. Mit Stand 31.5.2021 liegt der Aktienkurs bei 4,38 €. Der Kurs der Kommanditaktien der Unterhaching GmbH & Co. KGaA erreichte im Jahr 2020 seinen Höchststand mit 10 € am 31. Mai.<sup>20</sup> Anders als Borussia Dortmunds Kommanditaktien zeigten Unterhachings Kommanditaktien folglich in den ersten Monaten nach Beginn der Covid-19-Pandemie ihre stärkste Jahresperformance. Der folgende massive Kurseinbruch ist auf den sportlichen Misserfolg und auf die erheblichen finanziellen Einbußen infolge der Covid-19-Pandemie zurückzuführen.

- 
- 15 Siehe insgesamt: [Http://aktie.bvb.de/BVB-auf-einen-Blick/Unternehmensportrait](http://aktie.bvb.de/BVB-auf-einen-Blick/Unternehmensportrait).  
16 Hierzu insgesamt: *Hennecke*, Höhenflug der BVB-Aktie geht weiter, 19.10.2018, abrufbar unter <https://www.kicker.de/734294/artikel>.  
17 Hierzu insgesamt: [Https://aktie.bvb.de/BVB-Aktie/Aktienkurs](https://aktie.bvb.de/BVB-Aktie/Aktienkurs).  
18 [Http://www.spvggunterhaching.de/ir/uebersicht/](http://www.spvggunterhaching.de/ir/uebersicht/).  
19 *Becker*, Hachings Börsengang bringt 2,7 Millionen Euro, 29.7.2019, abrufbar unter <https://www.merkur.de/sport/amateur-fussball/landkreis-muenchen/spvgg-unt-erhaching-boersengang-bringt-2-7-millionen-euro-12862755.html>.  
20 Hierzu insgesamt: [Https://www.boerse-muenchen.de/Aktie/DE000A2TR919](https://www.boerse-muenchen.de/Aktie/DE000A2TR919).

In den letzten Jahren entwickelte sich bei den deutschen Profifußballklubs die Emission eigener börsennotierter Anleihen zu einer immer beliebteren Finanzierungsmethode. Als erster deutscher Fußballklub gab der Gelsenkirchener FC Schalke e.V. im Jahr 2012 eine an einer Börse handelbare Unternehmensanleihe heraus. Der FC Schalke e.V. emittierte im Jahr 2016 zwei weitere börsennotierte Anleihen mit einer fünf- und einer siebenjährigen Laufzeit. Beide Anleihen notierten bis zum Kurseinbruch durch die Covid-19-Pandemie durchgängig über dem Ausgabekurs. Im April 2021 gab der FC Schalke e.V. schließlich bekannt, eine weitere an einer Börse gelistete Anleihe herauszugeben. Im November 2018 emittierte auch die Berliner Hertha BSC GmbH & Co. KGaA eine an Börsen gelistete Anleihe. Diese gelistete Anleihe bewegte sich bis zur Covid-19-Pandemie ebenfalls stets über dem Ausgabekurs. Am 1.3.2019 emittierte ebenso die Hamburger HSV Fußball AG eine Anleihe, die an deutschen Wertpapierbörsen handelbar ist. Auch diese Anleihe notierte bis zur Covid-19-Pandemie fast vollständig über dem Ausgabekurs.<sup>21</sup> Im April 2021 teilte schließlich auch die SV Werder Bremen GmbH & Co. KGaA mit, dass sie eine an Börsen handelbare Anleihe herausgebe.

---

21 Siehe insgesamt zu den Kurszahlen: <https://www.finanzen.net/anleihen/a2aa03-fussballclub-gelsenkirchen-schalke-04-ev-anleihe>; <https://www.finanzen.net/anleihen/a2aa04-fussballclub-gelsenkirchen-schalke-04-ev-anleihe>; <https://www.boerse-frankfurt.de/anleihe/se0011337054-hertha-bsc-gmbh-co-kgaa-6-5-18-23>; <https://www.finanzen.net/anleihen/a2tr0y-hsv-fussball-anleihe>. Siehe vertieft zu den Anleiheemissionen deutscher Fußballklubs Kap. 3, § 25, A.

## § 2 Bewertung eines Börsengangs für Profifußballklubs

Im deutschen Fußball notieren bislang nur Borussia Dortmund und die SpVgg Unterhaching ihre Aktien an Börsen. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Für Fußballklubs sind bspw. die Folgepflichten problematisch, die aus der Zulassung ihrer Finanzinstrumente an einer Börse resultieren. Wie in dieser Dissertation noch aufgezeigt wird, folgt aus der Ad-hoc-Pflicht (vorbehaltlich der Möglichkeit des Aufschiebens), dass ein Fußballklub vertrauliche und für die Konkurrenz relevante Informationen veröffentlichen muss. Gerade im Profifußball, bei dem vor allem Transferverhandlungen im Geheimen stattfinden, erscheint dies als Wettbewerbsnachteil.<sup>22</sup> Zudem ist es insbesondere für die sog. Traditionsklubs schwierig, einen Börsengang durchzusetzen. Schließlich wehren sich ihre Fans oftmals gegen die kommerzielle Ausrichtung des Fußballklubs.<sup>23</sup> Darüber hinaus müssen Fußballklubs ihr eingenommenes Geld wieder ausgeben, um sportlich maximal erfolgreich zu sein. Daraus folgen geringe bis gar keine Dividenden für die Aktionäre. Anleger können durch Fußballaktien daher grds. nur dann nennenswerte Gewinne erzielen, wenn sie diese mit Gewinn verkaufen, wenn die Kurse dieser Aktien steigen. Des Weiteren gibt es beim Fußball größere und schwieriger zu kalkulierende Risikofaktoren als bei einer gewöhnlichen Aktienanlage. Entscheidend ist der sportliche Erfolg, der sich aufgrund verschiedener Einflüsse schnell und unvorhersehbar ändern kann. Denkbar ist z.B. die Verletzung eines Spielers.<sup>24</sup> Aktien von Fußballklubs gelten daher als spekulativ. Damit sind sie als langfristige Geldanlage

---

22 Siehe auch bzgl. Transfers: *Krull*, Warum der BVB eine Geisel der Finanzmärkte ist, 29.4.2016, abrufbar unter <https://www.welt.de/sport/fussball/bundesliga/borussia-dortmund/article154884212/Warum-der-BVB-eine-Geisel-der-Finanzmaerkte-ist.html>.

23 Vgl. insgesamt: Hachinger Börsen-Abenteuer: „Wir spielen nicht Harakiri“, 26.6.2019, abrufbar unter <https://www.abendzeitung-muenchen.de/inhalt.loewen-gegner-in-3-liga-hachinger-boersen-abenteuer-wir-spielen-nicht-harakiri.ec5d701f-948e-4cc3-998c-d42bbb8b21cf.html>.

24 Vgl. insgesamt: *Quitza*, zitiert von *Klemm*, Geld verdienen mit Fußball, 8.7.2019, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/worauf-sie-bei-m-kauf-von-fussballaktien-achten-sollten-16272068.html>.

im Wesentlichen nur für Fußballfans interessant.<sup>25</sup> Ein weiterer Grund, der (Groß-) Investoren von einer Anlage in Aktien deutscher Profifußballklubs abhält ist, dass die Investoren wegen der sog. 50+1-Regel kaum Einfluss auf die Führung der Klubs nehmen können.<sup>26</sup> Des Weiteren sind Fußballaktien kaum liquide, sie werden also wenig gehandelt, womit sie für institutionelle Investoren nicht geeignet sind.<sup>27</sup> Schließlich können Investoren von einem Investment in Fußballaktien abgeschreckt sein, weil die meisten Börsengänge europäischer Fußballklubs kaum Erfolg hatten. So verzeichneten im Jahr 2012 von 45 europäischen Fußballaktien nur etwa 20 % eine positive Wertentwicklung. Hingegen verloren bis zu diesem Zeitpunkt knapp ein Drittel der Aktien mehr als 90 % ihres Werts. Insgesamt verloren knapp zwei Drittel der Aktien mehr als 50 % ihres Werts. Der Stoxx-European-Football-Index lag 2012 ca. 40 % unter seinem ersten Schlusstand 2002.<sup>28</sup>

Von 2016 bis 2019 stieg der Stoxx-European-Football-Index allerdings um ca. 30 %. Hohe Zuwachsraten verzeichneten vor allem die Aktien von Juventus Turin mit 402 %, von Benfica Lissabon mit 151 %, von Ajax Amsterdam mit 126 % und von Borussia Dortmund mit 119 %.<sup>29</sup> Juventus Turin gehört zudem seit Ende 2018 zu den 40 wichtigsten börsennotierten Unternehmen an der Mailänder Börse.<sup>30</sup> Dass alle Fußballaktien durch die Covid-19-Pandemie erhebliche Verluste erlitten, ist keine fußballspezifi-

---

25 Vgl. insgesamt: *Ferber*, Die Aktien von Ajax Amsterdam stürzen ab, 9.5.2019, abrufbar unter <https://www.nzz.ch/finanzen/ajax-amsterdam-aktien-stuerzen-an-der-boerse-ab-ld.1480538>; *Kirsch*, Diese Fußball-Aktien bieten Siegchancen, 2.7.2014, abrufbar unter <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/boersennotierte-vereine-die-se-fussball-aktien-bieten-siegchancen/10113700.html>.

26 *Quitza*, zitiert von: *Klemm*, Geld verdienen mit Fußball, 8.7.2019, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/worauf-sie-beim-kauf-von-fussballaktien-achten-sollten-16272068.html>. Siehe zur 50+1-Regel Kap. 3, § 20, A, I, 1, b.

27 *Ferber*, Die Aktien von Ajax Amsterdam stürzen ab, 9.5.2019, abrufbar unter <https://www.nzz.ch/finanzen/ajax-amsterdam-aktien-stuerzen-an-der-boerse-ab-ld.1480538>.

28 Hierzu insgesamt: *Hock*, Klub der Absteiger, 17.7.2012, abrufbar unter <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/fussball-aktien-klub-der-absteiger-11821705.html>.

29 Hierzu insgesamt: *Ferber*, Die Aktien von Ajax Amsterdam stürzen ab, 9.5.2019, abrufbar unter <https://www.nzz.ch/finanzen/ajax-amsterdam-aktien-stuerzen-an-der-boerse-ab-ld.14-80538>.

30 Juve-Aktie stürzt nach CL-Pleite ab, 21.2.2019, abrufbar unter <https://www.sport1.de/fussball/champions-league/2019/02/champions-league-juventus-turin-unterliegt-atletico-madrid-aktie-faellt>.

sche Besonderheit und daher für die Bewertung innerhalb dieser Dissertation auszublenken.

Den aufgezeigten negativen Aspekten zum Trotz entschied sich die SpVgg Unterhaching für den Gang an eine Börse. Dabei wies der Präsident des SpVgg Unterhaching e.V. und Geschäftsführer der Unterhaching GmbH & Co. KGaA *Manfred Schwabl* darauf hin, dass die SpVgg Unterhaching bereits zu Beginn des Listings über ein hohes Eigenkapital verfüge, schuldenfrei sei und bis auf Weiteres Planungssicherheit habe. Dies sei ein Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Klubs.<sup>31</sup> Durch die finanzielle Planungssicherheit wolle sich die SpVgg Unterhaching als Ziel des Börsengangs sportlich und wirtschaftlich weiterentwickeln. Dabei wolle man die Finanzstruktur auf Eigenkapital auslegen und ohne Schulden oder Abhängigkeit von einem Mäzen strukturieren. Durch die Mittel aus dem Börsengang sollten in den Profikader, in das Nachwuchsleistungszentrum sowie in das Stadion investiert und Verbindlichkeiten zurückgezahlt werden. Ziel sei es, dass die Mannschaft bis zum Jahr 2022 in die 2. Bundesliga aufsteige und dass das Stadion ausgebaut werde. Bis zum Jahr 2025 wolle sich die SpVgg Unterhaching dann in der 2. Bundesliga etablieren. Aufgrund des großen wirtschaftlichen Unterschieds gegenüber der 3. Liga sei der Aufstieg in die 2. Bundesliga von enormer Bedeutung. So rechne man in der zweithöchsten deutschen Spielklasse mit ca. zehnmals höheren TV-Einnahmen, doppelt so vielen Zuschauern und zweieinhalbmal so vielen Sponsoringeinnahmen.<sup>32</sup> In der 3. Liga erleidet die SpVgg Unterhaching hingegen einen operativen Verlust i.H.v. 2,5 Mio. € jährlich.<sup>33</sup> Entgegen ihres Plans ist die SpVgg Unterhaching in der Saison 2020 / 2021 zwar in die viertklassige Regionalliga abgestiegen, dies ist allerdings vor allem auf die nicht planbare schwierige finanzielle Situation durch die Covid-19-Pandemie zurückzuführen. Sofern sich das Listing der SpVgg Unterhaching als langfristig erfolgreich erweist, könnte dies auch für andere deutsche Profifußballklubs ein Anreiz sein, ihre Anteile an einer Börse zu no-

---

31 *Schwabl* insgesamt zitiert von *Becker*, Hachings Börsengang bringt 2,7 Millionen Euro, 29.7.2019, abrufbar unter <https://www.merkur.de/sport/amateur-fussball/landkreis-muenchen/spvgg-unterhaching-boersengang-bringt-2-7-millionen-euro-12862755.html>.

32 Hierzu insgesamt die Präsentation der *Unterhaching GmbH & Co. KGaA* zum Börsengang, S. 10, 14f., 20, abrufbar unter <https://www.spvggunterhaching.de/assets/Brse/190705SpVggUHGIPO.pdf>.

33 *Rose*, Fußballaktien: Buy low, sell high oder flach schießen, hoch gewinnen, abrufbar unter [https://www.bankm.de/webdyn/1708\\_cs\\_nlart\\_255\\_Momentum.html](https://www.bankm.de/webdyn/1708_cs_nlart_255_Momentum.html).