

Von Prof. Dr. habil. Stefan Prigge

Das Genossenschaftsmodell des FC St. Pauli – eine erste Würdigung

Mitte Dezember erschienen in der Presse Berichte über Pressegespräche, die Andreas Rettig, kaufmännischer Geschäftsführer des FC St. Pauli e.V., über ein neues Finanzierungsmodell im Profifußball in Form einer Genossenschaft geführt hat. Der vorliegende Beitrag trägt die bislang vorhandenen Informationen zusammen und würdigt dann das Modell aus Finanzierungs-, Governance- und Anlegersicht.



Foto: Oliver Tjaden

Prof. Dr. habil. Stefan Prigge

Professor für Unternehmensrechnung und Unternehmensfinanzierung an der HSBA Hamburg School of Business Administration und Mitglied des Instituts für Mittelstand und Familienunternehmen (IMF).

Forschungsinteressen: Corporate Governance und Finanzierung bei Familienunternehmen und im Profifußball.

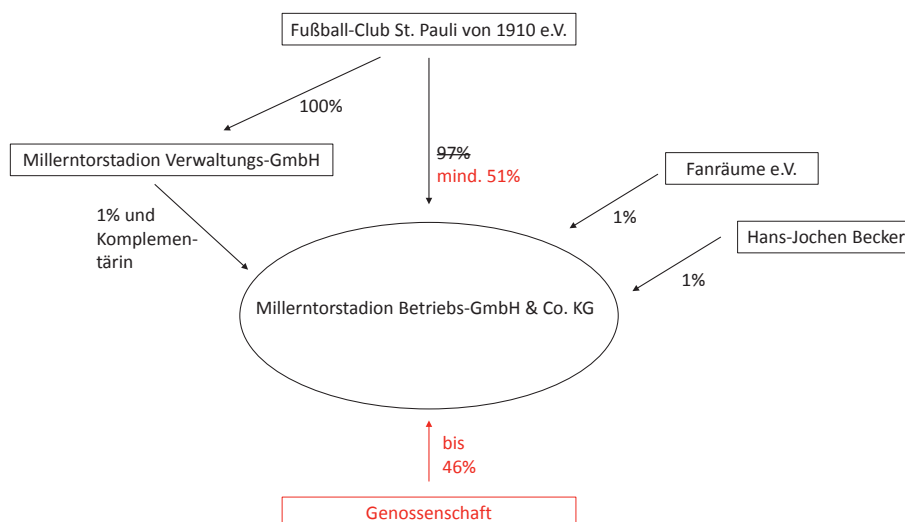
Tel: +49 40 36 138 - 755
stefan.prigge@hsba.de

Das Genossenschaftsmodell

Grundzüge des Modells

Soweit ersichtlich gibt es bislang keine offizielle Verlautbarung seitens des FC St. Pauli e.V., so dass hier die Informationen aus der Berichterstattung

in den Medien ausgewertet werden.¹ Um das Genossenschaftsmodell besser einschätzen zu können, stellt die folgende Grafik den größeren Zusammenhang der Strukturen dar:²



¹ Dierenga, Thomas: Lieber Genossen als Investoren. Bild, 11.12.2018; Harms, Carsten und Alexander Laux: FC St. Pauli will Stadionanteile an Fans verkaufen. Abendblatt, 11.12.2018; Laux, Alexander: St. Paulis Genossen – ein cleveres Stück Sozialismus. Abendblatt, 12.12.2018; o.V.: Neue Geldquelle in Planung. FC St. Pauli plant Genossenschaft. Hamburger Morgenpost, 11.12.2018; o.V.: Alternatives Finanzierungsmodell: FC St. Pauli will Genossenschaft gründen. Sponsors, 12.12.2018; Ruddat, Marthe: Stadion zu verkaufen. TAZ, 13.12.2018.

² Bisnode: Firmenprofil Millerntorstadion Betriebs-GmbH & Co. KG für das Geschäftsjahr 2016; Bundesanzeiger: Millerntorstadion Verwaltungs-GmbH, Handelsregister-Bekanntmachungen vom 22.10.2015; Creditreform: Unternehmensinfo kompakt, Millerntorstadion Betriebs-GmbH & Co. KG, 19.12.2018; Millerntorstadion Betriebs-GmbH & Co. KG: Jahresabschluss 2016/17; Millerntorstadion Verwaltungs-GmbH: Jahresabschluss 2012.

Der Teil in schwarzer Schrift stellt den Ist-Zustand, der Teil in roter Schrift die Veränderungen durch den Genossenschaftsplan dar. Das Millerntorstadion befindet sich im Eigentum der Millerntorstadion Betriebs-GmbH & Co. KG. Diese Gesellschaft wird vollständig vom FC St. Pauli e.V. gesteuert, der nicht nur 97% der Anteile direkt hält, sondern über die Millerntorstadion Verwaltungs-GmbH einhundertprozentiger Eigentümer der Komplementärin ist und somit das Recht hat, die Geschäftsführung der Betriebs-GmbH & Co. KG zu bestellen. (Hinzukommt über die Verwaltungs-GmbH ein weiteres Prozent Anteil an der Betriebs-GmbH & Co. KG.)

Soweit bekannt sehen die Pläne vor, dass eine Genossenschaft gegründet wird, an der Interessierte Genossenschaftsanteile erwerben können. Mit den so eingeworbenen Mitteln würde die Genossenschaft Kommanditanteile an der Betriebs-GmbH & Co. KG vom FC St. Pauli e.V. kaufen, dem damit Mittel zufließen würden, die auch für den Profifußball eingesetzt werden könnten. Nach den Presseberichten soll die Genossenschaft maximal 46% der Anteile halten und der Anteil des FC St. Pauli e.V. nicht unter 51% sinken.

Vom Kauf bis zum Verkauf eines Genossenschaftsanteils

Im Detail könnte der Ablauf vom Kauf bis zum Verkauf eines Genossenschaftsanteils durch einen Anleger folgendermaßen aussehen:

- **Kauf des Genossenschaftsanteils:** Interessierte können Genossenschaftsanteile kaufen und damit Mitglied der Genossenschaft werden. Der Vorstand der Genossenschaft kann die so eingeworbenen Mittel verwenden, um vom FC St. Pauli e.V. Kommanditanteile an der Betriebs-GmbH & Co. KG für die Genossenschaft zu erwerben. Da der Preis der Anteile zu bestimmen ist und dafür vermutlich ein Bewertungsgut-
 - achten erforderlich ist, könnte es sich anbieten, die Anteilskäufe gebündelt einmal im Jahr durchzuführen, wenn eine aktuelle Bewertung vorliegt.
 - **Laufende Erträge sowie Gewinne und Verluste der Genossenschaft:** Möglicherweise erzielt die Genossenschaft laufende Erträge aus den Anteilen an der Betriebs-GmbH & Co. KG, wenn diese Gesellschaft Ausschüttungen vornimmt. Inwieweit die Genossenschaft ihrerseits Mittel an ihre Mitglieder ausschüttet, kann in der Satzung geregelt werden und ist nach den Presseberichten noch nicht festgelegt. Bilanzielle Gewinne der Genossenschaft aus den gehaltenen Anteilen an der Betriebs-GmbH & Co. KG sind nicht wahrscheinlich, da die Anschaffungskosten für die Kommanditanteile die Obergrenze für den bilanziellen Wertansatz darstellen. Eher denkbar erscheinen bilanzielle Verluste, wenn die Genossenschaft die Anteile an der Betriebs-GmbH & Co. KG aufgrund voraussichtlich dauerhafter Wertminderung abwerten müsste (unter der Annahme, dass die Anteile im Anlagevermögen gehalten werden). Erzielt die Genossenschaft Gewinne, erhöhen sich die Ergebnismrücklagen im Eigenkapital der Genossenschaft; das Geschäftsguthaben (das Äquivalent zum gezeichneten Kapital in anderen Gesellschaftsformen) bleibt unverändert. Bei Verlusten verringern sich die Ergebnismrücklagen der Genossenschaft; sollten sie aufgebraucht sein, verringert sich das Geschäftsguthaben.
 - **Verkauf des Genossenschaftsanteils:**
 - Die Mitglieder können die Genossenschaft auch wieder verlassen und ihre Anteile zurückgeben. Rechtlich ist das die Kündigung der Mitgliedschaft. Nach dem Gesetz kann die Kündigung nur mit einer dreimonatigen Frist zum Ende des Geschäftsjahres erfolgen (§65 II
- GenG). (Für eine außerordentliche Kündigung gelten eigene Regelungen; §67a GenG.) Die Satzung kann die Kündigungsfrist auf höchstens fünf Jahre verlängern (§65 II GenG). Im besten Fall erhalten die zurückgebenden Genossen ihre beim Einstieg gezahlte Einlage zurück. Das entspricht ihrem Anteil am Geschäftsguthaben. Ein möglicher Verlust der Genossenschaft hätte den Wert des Geschäftsanteils reduziert. An einem zwischenzeitlichen Wertzuwachs bei den Anteilen an der Betriebs-GmbH & Co. KG, die die Genossenschaft hält, wären die Genossen nicht beteiligt. Sie erhalten beim Ausstieg keinen Anteil an den Ergebnismrücklagen. In jedem Fall entsteht für die Genossenschaft aus der Anteilsrückgabe ein Finanzierungsbedarf.
- Ein zweiter Weg, die Genossenschaft zu verlassen, bestünde für die Genossen darin, ihre Anteile nicht an die Genossenschaft zurückzugeben, sondern an andere Interessierte zu verkaufen. Auch wenn hier grundsätzlich freie Preisbildung herrschen dürfte, ist es unwahrscheinlich, dass aussteigende Genossen hier einen höheren Preis erzielen als bei Rückgabe an die Genossenschaft. Denn Kaufwillige hätten als Alternative immer den Anteilskauf direkt von der Genossenschaft zum Nennwert von Geschäftsguthabensanteilen. Warum sollten sie beim Anteilskauf von ausscheidenden Genossen bereit sein, mehr zu zahlen? Aus dieser Variante des Anteilsverkaufs resultiert kein Finanzierungsbedarf der Genossenschaft.
 - **Beendigung der Genossenschaft:** Schließlich ist noch die Regelung bei Beendigung der Genossenschaft zu bedenken. Die Genossenschaft kann entweder ausweislich der Satzung von vornherein auf eine begrenzte Zeit angelegt gewesen sein, oder die Generalversammlung beschließt

mit 75%-Mehrheit die Auflösung. Die Verteilung des Genossenschaftsvermögens entspricht in seinen Grundzügen dem oben beschriebenen Vorgehen bei Kündigung der Mitgliedschaft, d.h. die Mitglieder bekommen ihren Anteil am Geschäftsguthaben (ihre Einzahlung), gegebenenfalls vermindert um Verluste. Was passiert, wenn die Genossenschaft keinen Verlust, sondern Gewinn gemacht hat? Gemäß §91 II GenG sind die Ergebnissrücklagen nach Köpfen zu verteilen. Allerdings kann durch die Satzung „die Verteilung des Vermögens ausgeschlossen oder ein anderes Verhältnis für die Verteilung bestimmt werden“ (§91 III GenG). Es ist sehr zu erwarten, dass die Satzung vorsieht, dass eventuelle Überschüsse vollständig oder zumindest zu einem sehr großen Teil dem FC St. Pauli e.V. zufallen sollen. Jede andere Regelung würde die ohnehin schon große Liquiditätsbelastung des FC St. Pauli e.V. bei der Auflösung der Genossenschaft noch weiter erhöhen. Wenn die Genossenschaft aufgelöst wird, muss sie ihre Anteile an der Betriebs-GmbH & Co. KG verkaufen. Vermutlich sollen die Anteile unter der Kontrolle des FC St. Pauli e.V. bleiben, so dass er sie entweder zurückkaufen muss oder eine andere Konstruktion gefunden werden muss, durch die die Mittel für den Kauf dieser Anteile erzielt werden, aber die Kontrolle gleichzeitig beim FC St. Pauli e.V. verbleibt. Neben diesem Grundliquiditätsbedarf in Höhe der Geschäftsguthaben träte dann noch der weitere Liquiditätsbedarf, falls die Genossen bei Auflösung der Genossenschaft an den Ergebnissrücklagen partizipieren sollen. Ein unerwünschter Nebeneffekt einer solchen Partizipation wäre, dass dann Käufe von Genossenschaftsanteilen eher renditegetrieben wären und weniger durch den Wunsch motiviert wären, den Profifußball beim FC St. Pauli e.V. zu fördern.

Governance

Abschließend seien noch kurz die wichtigsten Governance-Elemente gestreift: Die Satzung ist ein extrem wichtiges Dokument und enthält u.a. Regelungen zur Kündigungsfrist, zur Beteiligung von ausscheidenden Mitgliedern an den Ergebnissrücklagen, zu Voraussetzungen für die Aufnahme in die Genossenschaft oder zu den Stimmrechten. Die Satzung muss bereits bei der Anmeldung der Genossenschaft beim Genossenschaftsgericht vorliegen und bedarf der Unterschrift von drei Mitgliedern (§11 II GenG). Das bedeutet, dass die Gründungsmitglieder einen kaum zu überschätzenden Einfluss auf die Machtverteilung in der Genossenschaft haben. Und die Gründungsmitglieder haben es selbst in der Hand, zukünftige Änderungen der Satzung zu erschweren oder praktisch unmöglich zu machen, indem sie das Mindestquorum für Satzungsänderungen sehr hoch ansetzen. Da der FC St. Pauli e.V. der maßgebliche Gründer der Genossenschaft sein wird, besteht hier die Chance, aber auch die Notwendigkeit, wohl bedacht schon viele wichtige Pflöcke einzuschlagen. Die Generalversammlung – bei sehr vielen Genossenschaftsmitgliedern gegebenenfalls die Vertreterversammlung – ist das Organ der Genossenschaftsmitglieder und kann mit einer Mehrheit von mindestens 75% (die Satzung kann einen höheren Prozentsatz vorsehen) Kernelemente der Satzung ändern (§16 II GenG). Die Generalversammlung wählt den Aufsichtsrat und gegebenenfalls den Vorstand. Standardmäßig hat jeder Genosse unabhängig von seinem Kapitalanteil eine Stimme in der Generalversammlung (§43 III GenG), die Satzung kann maximal drei Stimmen pro Genosse vorsehen (§43 III Nr. 1 GenG). Der Aufsichtsrat überwacht den Vorstand und wählt diesen auch, sofern die Satzung dieses Recht nicht der Generalversammlung zugewiesen hat. Der Vorstand schließlich führt die

Geschäfte der Genossenschaft und ist dabei an die Weisungen der Generalversammlung und der Satzung gebunden.

Würdigung

Generelle Würdigung

Der Vorschlag ist als innovativer Vorstoß sehr zu begrüßen, weil er bisher bestehende Grenzen verschiebt, nämlich dass Eigenkapitalbeteiligungen am Profifußball von großen Geldgebern kommen müssen und dass eine Eigenkapitalbeteiligung mit kleineren Beträgen nur bei einer Börsennotierung (Beispiel Borussia Dortmund) möglich ist, aber nicht im Rahmen des e.V. Bisher waren die Möglichkeiten für Mitglieder und Fans, den Profifußball in ihrem Verein finanziell zu unterstützen, auf Fremdkapital beschränkt. Das trat in den Formen der Fananleihe (z.B. beim FC St. Pauli oder beim HSV) oder des Crowdfunding (Hertha BSC Berlin) auf. Eine Eigenkapitalbeteiligungsmöglichkeit für kleine Beträge erforderte bisher neben der Ausgliederung der Profiabteilung in eine Kapitalgesellschaft auch noch deren Börsennotiz. Schon der erste Schritt, die Ausgliederung, wird von vielen Anhängern kritisch gesehen, vom Börsengang ganz zu schweigen. Das Modell des FC St. Pauli weist einen Weg, wie Fans und Mitglieder mit kleinen Beträgen ihrem Profifußballclub in der Form des e.V. Eigenkapital überlassen können. Wenn mehr Finanzmittel aus der Mitte der Anhänger und Mitglieder kommen und damit große Investoren, die womöglich nicht einmal eine emotionale Bindung zum jeweiligen Club besitzen, an Bedeutung verlieren, könnte sich zumindest im Bereich der Finanzierung der Konflikt zwischen Sport und Kommerzialisierung ein wenig entspannen.

Man könnte einwenden, dass die Fördermitgliedschaft, die es z.B. beim FC St. Pauli und beim HSV (Supporter) in größerem Umfang gibt, auch ein Weg ist, mit kleineren Beträgen den Profifußball im jeweiligen Verein zu stärken. Denn viele dürften deshalb Fördermitglied geworden sein, weil sie den Profifußball unterstützen wollen. Allerdings ist diese Unterstützung viel weniger direkt, als den meisten Fördermitgliedern klar sein dürfte: Die Beiträge der Fördermitglieder kommen dem gesamten e.V. zugute. Die Fördermitglieder unterstützen den Profifußball nur insoweit, als ihre Beiträge es weniger notwendig machen, dass die Profifußballabteilung, sofern sie profitabel ist, die anderen Sparten unterstützt und so mehr Mittel für den Profifußball zur Verfügung stehen. Aber in nicht geringem Umfang unterstützen die Fördermitglieder eher den Breitensport als den Profifußball im jeweiligen Verein. Das gilt für ausgegliederte Profifußballabteilungen wie beim HSV ebenso wie für Fälle wie den FC St. Pauli, in denen die Profifußballabteilung Teil des e.V. ist.

Würdigung aus Finanzierungssicht

Soeben wurde positiv hervorgehoben, dass das Genossenschaftsmodell sehr innovativ ist, um Eigenkapital in kleinen Beträgen von den eigenen Mitgliedern und Fans einzuwerben, wobei die Profifußballabteilung Teil des e.V. bleiben kann. Allerdings sollte man ein eminent wichtiges Charakteristikum des so eingenommenen Eigenkapitals keinesfalls vernachlässigen: Es ist kündbar. Denn von den schon gebräuchlichen Formen externen Eigenkapitals im deutschen Profifußball unterscheidet sich das genossenschaftliche Eigenkapital dadurch,

dass es nicht zwingend unbefristet zur Verfügung steht. Vielmehr kann der Geldgeber seine Mitgliedschaft kündigen und sein Geld zurückfordern. Aktionäre, GmbH-Gesellschafter oder Kommanditisten können das nicht. Hier müssen die Profifußballgesellschaften nicht befürchten, dass das Eigenkapital wieder abgezogen wird. Wollen Genossen ihre Anteile zurückgeben, benötigt die Genossenschaft dafür entsprechende Mittel. Bei normaler Fluktuation, d.h. zufälligen Kündigungen stehen zufällige Eintritte gegenüber, und mit genügend zeitlichem Vorlauf sollte das unter normalen Umständen die Genossenschaft nicht vor Probleme stellen. Anders würde es bei einer Kündigungswelle aussehen. Es mag ein nur theoretischer Extremfall sein, er sollte aber sicherheitshalber mit bedacht werden: Was passiert, wenn es eine – möglicherweise gesteuerte – Kündigungswelle gibt? Damit die Genossenschaft – und damit letztendlich der FC St. Pauli e.V. als wahrscheinlichster Käufer der Anteile an der Betriebs-GmbH & Co. KG, die die Genossenschaft verkaufen muss – dadurch nicht unter Druck gerät, sollte in der Satzung der gesetzliche Spielraum bei der Kündigungsfrist zumindest insoweit genutzt werden, dass die Genossenschaft im Notfall das Recht hat, die Kündigungsfrist innerhalb des gesetzlichen Rahmens zu verlängern. Die Kündigungsfrist von vornherein auf fünf Jahre festzulegen könnte übertrieben sein und auch bei der Mitteleinwerbung hinderlich sein. Bei der Festlegung der Kündigungsfrist wird es darauf ankommen, diese widerstreitenden Interessen auszubalancieren. Ferner sollte vorab geklärt sein, ob die Genossenschaft über einen eigenen Kreditrahmen verfügen soll, über den solche Nettoanteilskündigungen ebenfalls zwischenzeitlich abgedeckt werden könnten.

Das Genossenschaftsmodell ermöglicht zwar die Eigenkapitalunterstützung durch kleine Beiträge ohne Ausgliederung oder gar Börsennotierung der Profifußballabteilung. Aber es teilt mit den in Deutschland üblichen Formen der Eigenkapitalbeteiligung vereinsfremder Gesellschafter an den ausgegliederten Profiabteilungen den Nachteil, dass der Zahlungszufluss eher einmaligen, zumindest nicht stetigen, Charakter hat und dass das Volumen endlich ist. Aus Vereinsicht wäre es sicherlich wünschenswert, ein Vehikel zu schaffen, über das laufend Mittel in Form kleinerer Einzelbeträge von den Fans und Mitgliedern gesammelt werden könnten; gewissermaßen eine Fördermitgliedschaft, deren laufende Beiträge aber direkt und nicht über den Umweg Breitensport den Profifußball unterstützen. Ein stetiger Mittelzufluss käme im Genossenschaftsmodell nur zustande, wenn entweder bei großer Nachfrage nach Genossenschaftsanteilen die Ausgabe seitens des FC St. Pauli zeitlich gestreckt wird oder wenn die Nachfrage eher verhalten ist und es länger dauert, die Anteile abzusetzen. Das Gesamtvolumen des Genossenschaftsmodells ist begrenzt; wenn es erreicht ist, gibt es ohnehin keinen Mittelzufluss mehr. Das Gesamtvolumen ist beschränkt, weil nach den derzeitigen Plänen die Genossenschaft höchstens 46% an der Betriebs-GmbH & Co. KG erwerben soll. Das ist eine selbst auferlegte Beschränkung, die sich erweitern ließe. Denn theoretisch könnte der FC St. Pauli e.V. alle Kommanditanteile, die er an der Betriebs-GmbH & Co. KG hält, abgeben, würde aber als Komplementär die Kontrolle über die Betriebs-GmbH & Co. KG behalten.³ Aber auch dann wäre irgendwann mit dem Verkauf aller Anteile durch den FC St. Pauli e.V. das Maximum erreicht.

³ In den in eine Kapitalgesellschaft ausgegliederten Profiabteilungen ergibt sich die Begrenztheit der Eigenkapitalbeschaffung durch die 50+1-Regel: Solange der e.V. nicht über ausreichend Mittel verfügt, Kapitalerhöhungen mitzugehen, endet die Möglichkeit, Eigenkapital von vereinsfremden Gesellschaftern zu vereinnahmen dann, wenn 50% minus einem Anteil verkauft wurden. Diese Grenze besteht auch unter der 50+1-Regel nicht für Profiabteilungen, die in der Form einer KG geführt werden, solange der e.V. über den Komplementär die Profiabteilung kontrolliert. Bekanntestes Beispiel hierfür ist Borussia Dortmund.

Würdigung der Governance

Governance-Analysen sind oft Worst-Case-Analysen. Man versucht herauszufinden, was schiefgehen könnte, wenn übelwollende Akteure in dieser Governance-Struktur agieren. Dazu seien zwei Fragen näher betrachtet: (1) Könnten Übelwollende die Kontrolle über die Genossenschaft übernehmen? (2) Welchen Schaden könnten sie bei Kontrollübernahme anrichten?

Zur ersten Frage nach der Kontrollübernahme: Kontrollübernahme bedeutet, den Inhalt der Satzung zu bestimmen und die Gremien Vorstand und Aufsichtsrat besetzen zu können. Im Kern geht es also um die Macht in der Generalversammlung (oder gegebenenfalls Vertreterversammlung). Ein großer Anteil am Geschäftsguthaben verschafft seinem Besitzer nicht viel Stimmenmacht in der Generalversammlung, da der Grundsatz von einer Stimme pro Mitglied gilt, der auf bis zu drei Stimmen pro Mitglied ausgeweitet werden kann. Aber auch dann ist die Verbindung zwischen Kapitalanteil und Stimmenanteil nur sehr lose. Es kommt ganz maßgeblich auf die Köpfe an. Diese Konstellation verhindert, dass sich ein einzelner kapitalkräftiger Störenfried in die Genossenschaft einkauft (vorausgesetzt, seinem Mitgliedsantrag wird entsprochen) und dann kraft seines Kapitalanteils Macht ausübt. Es verhindert aber auch, dass z.B. der FC St. Pauli e.V. immer einen bestimmten Anteil des Genossenschaftskapitals stellt und dadurch seine Kontrolle absichert. Denn auch große Anteilseigner haben nur eine Stimme (bzw. maximal drei).

Man könnte Anträge auf Mitgliedschaft in der Genossenschaft gründlich prüfen, um Störenfriede rechtzeitig zu erkennen und gar nicht erst in die Genossenschaft eintreten zu lassen. (Was natürlich nicht ausschließt, dass ursprünglich Wohlmeinende im Laufe

der Jahre zu Übelwollenden werden können.) Eine solche Regelung wäre in der Satzung zu verankern. In der Presseberichterstattung war z.B. die Rede davon, dass nur Genosse werden kann, wer auch Mitglied im FC St. Pauli e.V. ist. Das könnte man noch verschärfen, indem man z.B. eine mindestens zweijährige Mitgliedschaft im FC St. Pauli e.V. verlangt, bevor eine Aufnahme in die Genossenschaft möglich ist. Nachteil aller Zugangskontrollen ist natürlich, dass sie gleichzeitig das Finanzierungsvolumen reduzieren, das mit der Genossenschaft geschaffen werden kann.

Um solchen Unwägbarkeiten möglichst wenig ausgesetzt zu sein, sollte der Start-Governance der Genossenschaft höchste Aufmerksamkeit gewidmet werden. In der Gründungsphase mit wenigen handverlesenen Mitgliedern muss die Satzung so festgelegt werden, dass sie nach Möglichkeit nicht mehr geändert werden muss, weil in ihr das Quorum für eine Satzungsänderung so anspruchsvoll festgelegt wird, z.B. auf 90%, dass es nicht nur für Störenfriede nahezu unmöglich ist, Änderungen vorzunehmen, sondern auch für den FC St. Pauli e.V. selbst. Ein mehr Beweglichkeit erhaltender Ansatz bestünde darin, dass Satzungsänderungen nicht nur ein Quorum in der Generalversammlung erreichen müssen, sondern auch der Zustimmung z.B. der Gründungsmitglieder bedürfen, die damit quasi ein Vetorecht hätten.⁴ Es wäre auch zu prüfen, inwieweit juristisch das Pendant zu einer goldenen Aktie im Rahmen einer Genossenschaft nachgebaut werden könnte. Letztendlich ist hier der juristische Rat gefragt, wie man die Balance aus Schutz vor unerwünschten Eingriffen auf der einen Seite und Beibehaltung der Beweglichkeit, um auf Änderungen im Laufe der Jahre reagieren zu können, auf der anderen Seite optimieren kann.

Nicht vergessen werden darf in einer solchen Betrachtung, dass Kontrolle auch durch Drohung erlangt werden kann. Wenn eine Gruppe glaubhaft mit dem schnellen Abzug von Mitteln aus der Genossenschaft drohen kann und diese dadurch in die Bredouille bringen könnte, erlangt sie dadurch auch Einfluss.⁵ Allerdings könnte dies durch lange Kündigungsfristen relativ einfach gemildert werden, solange die Übelwollenden keine Möglichkeit haben, die Kündigungsfristen zu ändern.

Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit einer unerwünschten Kontrollübernahme in der Genossenschaft gering. Deshalb sei nur andeutungsweise die zweite Frage diskutiert, welcher Schaden bei Kontrollübernahme entstehen könnte. Das Stadion selbst dürfte kaum in die Hände von Aufständischen in der Genossenschaft geraten. Der FC St. Pauli e.V. behält die Mehrheit der Kommanditanteile an der Betriebs-GmbH & Co. KG und ist vor allen Dingen über die Verwaltungs-GmbH Komplementär und kontrolliert damit die Geschäftsführung. Es hängt von der spezifischen Ausgestaltung der Betriebs-GmbH & Co. KG (Sperrminorität) ab, ob es ein Problem darstellt, wenn die unter Kontrolle von Aufständischen befindliche Genossenschaft mehr als 25% an der Betriebs-GmbH & Co. KG hält.

Neben der allgemeinen Lästigkeit und der negativen Wirkung in der Öffentlichkeit, wenn das Genossenschaftsmodell von Aufständischen gekapert wurde, könnten z.B. auch folgende Schwierigkeiten auftreten: Die Genossenschaft könnte ihre Anteile an der Betriebs-GmbH & Co. KG an jemanden anders als an den FC St. Pauli e.V. verkaufen. Das könnte durch ein Vorkaufsrecht des FC St. Pauli e.V. vermieden werden. Die Störenfriede könnten einen Run auf die Genossenschaft initiieren, also den schnellen Abzug der Einlagen wie bei

⁴ Diese Überlegungen erinnern an sog. Dead-Hand-Poison-Pills, also Übernahmehindernisse, die sich selbst dann kaum wieder beseitigen lassen, wenn der Vorstand, der sich ursprünglich damit vor feindlichen Übernahmen schützen wollte, schon lange das Unternehmen verlassen hat.

⁵ Dieser Ansatz erinnert an so manche Volte im Verhältnis zwischen 1860 München und Hasan Ismail.

einem Bank Run. Das könnte durch entsprechende Kündigungsfristen in der Satzung verhindert werden. Oder die Aufständischen streben eine umfassende Beteiligung ausscheidender Genossen an den Ergebnisrücklagen an. Auch hier geht es letztlich um die Herrschaft über die Satzung.

Diese Szenarien mögen letztlich alle vergleichsweise unwahrscheinlich sein, legen aber zumindest eines eindringlich nahe: In der Entwicklung der Genossenschaftsstruktur sollten mögliche Einfallstore von Störern im Sinne einer Worst-Case-Analyse akribisch gesucht und untersucht werden, um so, insbesondere präventiv, mögliche Störer gleich abzuschrecken.

Würdigung aus Anlegersicht

Aus reiner Finanzperspektive ist die Anlage unattraktiv. Bei einer Anlage gibt es grundsätzlich zwei Renditequellen: laufende Ausschüttungen und Kursveränderungen. Aus den Pressegesprächen ging hervor, dass noch diskutiert wird, ob es eine kleine Ausschüttung geben soll, z.B. einen Inflationsausgleich. Falls wir einmal zu einem normalen Zinsumfeld zurückkehren sollten, ist das nicht attraktiv. Hinsichtlich der Kursveränderung besteht Asymmetrie: Der Anleger ist bei Verlusten des Anteils an der Betriebs-GmbH & Co. KG voll beteiligt, bei Wertsteigerungen dagegen nur nach Maßgabe der Satzung, wobei dem FC St. Pauli e.V. zu empfehlen wäre, keine solche Beteiligung vorzusehen, bestenfalls eine sehr geringe. Gründe hierfür sind die Liquiditätsbelastung des FC St. Pauli e.V. und die Änderung des Anlagecharakters weg von der Unterstützung der Profifußballabteilung als Teil des FC St. Pauli e.V. hin zu einer größeren Gewichtung der finanziellen Rendite als Anlagemotiv.

Es ist nicht zu erwarten, dass die geringe finanzielle Attraktivität die Nachfrage nach den Genossenschaftsanteilen signifikant verringert. Wie eben ausgeführt könnte eine zu starke Betonung der finanziellen Attraktivität den Absatz sogar erschweren oder zumindest einige der gewünschten Geldgeber vertreiben und verstärkt Anleger anziehen, die eher an der finanziellen Rendite als an der Unterstützung einer bestimmten Sichtweise auf den Profifußball interessiert sind. Das könnte insbesondere auf die Anhänger des FC St. Pauli zutreffen, ist aber längst nicht auf sie begrenzt. Die wissenschaftliche Forschung generell und auch eigene Forschung des Autors⁶ haben gezeigt, dass Anleger in Fußballaktien bereit sind, Preise zu zahlen, die im Kapitalmarktvergleich zu hoch sind, sie also eine niedrige finanzielle Rendite hinnehmen. Eine Erklärung für dieses Verhalten besteht darin, dass die Anleger neben der unmittelbaren Rendite aus der Anlage durch Ausschüttung und Wertveränderung auch noch weiteren Nutzen ziehen. Bei Faninvestoren kann das die monetäre Unterstützung ihres Herzclubs sein. Für diese emotionale Rendite nehmen sie Abschläge in der finanziellen Rendite in Kauf. Insoweit ist die finanzielle Rendite also nur von nachgeordneter Wichtigkeit für Fananleger. Deshalb ist eine große Nachfrage nach den Genossenschaftsanteilen wahrscheinlich, soweit man das jetzt schon sagen kann, wo viele Ausstattungsdetails noch nicht festgelegt sind.

Abschließende Würdigung

Das Genossenschaftsmodell des FC St. Pauli e.V. ist ein sehr innovativer Vorstoß, mit dem erstmals im deutschen Profifußball Eigenkapital in kleineren Beträgen – also geeignet für norma-

le Mitglieder und Fans – und im Rahmen des e.V. eingesammelt werden soll. Er könnte damit im Bereich der Finanzierung den Grundkonflikt zwischen Fußballtradition und Kommerz etwas entschärfen. Allerdings muss ein wesentlicher Unterschied des über die Genossenschaft eingeworbenen Eigenkapitals im Vergleich zum Eigenkapital bei Aktiengesellschaften und anderen Kapitalgesellschaften mitgedacht werden: Es ist kündbar. Diese Eigenschaft macht das Konstrukt auch verwundbar, wenn die Genossenschaft in die Hände von Störern gerät. Vorkehrungen dagegen erscheinen juristisch machbar, erfordern aber eine wohl durchdachte Vorbereitung. Aus finanzieller Sicht ist das Konstrukt für Anleger nicht besonders attraktiv. Dennoch scheint ein großes Anlegerinteresse sehr wahrscheinlich. Aus den Erfahrungen mit Fananleihen und aus der Forschung zu internationalen Fußballaktien weiß man, dass es Mitgliedern und Fans längst nicht nur auf die finanzielle Rendite ankommt. Daneben schätzen sie die emotionale Rendite. Eine zu attraktive finanzielle Ausstattung der Genossenschaftsanteile könnte deshalb sogar kontraproduktiv wirken, wenn dieses Konstrukt als ein Weg gesehen werden soll, die Trennung zwischen Fans und Finanzierung zu verringern. Dieses Genossenschaftsmodell öffnet den Weg für das Sammeln von Eigenkapital von Fans und Mitgliedern, es ist aber kein Instrument, über das ein stetiger Mittelfluss von Fans und Mitgliedern an den Profifußball möglich ist. Hierfür bedarf es weiterer Innovationen.

Prof. Dr. habil. Stefan Prigge

HSBA Hamburg School of Business Administration

Stefan.Prigge@HSBA.de

⁶ Prigge, Stefan und Lars Tegtmeyer: Market Valuation and Risk Profile of Listed European Football Clubs. Erscheint in: Sport, Business and Management.