



# Die Akte Porsche

Beinahe hätte der kleine Autobauer den VW-Konzern komplett geschluckt – dank ebenso genialer wie fragwürdiger Optionsgeschäfte, die fast alle Regeln des Kapitalmarkts außer Kraft setzten und Investoren Milliarden kosteten. Das Protokoll der gewagtesten **Spekulation**, die Deutschland je gesehen hat.

**V**or Honoratioren in der schwäbischen Provinz schwärmt Wendelin Wiedeking gern vom „ehrbaren Kaufmann“. Zu dessen Prinzipien gehört auch der Leitsatz „Ein Mann, ein Wort“. Doch die Zahl derjenigen, die Aussagen des wortgewaltigen Porsche-Chefs für bare Münze nehmen, dürfte abgenommen haben: Wiedeking hat seine Meinung auffallend oft geändert. „Stütze und Luxus passen nicht zusammen“, polterte er dereinst – jetzt bittet er die staatliche Förderbank KfW um 1,75 Milliarden Euro Kredit. „Wir werden keinen Dieselmotor anbieten“, tönte er vor gut drei Jahren – heute gibt es den Porsche Cayenne Diesel.

Die tollsten Haken geschlagen aber hat er bei der Übernahme von VW: „Die 75 Prozent sind heute kein Thema; wir treiben den Kurs nicht“, sagte er am 5. Oktober 2008. Exakt drei Wochen später teilt Porsche mit, man plane, den VW-Anteil „im Jahr 2009 auf 75 Prozent aufzustocken“.

Dass Wiedeking mächtig unter Druck steht, ist nicht mehr zu übersehen. Von einem avisierten Kredit über 2,5 Milliarden Euro hat Porsche erst 750 Millionen sicher.

Erst vor Kurzem musste VW für Porsche, die auf neun Milliarden Netto-Schulden sitzen, 700 Millionen Euro Kredit bereitstellen. Und in den Porsche-Büchern, so glauben Analysten, schlummern weitere Milliardenrisiken. Schlimmstenfalls könnten die so hoch sein, dass sich die Schulden noch einmal mehr als verdoppeln und Porsche aus dem operativen Geschäft nicht einmal mehr die Zinsen bezahlen könnte.

Dabei schien es bis vor wenigen Monaten so, als habe Porsche eine geniale Finanzkonstruktion geschaffen, die es dem nach Autoabsatz mehr als 60-mal kleineren Hersteller aus Zuffenhausen erlaubte, mit überschaubaren Mitteln den Giganten Volkswagen zu schlucken. Porsche hatte sich von der Öffentlichkeit unbemerkt angeschlossen, Stück für Stück rund 51 Prozent der stimmberechtigten Aktien an VW übernommen und dabei zeitweise noch Milliarden verdient. Die Leidtragenden waren Banken, Investmentfonds und ihre Anleger sowie Hedgefonds. Sie verloren Milliarden, weil Porsche Lücken im Gesetz ausgenutzt und ihnen gegenüber einen Wissensvorsprung hatte. Doch in den vergan-

genen Monaten erschütterten schwere Pannen die Übernahmemaschinerie. Es zeigt sich immer deutlicher, wie sie arbeitet – und wo ihre Schwächen liegen. Sie hat keinen „Stopp“-Schalter. Porsche kann sie möglicherweise aus eigener Kraft nicht mehr anhalten – obwohl genau das im Augenblick opportun wäre.

Die Übernahme von VW fußte auf drei Annahmen, die sich als falsch erwiesen:

Annahme 1: Das VW-Gesetz, das die Stimmrechte von VW-Großaktionären begrenzt, fällt. So wird der Weg frei für einen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag. Der hätte Porsche den Zugriff auf die VW-Kasse ermöglicht – Finanzvorstand Holger Härter und Wiedeking hätten in bester Heuschrecken-Manier die Übernahme mit dem Geld des Übernommenen bezahlen können. Tatsächlich kippte der Europäische Gerichtshof das Gesetz. Die Bundesregierung hat aber eine neue Fassung verabschiedet, die es Porsche weiter nicht erlaubt, einen Beherrschungsvertrag mit VW zu schließen.

Annahme 2: Der Umsatz der globalen Autoindustrie und damit das Porsche- »

**Wendelin Wiedeking**  
Der Porsche-Chef hat mit den trickreichen Finanzgeschäften und den daraus resultierenden Gewinnen auch sein Gehalt enorm nach oben katapultiert – auf geschätzte **77 Millionen Euro**

FOTO: DENIZ SAYLAN







## Ferdinand Piëch

Der VW-Aufsichtsratschef und Porsche-Großaktionär gilt als Verfechter einer Übernahme des Porsche-Sportwagengeschäfts durch VW. Finanzieren könnten die Wolfsburger das. Ihre Netto-Liquidität, auf die Porsche so gern Zugriff hätte, beläuft sich auf mehr als

**11 Milliarden Euro**

Jetzt wird die Lage wahrhaft bedrohlich. Die Gefahr geht dabei nach Einschätzung von Analysten nicht von den Calls aus, die an Wert verlieren, sondern von den von Porsche verkauften Puts.

Falls die VW-Aktie unter den Basispreis der Puts rutscht, muss Porsche damit rechnen, dass die Banken ihre Absicherung aktivieren und Porsche die Verluste ausgleichen muss.

Wo genau diese neuralgische Grenze liegt, also die Basispreise der von Porsche verkauften Puts, ist eines der bestgehüteten Geheimnisse in Zuffenhausen. Experten gehen davon aus, dass der Basispreis der Puts ein gutes Stück über dem der Kaufoptionen liegt. „Wenn man von 130 Euro für die Calls ausgeht, dann würde eine Basis von rund 200 Euro für die Puts gut dazu passen“, sagt ein Investmentbanker.

Der Grund ist einfach: Je höher die Basis der Puts, desto wertvoller sind die Verkaufsoptionen – und desto höher war die Prämie, die Porsche beim Verkauf der Puts einstrich. Derzeit, bei einem VW-Kurs von 250 Euro, kosten Juni-Puts mit

130er-Basis etwa 20 Cent; mit 200er Basis stehen sie bei 4,40 Euro. Das heißt: Wenn Porsche für seine Call-Optionen eine echte finanzielle Entlastung aufbaute, so war das nur mithilfe von Puts mit einer höheren Basis möglich.

Je näher der Kurs der VW-Aktie im Oktober 2008 dem Basispreis der Puts kommt, desto größer wird das Risiko für Porsche – schließlich müssen die Stuttgarter bei einem weiteren Absturz entweder Millionen VW-Aktien abnehmen oder die Kursverluste der Banken finanzieren. Brächen die VW-Aktien also etwa auf 100 Euro ein, müsste Porsche bei einer Put-Basis von 200 Euro je Aktie für 100 Euro geradestehen. Bei 23 Prozent an VW (68 Millionen Aktien), wären das 6,8 Milliarden Euro.

**Blanker Hohn: Wie Härter die Fonds ausnimmt**  
Nach weiteren heftigen Kursverlusten der VW-Aktie teilt Porsche am 26. Oktober dann völlig überraschend mit, dass man aktuell 42,6 Prozent der Volkswagen-Stamm-

aktien und zusätzlich 31,5 Prozent Cash gestellte Optionen auf VW hält. 2009 wolle man die VW-Beteiligung auf 75 Prozent aufstocken und den Weg für einen Beherrschungsvertrag frei machen.

Jetzt beginnen die VW-Aktien zu steigen – was zahlreiche Spekulanten, die auf fallende Kurse gewettet hatten, auf dem falschen Fuß erwischt.

Betroffen sind die sogenannten Leerverkäufer. Diese borgen von Banken oder Fonds gegen Gebühren Aktien, werfen sie auf den Markt, drücken die Kurse und kaufen die Papiere dann günstiger zurück. Die Differenz zwischen Verkaufs- und Rückkaufkurs ist ihr Gewinn. Geht dieses Kalkül nicht auf und gibt die Aktie nicht wie erwartet nach, laufen sie in die Falle. Sie müssen um jeden Preis VW-Aktien kaufen, um ihre Geschäfte auszugleichen.

Wegen der verzweifelten Kaufaktionen steigt die VW-Aktie Ende Oktober nach der Erklärung von Porsche binnen zwei Tagen von 200 auf 1000 Euro. Später pendelt sie sich zwischen 250 und 500 Euro ein. Das ist weit genug vom Basispreis der Puts entfernt – sodass Porsche nicht fürchten muss, Aktien aufgezungen zu bekommen, die man nicht finanzieren könnte.

Wiedeking und Finanzchef Härter lösen dann auch noch Optionsgeschäfte auf. Angenehmer Effekt: Sie kassieren nach Analystenschätzungen rund fünf Milliarden Euro. Durch den wilden Kurssprung der VW-Aktie verlieren aber nicht nur Hedgefonds Geld, die gegen die VW-Aktie gewettet haben, sondern auch viele Investmentfonds, die sich mit Termingeschäften gegen Kurs-

verluste abgesichert haben. Porsche hat seitdem neue Feinde.

Hans-Christoph Hirt vom britischen Pensionsfonds Hermes, einem der mächtigsten Investoren der Welt, sieht „Anhaltspunkte für Kursmanipulation“. Wie Hirt fragen sich viele: Darf jemand so umtriebiger handeln, wenn er einen solchen Informationsvorsprung vor allen anderen hat? „Wir haben bereits unmittelbar nach der Lehman-Pleite die BaFin über verdächtige Kursbewegungen informiert“, klagt der Chef einer großen Fondsgesellschaft. „Die Schreiben blieben unbeantwortet.“

Was für Porsches Sicht spricht: Ein Unternehmen ist nicht verpflichtet, durchgängig bei einer Entscheidung zu bleiben – wie der, den VW-Anteil nicht über 25 Prozent auszubauen. Allerdings: „Entscheidend ist, ob ein Unternehmen zu jedem Zeitpunkt ehrlich gewesen ist oder ob es den Markt getäuscht hat“, sagt Joachim von Falkenhausen, Partner bei der Wirtschaftskanzlei Latham & Watkins. Einen solchen Verstoß aufzudecken, wäre zwar schwierig, für einen Staatsanwalt aber durchaus möglich. Er kann Festplatten durchsuchen und jede E-Mail und Gesprächsnotiz auf Hinweise abklappen, dass Porsche früh mehr VW-Aktien wollte, als der Konzern zugab.

### Vor dem Finale: Quo vadis, Porsche?

Porsches Optionsmaschine rattert noch und erschüttert dabei die Börse. Denn der Streubesitz an VW-Stammaktien beträgt 29,2 Prozent, doch nach Abzug der durch Optionsgeschäfte gebundenen Aktien bleiben nur sieben Prozent, schätzt die DZ Bank Ende Mai – und selbst die liegen meist bei Fonds. „Der Streubesitz ist sehr klein. Daher verursachen Panikkäufe von Hedgefonds, die gegen VW gewettet haben, starke Kursausschläge“, sagt Robert Smith, Fondsmanager bei Baring Asset Management. So springt die Aktie nach Pfingsten binnen drei Tagen um 20 Prozent.

Schon jetzt drückt Porsche die Schuldenlast. Die Refinanzierung eines Kredits über zehn Milliarden Euro wurde Anfang März zur Hängepartie. Mehrere Banken hatten sich zurückgezogen, Ersatz fand sich erst in letzter Minute. Dass Porsche 1,75 Milliarden Euro von der KfW bekommt, ist angesichts der ordnungspolitischen Debatte über Milliarden für Großkonzerne (siehe Seite 20) eher unwahrscheinlich.

Für Porsche allein scheint es jetzt kaum möglich, auf 75 Prozent an VW zu kommen. Bei einer 130er-Basis der Calls würden 23 Prozent an VW knapp neun Milliarden Euro kosten.

Damit aber droht neue Gefahr. Wenn Porsche nicht auf 75 Prozent geht, müssen die Banken ihre Absicherung nicht mehr vollständig aufrechterhalten – sie könnten Aktien verkaufen – oder, bei einem Aktienkurs deutlich unter 200 Euro, von ihren Put-Rechten Gebrauch machen und Aktien bei Porsche abladen. Argwöhnisch

beobachten Börsianer, dass die VW-Aktie, wie im Oktober, nicht durch die Marke von 200 Euro fällt – dem möglichen Basispreis der Puts.

Wirklich Druck aus dem Kessel nehmen können derzeit nur die Eigentümerfamilien Piëch und Porsche, die alle stimmberechtigten Porsche-Aktien halten. Einer möglichen Kapitalerhöhung um fünf bis sechs Milliarden Euro sollen die beiden Familienstämme bereits zugestimmt haben. Außerdem will Porsche angeblich Call-Optionen an einen Investor verkaufen.

Darüber hinaus verhandelt Porsche mit dem Emirat Katar. „Unsere Regierung ist interessiert, einen Anteil an Porsche zu erwerben“, sagt Katars Finanzminister Joussef Kamal. Nach wie vor ist unklar, ob die Familien zustimmen. VW-Aufsichtsratschef Ferdinand Piëch will angeblich nach wie vor Porsche als zehnte Marke in den VW-Konzern integrieren. „Glauben Sie, Piëch findet es super, dass ein Emir um die Ecke kommt und bei Porsche und VW mitredet?“, fragt einer, der ihn lange kennt.

Dass Wiedeking und Härter ihre Köpfe in letzter Minute aus der Schlinge ziehen können, ist daher keineswegs ausgemacht. Einen Wiedeking-Spruch von 2008 kann man dagegen jetzt schon so stehen lassen: „Über diese Geschichte wird man einmal schöne Bücher schreiben können.“ Wie er in denen wegkommen wird, ließ er offen.

thomas.katzensteiner@wiwo.de, anton riedl, mark böschen | Frankfurt, daniel schönwitz, martin seiwert

### 10. März 2008

#### Das Dementi...

Porsche weist Medienberichte zurück, wonach das Unternehmen beabsichtige, seinen VW-Anteil auf 75 Prozent aufzustocken. „Hintergrund der aktuellen Medienberichte sind offenbar Börsengerüchte, die auf Gedankenspiele von Analysten und Investoren zurückgehen.“

#### ...und die Fakten:

Am 26. Oktober 2008 erklärt Porsche, man wolle auf über 75 Prozent erhöhen. Die WirtschaftsWoche erhält im Mai 2009 aus dem Umfeld der niedersächsischen Staatskanzlei Hinweise, wonach Porsche schon im Februar 2008, also kurz vor dem Dementi, einen solchen Plan erwogen haben soll. Porsche weist das zurück.



198,8  
15.9.2008



### 26. Oktober 2008

#### Auf einmal ist alles anders...

Porsche teilt mit, dass man 2009, „sofern die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stimmen“, seinen Anteil an VW auf 75 Prozent aufstocken und den Weg für einen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag frei machen will. In der Folge steigt die VW-Aktie über 1000 Euro. An der Börse bricht regelrechte Panik aus.

#### ...als noch vor drei Wochen:

Am 5. Oktober hatte Wiedeking in einem Interview über die VW-Beteiligung gesagt: „Die 75 Prozent sind heute kein Thema.“



2.3.2009  
185,2

### 25. März 2009

#### Oberfläche...

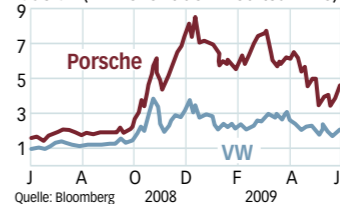
Porsche teilt mit, man habe eine neue Kreditlinie über zehn Milliarden Euro abgeschlossen, „mit der ein Kredit in gleicher Höhe abgelöst wird. Der Kreditrahmenvertrag erlaubt es Porsche, das Volumen in den nächsten Wochen auf bis zu 12,5 Milliarden Euro auszubauen“.

#### ...und Hintergrund:

Schon die zehn Milliarden waren eine Hängepartie. Die zusätzlichen 2,5 Milliarden hat Porsche bis heute nicht beisammen.

### Wenig Vertrauen

Entwicklung der jährlichen Versicherungsprämie gegen einen Zahlungsausfall (in Prozent der Kreditsumme)



4.6.2009  
247