



# 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 Panzen 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**

# Unter Gentlemen

Kerngeschäft bleibt einigermaßen stabil. Tatsächlich steckt die Autoindustrie in einer beispiellosen Krise. Porsches Absatz fiel im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahrs um rund 27 Prozent.

Annahme 3: Porsche erhält weitere Milliarden von den Banken, um die Übernahme zu finanzieren. Tatsächlich hat die Finanzkrise diese viel vorsichtiger werden lassen. Porsche hat deshalb große Schwierigkeiten, bestehende Kreditlinien zu verlängern und neue Kredite zu bekommen.

Nun rächt es sich, dass Wiedeking und Härter offenbar keinen Plan B entworfen haben – so überzeugt waren sie von ihrem raffinierten Angriffsplan:

**Das Spiel beginnt: Die Optionsmaschine läuft an**  
Am 25. September 2005 outet sich Porsche als künftiger VW-Großaktionär. Bis zu 20 Prozent werde man an VW erwerben. „Wir wollen durch dieses Engagement sowohl die Geschäftsbeziehungen zu VW als auch einen wesentlichen Teil unserer Zukunftsplanungen langfristig absichern“, lässt Wiedeking verlauten.

Unterdessen läuft – wahrscheinlich bereits seit Frühjahr 2005 – jene durch Aktienoptionen getriebene Maschinerie, die es Porsche in den Folgejahren ermöglichen wird, schier unglaubliche Profite zu verbuchen. Im Porsche-Geschäftsbericht 2005/06 summieren sich die Gewinne „aus Kurssicherungsgeschäften im Zusammenhang mit dem Erwerb weiterer 3,9 Prozent an der Volkswagen AG“ noch auf einen „deutlich dreistelligen Millionenbetrag“. Später werden sie in die Milliarden gehen und zeitweise sogar den Umsatz, den Por-

sche mit dem Verkauf von Sportwagen macht, übertreffen.

*Porsche baut zunächst auf Kaufoptionen, im Fachjargon Calls genannt. Wer einen solchen Call hat, hat das Recht, vom Verkäufer des Calls eine Aktie zu einem bestimmten Preis bis zu einem festen Termin zu kaufen. Wie teuer die Option ist, hängt vor allem vom Basispreis und der Laufzeit ab. Der Basispreis gibt an, zu welchem Kurs der Besitzer eines Calls die entsprechende Aktie erwerben kann.*

*Im Frühjahr 2005 pendeln VW-Stammaktien um 35 Euro. Porsche hätte zum Beispiel Optionen mit einer Basis von 30 Euro kaufen können. Diese Calls haben zu jener Zeit einen rechnerischen Wert von fünf Euro – Aktienkurs minus Basispreis. Wer mit kräftig steigenden Kursen rechnet, setzt auf hochspekulative Optionen, deren Basispreis weit über dem aktuellen Kurs der Aktie liegt.*

*Optionen mit einer Basis bei 60 oder 80 Euro kosten bei den damaligen VW-Kursen um 35 Euro nur wenige Cent. Um zum Beispiel Optionen für zehn Prozent der VW-Stammaktien (29 Millionen Stück) in die Hand zu bekommen, sind nur wenige Millionen Euro notwendig. Michael Punzet, Aktienanalyst der DZ-Bank, rechnet damit, dass die in mehreren Tranchen gekauften Calls von Porsche einen durchschnittlichen Basispreis von 110 Euro haben.*

**Eine gute Story hilft: Die bösen Hedgefonds**  
Damit die Basisaktie im Sinne der Porsche-Strategie steigt, kann eine gute Story nicht schaden. Die ist im Herbst 2005 bereits gefunden: Hedgefonds oder andere ominöse Investoren, so lässt Porsche verlauten, scheinen nach VW zu greifen. Wiedeking sagt, er wolle verhindern, dass es „zu einer feindli-

chen Übernahme von Volkswagen durch Investoren kommen kann, die nicht die langfristigen Interessen von VW zum Ziel haben“. Im Februar 2007, nachdem Porsche bereits angekündigt hat, auf über 30 Prozent zu erhöhen und damit ein Pflichtangebot für eine VW-Übernahme auszulösen, sagt Wiedeking: „Wir können jetzt noch schneller reagieren, falls Hedgefonds bei VW einsteigen wollen.“

Doch ist diese Bedrohung real? Hedgefonds steht bei VW ein starker Großaktionär im Weg. Ein Gesetz garantiert dem Land Niedersachsen eine Sperrminorität im Aufsichtsrat. Doch damals ist Wiedeking ganz sicher: Das VW-Gesetz wird fallen.

**Wirren der Politik: VW-Gesetz als Stolperfalle**  
Das Gesetz garantiert, dass gegen den Willen Niedersachsens, das 20 Prozent an VW hält, keine wichtigen Entscheidungen fallen können. Im August 2006 befürwortet Wiedeking erstmals die Abschaffung des VW-Gesetzes – obwohl es noch bis zum 26. Oktober 2008 dauern wird, ehe Porsche offiziell zugibt, 75 Prozent an VW und einen Beherrschungsvertrag anzustreben.

Nach Informationen der WirtschaftsWoche könnte Porsche allerdings nicht erst im Oktober, sondern bereits im Februar 2008 die Absicht gehabt haben, 75 Prozent der VW-Anteile zu übernehmen. Wie aus Unterlagen hervorgeht, die der WirtschaftsWoche vorliegen, findet am 25. Februar ein Treffen von einem Mitarbeiter des niedersächsischen Ministerpräsidenten Christian Wulff mit Porsche-Vertretern in Berlin statt. In dem Gespräch wird laut Aussagen eines Insiders auch das Thema Beherrschungsvertrag thematisiert. Porsche bestätigt das

Treffen, bestreitet jedoch die Absicht, damals schon einen Beherrschungsvertrag gewollt zu haben. „Porsche hatte am 25. Februar weder die Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit VW anzustreben, noch wurde diese Absicht in dem Gespräch unterbreitet“, schreibt das Unternehmen an die WirtschaftsWoche.

Nachdem die WirtschaftsWoche Mitte Mai 2009 über das Treffen in Berlin und die mögliche Täuschung der Anleger berichtet, leitete die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) eine Untersuchung wegen möglicher Manipulation der Finanzmärkte ein. Porsche sagt in Bezug auf die BaFin-Ermittlung, der Vorwurf der Anlegertäuschung sei „haltlos“.

Auch die niedersächsische Staatskanzlei schaltet sich ein. In einem Brief an die WirtschaftsWoche erklärt ein Mitarbeiter, dass „weder die Porsche-Vertreter noch deren Anwälte in dieser Unterredung ausdrücklich und konkludent erklärt“ hätten, „dass Porsche die Absicht habe, den Abschluss eines Beherrschungsvertrages mit Volkswagen anzustreben“.

Laut Protokoll wurde in dem Treffen jedoch die Sperrminorität Niedersachsens thematisiert, auch der Punkt, dass ein Wegfall der Sperrminorität Niedersachsens den Weg für einen Beherrschungsvertrag frei machen würde. „Aus der Diskussion insgesamt und insbesondere dem intensiven Meinungsaustausch über den Bestand der Sperrminorität“, so räumt der Mitarbeiter der Staatskanzlei in dem Brief ein, habe er für sich „den Schluss gezogen, dass Porsche letztlich dieses Ziel (Beherrschungsvertrag) verfolgen“. Die BaFin untersucht noch. »

FOTO: IMAGO/RAINER UNKEL

**Durch das Anschleichen** an VW mittels Optionsgeschäften hat der Porsche-Vorstand nach Ansicht des Darmstädter Aktienrechtlers Uwe H. Schneider gegen geltende Gesetze verstoßen: „Der Kauf von Optionen durch Porsche war meldepflichtig.“ Zwar hatte Porsche durch die Optionen formal gesehen nur Anspruch auf Bargeld und kein einseitiges Erwerbsrecht für die Aktien, was zunächst gegen eine Meldepflicht spricht. „Aber de facto war das gesamte Geschäft darauf angelegt, dass Porsche den Banken die VW-Aktien abkauft“, meint Schneider. Somit habe es sich um ein abgestimmtes Vorgehen gehandelt. „Ein Gentlemen's Agreement über die Lieferung von Aktien reicht auch nach geltendem Recht für die Meldepflicht aus.“ Selbst wenn man annehme, dass die Pflicht durch die Vertragsgestaltung erfolgreich vermieden wurde, sei das eine „äußerst fragwürdige Umgehungsstrategie. Die BaFin hätte deshalb einschreiten müssen“, so Schneider. Der Herausgeber eines Kommentars zum Wertpapierhandelsgesetz fordert jetzt Klarheit: „Wir sollten unmissverständlich ins Gesetz schreiben, dass unabhängig von der genauen Ausgestaltung solcher Optionen eine Meldepflicht besteht.“ Die Schweiz und die Niederlande haben dies gerade getan. Auch Investoren fordern die Regierung zum Handeln auf. „Wir hatten im Auftrag einer

Gruppe von internationalen Pensionsfonds schon im letzten Jahr mit dem Gesetzgeber direkt Kontakt und haben deutlich gemacht, dass die Meldepflicht für Cash gesetzelte Optionen, bei denen Zugriff auf die Aktien besteht oder informell vereinbart ist, vor dem Sommer gesetzlich vorgeschrieben werden sollte. Es ist bedauerlich, dass das Problem noch immer nicht gelöst ist“, sagt Hans-Christoph Hirt von der Pensionskasse Hermes. „Die Meldepflicht sollte auf Cash gesetzelte Optionen erweitert werden“, fordert auch Andrew Lynch vom britischen Fondsanbieter Schroders. Die Investoren kritisieren vor allem, dass die Kurssprünge der VW-Aktie im Oktober und Anfang Juni den Dax und damit den gesamten Markt störten. **Deutschland könne es** sich nicht leisten, dass VW den Leitindex verzerre, sagt Stephan Thomas, Fondsmanager bei Frankfurt Trust. „Die Auswirkungen der Turbulenzen bei der VW-Stammaktie auf den Dax können nicht erwünscht sein“, sagt auch Franz Höbel von Allianz Global Investors. „Hier müssten die Aufsichtsbehörden aktiver werden.“ Doch die BaFin beruft sich darauf, dass die Optionen formal keinen Zugriff auf VW-Aktien böten, sondern nur einen Barausgleich – auch wenn außerhalb von Porsche-Chefetage und Finanzaufsicht viele das Gegenteil vermuten. daniel.schoenwitz@wiwo.de, mark böschen | Frankfurt

## Das gefährliche Spiel des Herrn Wiedeking

Wie **Porsche** Anleger und Öffentlichkeit immer wieder verwirrt.



### 25. September 2005

**Was schert mich...**  
„Porsche erklärt, dass man sich mit 20 Prozent des stimmberechtigten Kapitals an Volkswagen beteiligen möchte. Porsche schreibt: „Die Beteiligung wird auf keinen Fall die Schwelle erreichen, bei der Porsche ein öffentliches Angebot zur Übernahme von Volkswagen abgeben müsste.“

**...mein Geschwätz von gestern:**  
Diese Behauptung hält eineinhalb Jahre – für Porsche-Verhältnisse ausgesprochen lang. Am 24. März 2007 teilt Porsche mit, dass man über 30 Prozent gehen und ein Übernahmeangebot abgeben wolle.

### 30. Januar 2006

**Würden Sie ihm...**  
Porsche-Finanzvorstand Holger Härter sagt auf der Porsche-Hauptversammlung: „Nach aktuellem Entscheidungsstand wird Porsche nicht über eine Beteiligung von 22 Prozent hinausgehen.“

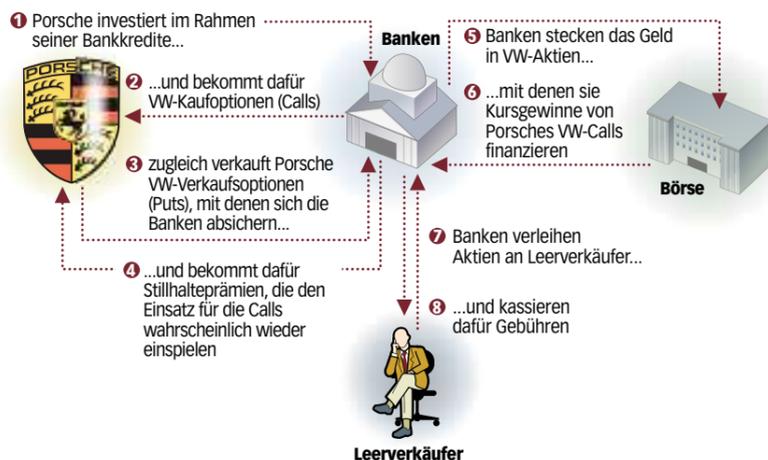
### ...einen Gebrauchtwagen abkaufen?

Am 23. Juni 2006 teilt Porsche mit, dass man beabsichtige, auf 25,1 Prozent und damit auf eine Sperrminorität zu erhöhen.

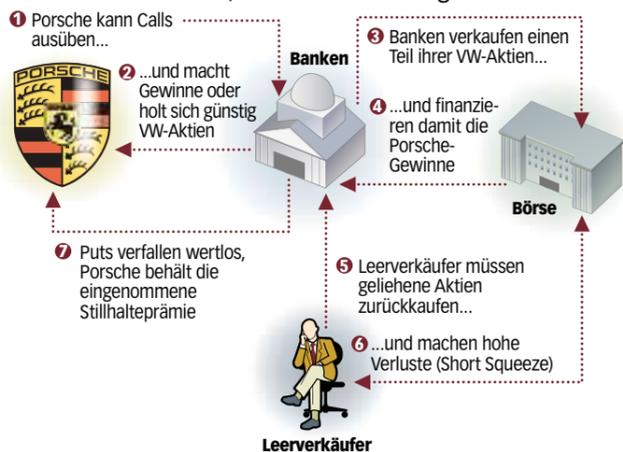


## Stuttgarter Roulette

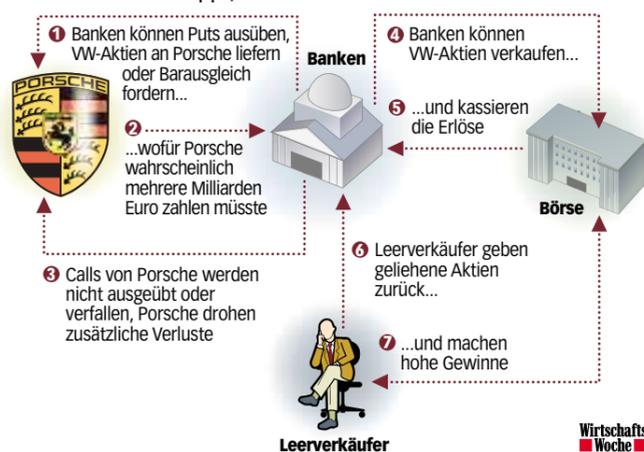
So dürfte das Optionssystem von Porsche aufgebaut sein



Es funktioniert, wenn VW-Aktien steigen...



...es kippt, wenn VW-Aktien fallen.



### Grundbegriffe des Optionsgeschäfts

**Calls** (Kaufoptionen): Geben das Recht, eine bestimmte Aktie zu festgelegten Bedingungen zu kaufen oder (bei Cash-gesetzten Optionen) den Wert in bar abzurufen.  
 Gegenteil: **Puts** (Verkaufsoptionen) geben das Recht zum Verkauf.

**Stillhalter:** Verkäufer von Calls oder Puts, der vom Käufer einer Option den Optionspreis als **Prämie** bekommt. Muss dafür, wenn der Käufer der Option es verlangt, Aktien liefern (bei Calls) oder abnehmen (bei Puts) beziehungsweise den Wert in bar ausgleichen.

**Leerverkäufer** (Short-Seller): Professionelle Anleger, die auf den Kurssturz einer Aktie spekulieren. Leihen sich von Banken oder Fonds gegen Gebühr Aktien, werfen diese Papiere auf den Markt, drücken die Kurse, sammeln die Aktien wieder billig ein und geben sie an die Bank zurück. Ihr Gewinn ist die Differenz zwischen höherem Kurs vor der Leihe und niedrigerem Rückkaufkurs.

**Short Squeeze:** Wenn Leerverkäufer durch einen überraschenden Kursanstieg gezwungen werden, ausgeliehene Aktien zu deutlich höheren Preisen wieder zurückzukaufen.

### Porsches Tarnkappe: Die unsichtbare Option

Dass Porsche heimlich 74 Prozent der Aktien unter seine Kontrolle bringen konnte, verdankt Wiedeking einer Lücke im deutschen Gesetz (siehe Kasten Seite 103).

Unsichtbar für den Markt wurde der Anreifer Porsche mit sogenannten Cash-gesetzten Optionen. Anders als bei normalen Calls wird bei Ausübung nicht die Aktie direkt gekauft, sondern der Differenzbetrag zwischen Basispreis der Option und dem aktuellen Aktienkurs bar ausgezahlt. Porsche hätte so die Möglichkeit, bei stark steigenden VW-Kursen zwischendurch Kasse zu machen. Noch wichtiger: Ein Zukauf über Cash-gesetzte Optionen muss nicht veröffentlicht werden. Das ist jedenfalls Mehrheitsmeinung unter Anwälten.

Die Banken müssen ihre Call-Verkäufe an Porsche absichern. Denn wenn Porsche mit seinen Calls Gewinne machen und dieses Geld abrufen würde, müssten die Banken Porsche auszahlen. Bei einem VW-Kurs von zum Beispiel 200 Euro und einer Basis der Calls von 130 Euro, könnte sich Porsche für jede Option 70 Euro von den Banken holen.

Deshalb bauen die Banken ein Gegengeschäft auf. In gleichem Umfang, wie sie Calls an Porsche verkaufen, erwerben sie VW-Stämme. Zieht die VW-Aktie an, wächst parallel dazu der Wert der Absicherung – die Banken können Porsches Ansprüche aus den Calls daraus bezahlen. Dass dabei der VW-Kurs dank der stetigen Nachfrage nach oben getrieben wird, ist im Sinne Porsches – oder Teil der Strategie.

Komplett abgesichert sind die Banken durch den Kauf der VW-Aktien noch nicht. Sollten VW-Aktien wider Erwarten deutlich fallen, müssten die Banken

**Holger P. Härter**  
 Gilt als das geniale Hirn hinter den Derivategeschäften, die Porsche für die VW-Übernahme eingesetzt hat. Inzwischen klemmt die komplizierte Gelddruckmaschine allerdings. Porsche drücken Nettoschulden von **9 Milliarden Euro**

zwar nicht für Call-Gewinne von Porsche aufkommen, ihre zur Absicherung erworbenen Aktienpakete jedoch verlieren schwer an Wert. Hier kommt der zweite Baustein der Optionsstrategie ins Spiel: Er bringt den Banken die Vollversicherung in dem Deal und finanziert Porsche den Angriff auf VW.

### Puts und Calls: Die Gelddruckmaschine läuft

Die Optionsstrategie von Porsche baut nicht nur auf den Kauf von Calls (Kaufoptionen), sondern zusätzlich auf den Verkauf von Puts (Verkaufsoptionen).

Puts geben dem Käufer das Recht, bis zu einem festgelegten Termin Aktien zu einem festen Preis abzugeben. Porsche als Verkäufer der Puts kassiert dafür den Kaufpreis der Option, die sogenannte Prämie.

An diesem Punkt laufen die Interessen von Porsche und Banken zusammen. Die Banken erwerben von Porsche Puts auf die VW-Aktie und sichern sich damit gegen einen Kursrückschlag bei Volkswagen ab. Sollte der VW-Kurs fallen, könnten sie Porsche die Aktien verkaufen – oder sich von Porsche die Differenz zwischen dem Basispreis der Puts und dem niedrigerem VW-

Kurs auszahlen lassen. Porsche erhält die Prämie. „Es ist gut möglich, dass Porsche auf diese Weise den Aufwand für die Kaufoptionen mit Einnahmen aus den Verkaufsoptionen vollständig ausglich“, sagt ein Frankfurter Auto-Analyst.

Die Porsche-Gelddruckmaschine läuft an: Porsche kauft Calls, die Banken erwerben daraufhin Aktien – und die steigende Nachfrage treibt die VW-Kurse immer höher. Put-Verkäufe an die Kasse, das wieder in neue Calls und in Aktien fließt. Ein Perpetuum mobile, bei dem nur eines nicht passieren darf: Kein Schock von außen darf das Geflecht aus Optionen und Aktien durcheinanderbringen.

Genau der aber kommt.

**Die Finanzkrise schlägt zu: Der Lehman-Untfall**  
 Die Insolvenz von Lehman Brothers am 15. September 2008 ist ein Desaster für die Finanzwelt – und für Porsche. Nach kurzem Aufbäumen geht die VW-Aktie im Oktober in den freien Fall über, weil große Anleger, die Geld brauchen – darunter vermutlich auch die Lehman-Insolvenzverwalter – ihre Aktien auf den Markt werfen. »

**17. November 2006**  
**Definitiv...**  
 Porsche-Kommunikationschef Anton Hunger bekräftigt: „Es bestehen derzeit definitiv keine Absichten, den Anteil von Porsche an VW auf 30 Prozent oder darüber aufzustocken.“

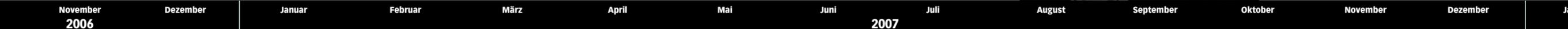
**...anders überlegt:**  
 Vier Monate später ermächtigt der Aufsichtsrat Porsche zur Erhöhung der Anteile an VW.

**26. März 2007**  
**Angriff...**  
 Porsche-Chef Wendelin Wiedeking sagt in der „Bild“: „Wir können jetzt noch schneller reagieren, falls Hedgefonds bei VW einsteigen wollen.“

**...ist die beste Verteidigung:**  
 Hedgefonds hätten zu diesem Zeitpunkt längst keine Chance mehr gegen Porsche mit seiner Sperrminorität gehabt. Außerdem verhielt sich Porsche zu dieser Zeit mit seinen Optionsgeschäften selbst wie ein Hedgefonds.

**9. November 2007**  
**Was Porsche sagt...**  
 Wiedeking spricht in einem Interview in Bezug auf die VW-Übernahme von einem „Schachspiel, das alle irritierte, die unsere vorgedachten Züge nicht kannten“.

**...und was dahinter steckt:**  
 Wiedeking räumt damit erstmals ein, dass es vorausgedachte Züge gab, während man zuvor doch stets einen anderen Eindruck zu erwecken versucht hatte.





## 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 gesetzelte 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 Optionengeschäfte 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 Optionengeschäfte 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 böschon | 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

### Wenig Vertrauen

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



Quelle: Bloomberg 2008 2009

### 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.



4.6.2009

247

WirtschaftsWoche