

Mit den eigenen Waffen geschlagen

US-Hedgefonds, die sich mit Leerverkäufen von VW-Aktien verzockt haben, fordern von Porsche zwei Milliarden Dollar

Von Anna Slegers

Sie sehen sich als „Opfer“, böswillig in die Falle gelockt und nach Strich und Faden ausgenommen. Sie beklagen Verluste von mehr als zwei Milliarden Dollar, weil sie die Informationen, die ihnen Porsche zur Verfügung stellte, für bare Münze nahmen. Die Rede ist nicht von Kleinaktionären, die Geld mit Aktien, Zertifikaten oder geschlossenen Fonds verloren, sondern von renommierten Investoren der Wall Street. Paul Singer gehört dazu, Larry Robbins und David Einhorn (siehe untenstehende Porträts).

Ja, genau der David Einhorn, „König der Leerverkäufer“, dem man nachsagt, dass er im Februar mit am Tisch saß, als Währungsspekulanten in einem New Yorker Restaurant angeblich die Attacke gegen den Euro verabredeten. Und der Paul Singer, der in den 90er Jahren den Geierfonds erfand, als er mit einer Prozesslawine die Umschuldung Perus blockierte und dem zahlungsunfähigen Land schließlich einen zweistelligen Millionenbetrag abpresste. Mächtige Hedgefondsmanager, die nach eigenen Regeln spielen. Manche nennen sie Raubritter.

Jetzt haben sie sich den Sportwagenhersteller Porsche vorgeknöpft. Sie wollen ihn vor den

Richter zerren, weil er versuchte, Volkswagen heimlich zu übernehmen. Die Klageschrift liest sich wie ein Papier, das geprellten Waisenkindern zu ihrem Recht verhelfen soll. Doch im Kern geht es darum, dass das frühere Porsche-Management um Finanzchef Holger Härter die Hedgefonds mit ihren eigenen Mitteln aufs Kreuz legte. An diesem Mittwoch, wenn die Anwälte die Erwidderung der Klageschrift einreichen, will sich Porsche erstmals umfassend zu den Vorwürfen äußern.

Was die Fonds nicht wussten: Auch VW-Aktionär Porsche tätigte Optionsgeschäfte

Steigende Zinsen, fallende Aktienkurse, fehlende Nahrungsmittel: Hedgefonds wetten auf alles, was sich irgendwie handeln lässt. Damit es sich richtig lohnt, operieren sie mit einem Schuldenhebel. Für jede Million von ihren Anteilseignern nehmen sie je nach Risikolaunen einen Kredit von einer Million oder mehr auf. So bewegen sie deutlich größere Summen und fahren höhere Gewinne ein.

Den Kredit stellt der Primebroker zur Verfügung. Wie für so vieles in der angelsächsisch geprägten Hedgefonds-Welt gibt es dafür kein deutsches Wort. Wörtlich übersetzt ist der Primebroker so etwas wie der „wichtigste Vermittler“. Dabei handelt es sich meist um große Investmentban-

ken, Goldman Sachs etwa, JP Morgan oder die Deutsche Bank. Eine symbiotische Verbindung: Primebroker geben Hedgefonds nicht nur Kredit, sondern treiben auf Leihbasis auch Aktien für Leerverkäufe auf und fungieren als Gegenpartei für Finanzwetten.

Für die Banken ist das ein einträgliches Geschäft. Im Gegensatz zu den Hedgefonds stehen sie jedoch unter staatlicher Kontrolle: Sind die Geschäfte nicht mehr mit genügend Eigenkapital unterlegt, kann die Bankenaufsicht ihnen die Lizenz entziehen. Deshalb schauen sie nicht lange zu, wenn eine Finanzwette daneben geht. Der Schuldenhebel vervielfacht Gewinne wie Verluste. Wenn die Risikomodelle Alarm schlagen, zwingt der Primebroker den Hedgefonds daher sofort, Geld nachzuschießen oder den Kredit zurückzahlen.

Wie damals vor zwei Jahren, als Hedgefonds im großen Stil auf Kursverluste für VW gewettet hatten. Aus nachvollziehbaren Erwägungen: Die Absatzzahlen der US-Automobilbauer waren wegen der Finanzkrise bereits eingebrochen und hatten die Aktienkurse mitgerissen. In ihren Augen war es da nur eine Frage der Zeit, dass auch die VW-Aktie abstürzen würde.

Deshalb griffen die sie zum Telefon und liehen sich gegen eine Gebühr VW-Aktien, um sie am Markt zu verkaufen. In ein paar Tagen, wenn der Kurssturz erst da wäre, würden sie die Papiere

deutlich billiger am Markt kaufen und ihren Besitzern zurückgeben. Die dreisteren Leerverkäufer liehen sich die Papiere erst gar nicht, sondern lancierten einfach ungedeckte Verkaufsorders.

Was sie nicht wussten: Auch der VW-Großaktionär Porsche tätigte im Hintergrund Optionsgeschäfte. Der Sportwagenhersteller wollte die Mehrheit am deutlich größeren VW-Konzern. Doch ein Angebot an dessen Aktionäre hätte die Aktie so stark steigen lassen, dass die Übernahme zu teuer geworden wäre. Deshalb hielt sich Porsche bedeckt und schlich sich heran. Über die weitgehend unbekannte Maple Bank aus Kanada kaufte Porsche am Markt Call-Optionen, die ihm Zugriff auf VW-Aktien sicherten. Wie ein gerissener Hedgefonds finanzierte der Mittelständler die Käufe mit dem Verkauf von Put-Optionen auf VW. Ein waghalsiges Finanzierungsmodell. Aber es funktionierte. Zumindest so lange die VW-Aktie stieg.

Sich auf diese Weise an ein Unternehmen heranzuschleichen, ist nach US-Recht nicht erlaubt. Sobald ein Investor sich Zugriff auf eine nennenswerte Beteiligung an einem börsennotierten Unternehmen gesichert hat, muss er mitteilen, was er vorhat. Auch in Deutschland, wo neben Porsche/VW auch der Fall Schaeffler/Continental Schlagzeilen machte, gelten heute ähnliche Be-

stimmungen. Doch damals, im Sommer 2008, war das Anschleichen in Deutschland noch völlig legal. Da Porsche über keine Zweitnotierung an der Wall Street verfügt, lässt sich juristisch dagegen wenig ausrichten.

Es drängt sich daher der Verdacht auf, dass sich die Hedge-

28. Okt. 2008
939,53 €

28. Aug. 2007
149,20 €

27. Aug. 2010
71,80 €

DESIGNFREAK: GLENHILL

Der 2001 gegründete Hedgefonds Glenhill Capital investiert am liebsten in kleine bis mittelgroße US-Unternehmen, die in eine Schiefelage geraten sind. Eine besondere Vorliebe hegt Glenhill-Gründer Glenn J. Krevlin offenbar für schicke Möbel. Nach seinem Einstieg beim Online-Einrichtungshaus Restoration Hardware übernahm er im vergangenen Jahr für 15 Millionen Dollar den Möbel-Versand Design within Reach, der wegen Plagiatvorwürfen unter Druck geraten war und nahm ihn von der Börse. Seine erste Amtshandlung: Er feuerte den Firmengründer. Krevlin verfolgt meist eine klassische Long-Short-Strategie, kauft also Aktien in der Erwartung von Kursgewinnen und verkauft geliehene Aktien, wenn er Kursverluste voraussieht. Bevor er sich selbstständig machte, arbeitete er für Goldman Sachs und den Hedgefonds Cumberland Associates.

WOHLTÄTER: GLENVIEW CAPITAL MANAGEMENT



Glenview Capital Management wurde 2001 vom Ehepaar Larry und Amy Robbins, einem Hedgefondsmanager und einer Bankerin der First Chicago/Bank One, gegründet. Glenview ist ein sogenannter Multi-Strategie, beschränkt sich also weder auf eine Anlageklasse noch auf eine Anlagestrategie, sondern kann zum Beispiel mit Leerverkäufen von Aktien auf Kursverluste und gleichzeitig am Devisenmarkt auf einen Anstieg des Yen spekulieren. Dieser Mix mindert das Risiko, aber auch die Gewinnchancen, weswegen Multi-Strategien selten unter den Hedgefonds mit den höchsten Renditen zu finden sind. Glenviews kann offenbar nur eine schwache Renditeentwicklung vorweisen. Nach An-

INKASSOSPEZIALIST: ELLIOTT ASSOCIATES



Einer der Hedgefonds, der die längste Erfahrung mit einer aktivistischen Strategie vorweisen kann, ist Elliott Associates. Eine seiner Lieblingsstrategien besteht darin, notleidende Kredite billig aufzukaufen und dann gerichtlich eine vollständige Rückzahlung einzufordern. Der Fonds wurde bereits 1977 von Paul Singer gegründet, einem Anwalt aus der Immobilienbranche. Die Kapitalsammelstelle machte sich als „Geierfonds“ einen Namen. 1997, kurz nachdem die Regierung Perus eine Restrukturierung ihrer Staatsschulden ankündigte, kaufte Elliott für 11,4 Millionen Dollar Staatsanleihen des verarmten Landes im Nominalwert von 20 Millionen Dollar. Anschließend sperrte er sich gegen

den Restrukturierungsplan, bei dem die Investoren einem Abschlag von 40 Prozent hätten zustimmen müssen. Singer argumentierte, dass ihm damit ein zu großer Verzicht zugemutet würde – obwohl er bei dem niedrigen Kurs, zu dem er eingestiegen war sogar mit einem leichten Plus aus dem Geschäft herausgegangen wäre. Singer zog es jedoch vor, Lima mit einer Serie von Klagen zu überziehen. Dadurch gelang es ihm, die Umschuldung des Landes über Jahre zu blockieren. Als ihm vor einem belgischen Gericht schließlich der entscheidende Sieg gelang, indem der Richter den Forderungen Elliotts Vorrang vor den Forderungen aller anderen Investoren einräumte, gab sich die peruanische Regierung im Jahr 2000 geschlagen und zahlte rund 58 Millionen Dollar. Als „Geier“ will Singer gleichwohl nicht bezeichnet werden. „Wir haben niemals einen Prozess gegen

Schadensersatz / In dieser Woche will sich der Sportwagenhersteller erstmals umfassend zu den Vorwürfen äußern

DER FALL

2005 fällt bei Porsche die Entscheidung, bei VW einzusteigen. Zunächst will sich der Sportwagenhersteller nur eine 20-Prozent-Beteiligung sichern, um VW gegen Hedgefonds zu verteidigen, wie er damals sagt. Bald steigt die Beteiligung jedoch über diese Schwelle.

2007 beschließt Porsche, die Beteiligung auf mehr als 30 Prozent aufzustocken. Damit wird ein Pflichtangebot fällig, das Porsche unattraktiv ausgestaltet, damit die Aktionäre es nicht annehmen.

2008 treibt die Nachricht, dass sich Porsche über Optionsgeschäfte heimlich 74,1 Prozent gesichert hat, die VW-Aktie in irrationale Höhen. Hedgefonds, die auf einen Kursverfall gesetzt hatten, verlieren Milliarden.

2010 reicht eine Gruppe mächtiger Hedgefonds in den USA Klage gegen Porsche ein. Ob die Klage zugelassen wird, ist noch nicht entschieden.

fonds nicht ausreichend mit den rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland vertraut machten, bevor sie gegen die VW-Aktie spekulierten. Jedenfalls werfen sie Frank Gaube, dem Chef der Investor-Relations-Abteilung des Sportwagenherstellers vor, ihnen wider besseres Wissen telefonisch beteuert zu haben, dass Porsche nur eine Beteiligung von rund 51 Prozent an VW anstrebe.

Gaube wollte sich dazu zunächst nicht äußern. Doch Rechtsexperten entlasten ihn. Carsten Schäfer, Professor für Unternehmensrecht in Mannheim, weist darauf hin, dass börsennotierte Unternehmen erst verpflichtet sind, Übernahmepläne publik zu machen, wenn ein entsprechender Vorstandsbeschluss vorliegt. Und mehr noch: „So lange noch keine Publizitätspflicht besteht, dürfen einzelne Dritte gar nicht informiert werden.“

Was die Hedgefonds besonders empört, ist, dass Porsche die angestrebte 75-Prozent-Beteiligung ohne die von ihnen getätigten Leerverkäufe kaum hätte erreichen können. Denn rund 25 Prozent der VW-Stammaktien waren de facto unverkäuflich: Rund 20 Prozent im Besitz des Landes Niedersachsen und etwa fünf Prozent, die Indexfonds an dem Dax-Schwergewicht hielten, weil ihre Zusammensetzung den deut-

schen Leitindex widerspiegeln muss.

An wen sie die geliehenen Aktien verkaufen, blieb den smarten Finanzprofi schleierhaft. Und als sie endlich merkten, dass auf der Käuferseite – verborgen hinter einem dichten Gestrüpp aus Termingeschäften – niemand anders stand, als der Sportwagenbauer Porsche selbst, war es bereits zu spät. Den ganzen Sommer über hatten sie VW-Aktien losgeschlagen, die ihnen nicht gehörten. Am Ende belief sich der „Short Interest“ – also die Summe der Leerverkauften Aktien, die irgendwann auch geliefert werden mussten, auf 13 Prozent. Am Markt frei erhältlich waren zu diesem Zeitpunkt aber nur noch gut sechs Prozent der VW-Anteile.

In dieser wunderbaren Vermehrung des Aktienkapitals zeigt sich die ganze Perversität eines völlig von der Realwirtschaft losgelösten Finanzkapitalismus. Wie kann es sein, dass Spekulanten Aktien verkaufen, die es gar nicht gibt? Plausibel sind zwei Erklärungen. Entweder war der Umfang der ungedeckten Leerverkäufe überwältigend groß oder aber es wurden Aktien mehrfach an Leerverkäufer verliehen. Weshalb und etwa fünf Prozent, die Indexfonds an dem Dax-Schwergewicht hielten, weil ihre Zusammensetzung den deut-

lichen Kursverlust des Euro ohne dieses Treffen nie gegeben hätte. Andere bezweifeln, dass es überhaupt möglich ist, den riesigen Euro-Dollar-Markt zu manipulieren. Angesichts des Aufsehens, den der Zeitungsbericht in der Finanzbranche erregte, wäre es aber auch denkbar, dass die allgemeine Erwartung einer solchen Attacke genügend Schlagkraft entwickelte, um den Euro für kurze Zeit in die Knie zu zwingen. Meist attackiert Einhorn mit seiner 1996 gegründeten Investmentfirma jedoch kleinere Gegner aus dem US-Mittelstand. Mit seinen drei Fonds, die Medienberichten zufolge rund fünf Milliarden Dollar verwalten, soll Einhorn 2009 eine Rendite von deutlich mehr als 30 Prozent erzielt haben. Für einen Hedgefondsmanager ist der ungewöhnlich wirkende Einhorn ungewöhnlich miedernfin. Im Internet sind zahlreiche Interviews von ihm zu finden.

verpflichtungen an die Käufer der Put-Optionen. Sobald der VW-Kurs unter den darin vereinbarten Ausübungspreis fallen würde, müsste der Sportwagenbauer die Differenz zwischen Aktienkurs und Ausübungspreis bezahlen. Ob die Banken dabei mitspielen würden, war keineswegs sicher. In den Nachwehen der Lehman-Pleite waren die Institute sehr vorsichtig.

Dann brach die Hölle los. Spekulanten erinnern sich mit Schauern daran

An einem Sonntagnachmittag, als alle Märkte zu waren, legte der Sportwagenbauer deshalb die Karten auf den Tisch. In einer Ad-hoc-Mitteilung informierte er darüber, dass er seine Beteiligung am Volkswagen-Konzern von 35 auf 42,6 Prozent erhöht und sich die Option auf weitere 31,5 Prozent gesichert habe. Unter dem Strich hatte Porsche damit Zugriff auf 74,1 Prozent der VW-Anteile.

Weil klar war, dass die Mitteilung den VW-Kurs in die Höhe treiben würde und damit die Lehnen an die Käufer der Put-Optionen obsolet waren, schaffte sie Porsche das Problem vom Hals. Die Hedgefonds kam sie dagegen teuer zu stehen. Schlagartig wurde ihnen klar, dass unter dem Strich mehr als doppelt so viele Aktien leerverkauft wurden, als am Markt aufzutreiben waren. „Ihnen dürfte der Sonntagsbrunch wieder hochgekommen sein“, sagt ein Brancheninsider. Die Kläger selbst lehnten eine Interviewanfrage ab.

Am nächsten Morgen brach die Hölle los. Noch heute erinnern sich Spekulanten mit Schauern an die „Mutter aller Short Squeezes“. VW zog an Microsoft, Walmart und allen Ölkonzernen vorbei und wurde bei einem Aktienkurs von zeitweise mehr als 1000 Euro für kurze Zeit zum teuersten börsennotierten Konzern der Welt. Denn unmittelbar nach der Porsche-Mitteilung zwangen die Primebroker die Hedgefonds, ihre VW-Positionen zu schließen. Banken, die VW-Aktien an die Leerverkäufer verliehen hatten, forderten ihre Aktien zurück, um selbst die Gunst der Stunde zu nutzen. Zehntausende Marktteilnehmer versuchten VW-Aktien zu ergattern, die es nicht gab. Der Run auf die wenigen Stücke, die noch zu haben waren, kostete die Leerverkäufer laut Financial Times an einem einzigen Tag fast 15 Milliarden Euro.

Ruiniert hat sie das Debakel nicht. Zumindest nicht die New Yorker Fonds, die gegen Porsche geklagt haben. Ihre Verluste von damals haben sie längst vergessen. Nicht aber die Schmach, gegen ein Unternehmen aus der deutschen Provinz zu verlieren – deshalb geht das Duell jetzt in die nächste Runde. Da die Hedgefonds außer Porsche auch das frühere Management verklagte, hat sich nicht mal an der Besetzung viel geändert. Neu ist nur der Austragungsort. Statt an der Börse findet der Kampf diesmal an einem Bezirksgericht im Süden des Bundesstaats New York statt.

EURO-VERSWÖRER: GREENLIGHT CAPITAL



Wie viel an der Geschichte dran ist, wird man wahrscheinlich nie erfahren. Doch wenn es wahr ist, dass die Euro-Krise nicht nur auf das Konto der Tachenschleppertricks früherer griechischer Finanzminister ging, sondern auch mit einer finsternen Verschwörung mächtiger Hedgefondsmanager zu tun hat, war Greenlight-Gründer David Einhorn (Bild) mit von der Partie. Gemeinsam mit der Investorenleuchte George Soros und anderen Größen der Branche soll er im Februar 2010 bei einem Abendessen in einem New Yorker Restaurant eine Spekulationsattacke gegen den Euro verabredet haben, berichtete das Wall Street Journal im Frühjahr. Manche halten es für ausgemacht, dass es den dramati-

AKADEMISCHE WEIHEN: PERRY CAPITAL

Perry Capital, 1988 von Paul Leff und Richard Perry in New York gegründet, ist wie Glenview ein Multi-Strategie. Perry startete seine Finanzkarriere unter dem späteren Finanzminister Robert Rubin in der Handelsabteilung der Investmentbank Goldman Sachs, wo er schnell zu einem engen Vertrauten Rubins avancierte. Leff hat einen ganz anderen Hintergrund: Er arbeitete als Portfoliomanager für einen Spezialfonds der Elite-Universität Harvard, bevor er sich mit Perry selbstständig machte. Den Harvard-Fonds umgab bis zum Ausbruch der Finanzkrise der Nimbus genialer Anlageentscheidungen. Angeblich neigt Perry dazu, bei Investitionen mit einem vergleichsweise kleinen Schuldenhebel zu operieren. Zu Beginn der Finanzkrise soll er deshalb genügend Bargeld übrig gehabt haben, um anderen Finanzmarktspelantanten auszuhelfen, denen die

Banken den Geldhahn abgedreht hatten. Zu Wucherzinsen, versteht sich. Doch auch an Perry ging die Krise nach Informationen der Fachzeitschrift Absolute Return nicht spurlos vorbei: 2008 war demnach das erste Jahr, das der sieben Milliarden Dollar schwere Hedgefonds mit einem Verlust abschloss. Die verpatzte VW-Wette mag dazu ihren Teil beigetragen haben, doch die genauen Zahlen bleiben wegen der branchenüblichen Intransparenz das Geheimnis der Fondsgesellschaft. Ein Jahr später zeigte sich Perry dann aber wieder in alter Form und erfreute seine Klienten mit einem Gewinn von mehr als 25 Prozent. Gleichzeitig warnte er jedoch vor neuen Rückschlägen, die der wirtschaftlichen Erholung folgen könnten. „Die Party war schön, wir hoffen, der Kater bleibt milde“, zitierte die Fachpresse aus einem Brief an die Investoren von Perry Capital.