

Hertle, Michael: Die geplante VW-Übernahme durch Porsche

Wiesbaden, Oktober 2011

Alle Rechte am Werk liegen beim Autor:

Michael Hertle

Wiesbadener Straße 63

55252 Mainz-Kastel

Ein Titelsatz für diese Publikation ist bei der Deutschen Nationalbibliothek erhältlich.

Erstauflage

Herstellung: 1-2-Buch, 27432 Ebersdorf, Deutschland

ISBN 978-3-942594-10-3

Die geplante Volkswagen- Übernahme durch Porsche

Michael Hertle

**„Über diese Geschichte wird man einmal
schöne Bücher schreiben können.“**

Wendelin Wiedeking, 2008

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
1. Einleitung	1
2. Hintergrundwissen	3
2.1 Volkswagen	3
2.1.1 Das Unternehmen	3
2.1.2 Das Volkswagen-Gesetz	5
2.1.3 Stamm- und Vorzugsaktien	7
2.2 Porsche	10
2.2.1 Das Unternehmen	10
2.2.2 Porsche als Societas Europaea	13
3. Der Übernahmever such	16
3.1 Ablauf des Übernahmever suches	16
3.2 Finanzierung seitens Porsches	23
3.2.1 Innenfinanzierung	24
3.2.2 Schuldverschreibungen	26
3.2.2.1 Festzinsanleihen	28

II

3.2.2.2 Hybridanleihen.....	33
3.2.3 Optionen	40
3.2.3.1 Aktienoptionen.....	46
3.2.3.2 Optionen mit Barausgleich.....	56
3.2.4 Kreditfinanzierung	65
3.2.4.1 Voraussetzungen, Rating und Sicherheiten von Krediten.....	68
3.2.4.2 Mittel- und langfristige Bankkredite	75
3.3 Zusammenfassung	84
4. Der aktuelle Stand	90
4.1 Entwicklung nach der gescheiterten Übernahme.....	90
4.2 Finanzierung nach der gescheiterten Übernahme	95
4.2.1 Kapitalerhöhung.....	96
4.2.2 Volkswagen-Kapitalerhöhung.....	102
4.2.3 Porsche-Kapitalerhöhung.....	104
4.3 Grundlagenvereinbarung zur Schaffung eines integrierten Automobilkonzerns	106
4.4 Folgen der gescheiterten Übernahme.....	108

III

4.4.1 Volkswagen-Aktien im Deutschen Aktienindex....	108
4.4.2 Rechtsstreitigkeiten um Porsche.....	111
4.4.3 Regelungen gegen das Anschleichen und ungedeckte Leerverkäufe.....	116
Quellenangaben	IV

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
CHF	Schweizer Franken
DAX	Deutscher Aktienindex
€	Euro
EFTA	European Fair Trade Association
ERP	European Recovery Program
EU	Europäische Union
GBX	Great British Pence
GLV	Grundlagenvereinbarung
IAS	International Accounting Standards

IDW	Institut für Wirtschaftsprüfer
InvG	Investmentgesetz
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KWG	Kreditwesengesetz
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
OTC	Over the Counter
SE	Societas Europaea
USA	United States of America
USD	US-Dollar
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
VW	Volkswagen

1. Einleitung

Das nachfolgende Werk setzt sich mit der geplanten Volkswagen-Übernahme durch Porsche auseinander. Porsche hatte bereits im Jahr 2005 damit begonnen sich an Volkswagen zu beteiligen. Diese Arbeit zeigt im Wesentlichen auf, welche Finanzinstrumente seitens Porsches für diese geplante Übernahme eingesetzt wurden.

Zu Beginn wird der Bezugsrahmen erläutert. So werden das Unternehmen Volkswagen und Porsche jeweils kurz vorgestellt. In diesem Zusammenhang werden das Volkswagen-Gesetz sowie dessen Änderungen während der geplanten Übernahme erläutert. Weiterhin werden die Unterschiede zwischen Stamm- und Vorzugsaktien erklärt, da beide Unternehmen Stamm- und Vorzugsaktien emittiert haben. Ebenso wird im Zusammenhang mit Porsche die Societas Europaea erläutert.

Im dritten Kapitel wird auf den Übernahmeversuch eingegangen. Eingangs wird der Ablauf der geplanten Übernahme dargestellt. Anschließend werden die von Porsche verwendeten Finanzinstrumente theoretisch und am jeweiligen Praxisfall

soweit möglich erklärt. Hierbei wird auf die Innenfinanzierung, Schuldverschreibungen, Optionen und die Kreditfinanzierung eingegangen. Abschließend zu Kapitel drei erfolgt eine Zusammenfassung der gescheiterten Übernahme.

Kapitel vier setzt sich mit dem aktuellen Stand auseinander. So wird dort die Entwicklung nach der gescheiterten Übernahme beschrieben. Ebenso wird auf die Finanzierung durch Kapitalerhöhung eingegangen. Weiterhin wird die Grundlagenvereinbarung zwischen Porsche und Volkswagen aufgezeigt.

Abschließend sind die Folgen der gescheiterten Übernahme dargelegt. Es wird aufgezeigt, welche Folgen die Übernahme für die Volkswagen-Aktie im Dax hatte. Ebenso sind die aktuellen Rechtsstreitigkeiten um Porsche durch den Übernahmeversuch niedergeschrieben.

Letztendlich schließt das Buch mit der Erklärung der geänderten Regelungen beim sogenannten Anschleichen an Unternehmen und der Änderungen für Leerverkäufe von Aktien, welche nicht zuletzt auch aus der misslungenen Übernahme entstanden sind.

2. Hintergrundwissen

2.1 Volkswagen

2.1.1 Das Unternehmen

Der Beginn des Unternehmens war die Idee vom Volkswagen (VW) Anfang des 20. Jahrhunderts, den Ferdinand Porsche in den 1930ern verwirklichte. Anschließend wurde das Volkswagen Werk während des Zweiten Weltkrieges zum Rüstungsbetrieb. Im Dezember 1945 fand die Fertigung des Volkswagens unter der Obhut von britischen Treuhändern statt, so dass ein ziviles Automobilunternehmen entstehen konnte, das bereits 1947 den Volkswagen exportierte.¹

Der Konzern mit Sitz in Wolfsburg ist einer der führenden Automobilhersteller weltweit und der größte Automobilproduzent Europas. Im Jahr 2010 steigerte das Unternehmen die Auslieferungen auf 7,203 Mio. Fahrzeuge. Das entspricht einem

¹ Vgl. VW, 2011c, ohne Seite.

Pkw-Weltmarktanteil von 11,4 %. Der Umsatz belief sich 2010 auf 126,9 Mrd. Euro. Das Ergebnis nach Steuern betrug für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 7,2 Mrd. Euro (2009: 0,9 Mrd.).²

Insgesamt neun Marken aus sieben europäischen Ländern gehören zum Konzern: Volkswagen, Audi, Seat, Skoda, Volkswagen Nutzfahrzeuge, Bentley, Bugatti, Lamborghini und Scania.³

Seit dem ersten Quartal 2011 betreibt der Konzern in 15 Ländern Europas und in sieben Ländern Amerikas, Asiens und Afrikas 62 Fertigungsstätten. Knapp 400.000 Beschäftigte produzieren an jedem Arbeitstag etwa 30.000 Fahrzeuge. Verkauft werden die Fahrzeuge in insgesamt 153 Ländern.⁴

² Vgl. VW, 2010c, ohne Seite.

³ Vgl. VW, 2011b, ohne Seite.

⁴ Vgl. VW, 2011b, ohne Seite.

2.1.2 Das Volkswagen-Gesetz

Volkswagen bildet durch das VW-Gesetz eine Ausnahme zu anderen Aktiengesellschaften.⁵ Das ursprüngliche VW-Gesetz vom 21.07.1960⁶ gab VW durch die folgenden wesentlichen Punkte eine Sonderstellung:

- § 2 VW-Gesetz (Stimmrecht, Stimmrechtsbeschränkung) Abs. 1:

Gehören einem Aktionär Aktien im Gesamtnennbetrag von mehr als dem fünften Teil des Grundkapitals, so beschränkt sich sein Stimmrecht auf die Anzahl von Stimmen, die Aktien im Gesamtnennbetrag des fünften Teils des Grundkapitals gewähren.

- § 3 VW-Gesetz (Vertretung bei der Stimmrechtsausübung) Abs. 5:

Niemand darf in der Hauptversammlung das Stimmrecht für mehr als den fünften Teil des Grundkapitals ausüben.

⁵ Vgl. O. V., 2005a, S. 11.

⁶ Vgl. Rother, 2010, ohne Seite.

- § 4 VW-Gesetz (Verfassung der Gesellschaft):

(1) Die Bundesrepublik Deutschland und das Land Niedersachsen sind berechtigt, je zwei Aufsichtsratsmitglieder in den Aufsichtsrat zu entsenden, solange ihnen Aktien der Gesellschaft gehören.

(3) Beschlüsse der Hauptversammlung, für die nach dem Aktiengesetz eine Mehrheit erforderlich ist, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst, bedürfen einer Mehrheit von mehr als vier Fünftel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals der Gesellschaft.

Mit Entscheidung vom 23.10.2007 erklärte der Europäische Gerichtshof (EuGH) das ursprüngliche VW-Gesetz für europarechtswidrig.⁷ So hatte die Bundesregierung auf Druck des Europäischen Gerichtshofs mit der Novelle des VW-Gesetzes das Höchststimmrecht und das Entsenderecht der öffentlichen Hand in den VW-Aufsichtsrat gestrichen, hält aber an der Sperrminorität von 20 % fest, die dem Land Niedersachsen zu

⁷ Vgl. Olsen, 2007, S. 10.

Gute kommt.⁸ § 2, § 3 Absatz 5 sowie § 4 Absatz 1 des VW-Gesetzes wurden somit am 10.12.2008 aufgehoben.

2.1.3 Stamm- und Vorzugsaktien

Stamm- und Vorzugsaktien unterscheiden sich nach dem Umfang der Rechte für den Aktionär.⁹ Ein Unternehmen kann Stamm- und Vorzugsaktien emittieren.¹⁰

Durch Stammaktien werden alle Mitgliedschaftsrechte, die das Aktiengesetz vorsieht, gewährt. Stammaktien sind der Normaltyp einer Aktie. Rechte können des Aktionärs können Verwaltungs- und Vermögensrechte sein.¹¹

International gesehen ist die Stammaktie die typische Aktienart. Zusätzlich gibt es in Deutschland Vorzugsaktien. Sie gewähren dem Aktionär im Verhältnis zum Stammaktionär Vorrechte¹², die sich auf die Verteilung des Gewinns oder des Liquidationserlöses beziehen können. Vorzüge bei der Ge-

⁸ Vgl. O. V., 2008b, S. 9.

⁹ Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 60.

¹⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 146.

¹¹ Vgl. Becker, 2009, S. 147.

¹² Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 60.

winnverteilung ist ein Dividendenvorrecht gegenüber dem Stammaktionär. Vorzüge beim Anteil am Liquidationserlös können Sonderrechte bei der Auflösung der Gesellschaft wie z. B. das Recht auf Befriedigung aus dem Gesellschaftsvermögen vor den Stammaktionären sein. Allerdings kommt eine solche Aktiengattung selten vor. Größere Bedeutung haben Dividendenvorzugsaktien, wobei der Vorzug unterschiedlich gestaltet sein kann.¹³

VW hatte zum 31.12.2010 folgende Aktionärsstruktur in Prozent:¹⁴

Porsche Automobil Holding SE	32,2 %
Institutionelle Anleger Ausland	23,3 %
Qatar Holding LLC	16,4 %
Land Niedersachsen	12,7 %
Privataktionäre / Weitere	11,0 %
Institutionelle Anleger Inland	2,9 %
Porsche Holding GmbH, Salzburg	1,5 %

Tabelle 1: : Aktionärsstruktur von VW zum 31.12.2010 (Quelle: VW, 2011c, ohne Seite)

Die in der Tabelle aufgelisteten Prozentwerte zeigen den jeweiligen Anteil der entsprechenden Investoren an Stamm- und

¹³ Vgl. Becker, 2009, S. 147f.

¹⁴ Vgl. VW, 2011a, ohne Seite.

Vorzugsaktien. So besitzt beispielsweise die Qatar Holding insgesamt 16,4 % der gesamten VW-Aktien. Wie erwähnt können sich diese Anteile aus Stamm- und Vorzugsaktien zusammensetzen.¹⁵

Die Stimmrechtsverteilung ebenfalls zum 31.12.2010 sah wie folgt aus:

Porsche Automobil Holding SE, Stuttgart	50,74 %
Porsche GmbH, Salzburg	2,37 %
Land Niedersachsen, Hannover	20,00 %
Qatar Holding	17,00 %
Weitere	9,89 %

Tabelle 2: Stimmrechtsverteilung bei VW zum 31.12.2010 in Prozent (Quelle: VW, 2011a, ohne Seite)

Das bedeutet, dass die Porsche Automobil Holding SE den größten Anteil an VW-Stammaktien besitzt. Gefolgt vom Land Niedersachsen mit 20 % und der Qatar Holding mit 17 %. 9,89 % werden von weiteren kleineren Anlegern gehalten. Die Porsche GmbH ist ebenfalls an VW-Stammaktien mit 2,37 % beteiligt.

¹⁵ Vgl. Kapitel 2.1.3.

Die Anzahl der Aktien belief sich zum genannten Datum auf 170.142.778 Vorzugsaktien und 295.045.567 Stammaktien.¹⁶

VW besitzt Vorzugsaktien mit Mehrdividende. Das Unternehmen hat den Vorzugsaktionären für das Geschäftsjahr 2009 eine um sechs Cent höhere Dividende als den Stammaktionären gezahlt.¹⁷

2.2 Porsche

2.2.1 Das Unternehmen

1931 in Stuttgart gegründet, erhält die Dr. Ing. h.c. F. Porsche KG 1934 offiziell den Auftrag zur Konstruktion und zum Bau eines deutschen Volkswagens. Ein Jahr später werden erste Versuchsfahrten mit den VW-Prototypen absolviert. Die ersten „Käfer“ wurden in Stuttgart montiert.¹⁸

¹⁶ Vgl. VW, 2011a, ohne Seite.

¹⁷ Vgl. VW, 2011d, ohne Seite.

¹⁸ Vgl. Porsche SE, 2011b, ohne Seite.

Die folgende Abbildung zeigt den heutigen Aufbau der Porsche Holding Societas Europaea (SE).

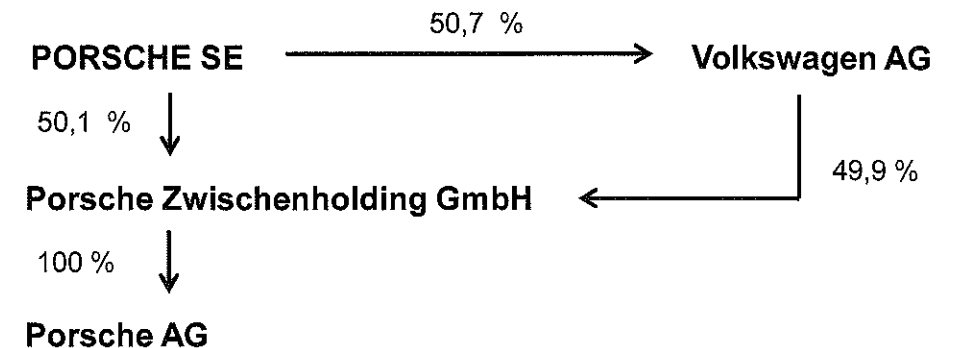


Abbildung 1: Die Beteiligungsstruktur der Porsche Holding SE (Quelle: Porsche SE, 2011a, ohne Seite)

So hält die Porsche Holding SE 50,7 % an der Volkswagen AG. Diese wiederum ist zu 49,9 % an der Porsche Zwischenholding GmbH beteiligt. An dieser ist die Porsche Holding SE mit 50,1 % investiert. Die Porsche AG, welche die eigentliche Porsche Produktion darstellt, gehört zu 100 % der Porsche Zwischenholding GmbH.¹⁹

Genauere Angaben zum Konzernaufbau werden von Porsche nicht gegeben.

¹⁹ Vgl. Porsche SE, 2011a, ohne Seite.

Die Porsche Zwischenholding GmbH Konzern verkaufte im Geschäftsjahr 2009/10 insgesamt 81.850 Fahrzeuge (+8,8 % zum Vorjahreszeitraum).²⁰

Am 31.07.2010 beschäftigte der Porsche SE Konzern mit Sitz in Stuttgart 37 Mitarbeiter und die Porsche Zwischenholding GmbH 12.722 Personen, wovon 10.880 Mitarbeiter im Inland beschäftigt waren.²¹

Der Porsche SE Konzern wies am Ende des Geschäftsjahres 2009/10 ein Ergebnis nach Steuern in Höhe von minus 454 Millionen Euro aus, nachdem im vergleichbaren Vorjahreszeitraum ein Ergebnis in Höhe von minus 3.563 Millionen Euro erzielt worden war.²² Der Umsatz ist im genannten Geschäftsjahr von 57.081 Mio. Euro auf 46.349 Mio. Euro gefallen.²³

Das Aktienkapital der Porsche SE beträgt 175 Millionen Euro und ist aufgeteilt in 87,5 Millionen Stammaktien und 87,5 Millionen börsennotierte Vorzugsaktien.²⁴ Auf die Vorzugsaktien entfällt ein anteiliger Betrag des Grundkapitals von einem Euro

²⁰ Vgl. Porsche SE, 2010a, S. 47.

²¹ Vgl. Porsche SE, 2010a, S. 50.

²² Vgl. Porsche SE, 2010a, S. 56.

²³ Vgl. Porsche SE, 2010a, S. 137.

²⁴ Vgl. Kapitel 2.1.3.

je Stückaktie. Die Stammaktien wurden bis zum Ende des Geschäftsjahres 2008/09 mittelbar ausschließlich von Mitgliedern der Familien Porsche und Piëch gehalten. Zu Beginn des Berichtsjahres 2009/10, im August 2009, übernahm die Qatar Holding LLC mittelbar zehn Prozent der Stammaktien der Porsche SE.²⁵

Von den Vorzugsaktien liegen über die Hälfte bei institutionellen Investoren wie Banken, Aktienfonds und Versicherungen. Diese haben ihren Sitz vor allem in den USA und Kanada sowie in Deutschland und Großbritannien. Weniger als die Hälfte der Porsche Vorzugsaktien sind breit gestreut und werden von privaten Anlegern überwiegend aus Deutschland gehalten.²⁶

2.2.2 Porsche als Societas Europaea

Am 08.10.2001 hat der Rat der Europäischen Union die Verordnung über das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft

²⁵ Vgl. Porsche SE, 2010a, S. 53.

²⁶ Vgl. Porsche SE, 2010a, S. 53.

(SE) verabschiedet. Die Europäische Aktiengesellschaft hat europaweit die einheitliche Bezeichnung *Societas Europaea*.²⁷

Bis zum 25.07.2010 sind nahezu 600 SE's gegründet worden. Gerade die Flexibilität der SE im Bereich der Arbeitnehmerbeteiligung (keine Anwendung des MitbestG) und der Corporate Governance machen die SE in Deutschland attraktiv.²⁸

Die wesentlichen Vorteile einer SE sind:²⁹

- Es werden grenzüberschreitende Transaktionen ermöglicht.
- Die Wahlmöglichkeit zwischen einstufigem und zweistufigem Leitungssystem.
- Die Möglichkeit den Aufsichtsrat mitbestimmter Gesellschaften zu verkleinern (z. B. von 20 auf 12 Mitglieder, wie bei Allianz und BASF).
- Der Gestaltungsspielraum bei der Arbeitnehmerbeteiligung durch Verhandlungslösungen.

²⁷ Vgl. Kallmayer, 2003, S. 1.

²⁸ Vgl. Hess, 2010, S. 98.

²⁹ Vgl. Hess, 2010, S. 98.

- Die Europäisierung der Arbeitnehmerbeteiligung (im Aufsichtsrat und im SE-Betriebsrat).
- Die Schaffung eines europäischen Labels und einer europäischen Identität.

Die Gründung der Porsche Automobil Holding SE wurde am 26.06.2007 auf der Hauptversammlung der Porsche AG mit einem einstimmigen Votum der Aktionäre entschieden. Ziel war es, das operative Automobilgeschäft in eine 100-prozentige Tochtergesellschaft auszugliedern und mit der Holding eine Unternehmenseinheit zu schaffen, die für das Beteiligungsmanagement zuständig ist.³⁰

³⁰ Vgl. Porsche SE, 2011d, ohne Seite.

3. Der Übernahmeversuch

3.1 Ablauf des Übernahmeversuches

Im Oktober 2005 gab Porsche bekannt, weitere 8,27 % an VW von institutionellen Anlegern gesichert zu haben. Zudem wurden weitere 3,4 % per Kaufoption gesichert. Das Bundeskartellamt sah beim Porsche-Einstieg kein wettbewerbliches Problem.³¹

Bis Ende des Jahres veränderte sich der Anteil an VW-Stammaktien im Porsche-Portfolio nicht mehr. So wurden zum Jahresende 2005 18,5 % VW-Stammaktien von Porsche gehalten.³²

Die folgende Tabelle stellt wesentliche Meilensteine der geplanten VW-Übernahme durch Porsche zeitlich dar:

³¹ Vgl. O. V., 2005b, S. 1.

³² Vgl. Plaintiffs, 2010, S. 45.

	25.09.2005	27.09.2005	08.10.2005	31.12.2005
2005	Porsche gibt bekannt mit etwa 20 % bei VW einzusteigen.	Porsche besitzt 10,26 % der VW-Stammaktien. Die Europäische Union (EU) hält ihre Klage gegen das VW-Gesetz vor dem Europäischen Gerichtshof	Porsche gibt bekannt, sich weitere 8,27 % von institutionellen Anlegern gesichert zu haben. Weitere 3,4 % sind per Kaufoption sicher.	Porsche hält 18,53 % der VW-Stammaktien und hat sich eine Kaufoption über weitere 3,4 % gesichert.
	23.01.2006	24.06.2006	16.11.2006	31.12.2006
2006	Porsche hält 18,53 % und Optionen über weitere 3,4 % an VW.	Porsche hält 21,28 % der VW-Stammaktien und plant weitere 3,9 % zu erwerben.	Die Beteiligung an VW durch Porsche beträgt 27,4 %. Der Porsche-Aufsichtsrat genehmigt eine Aufstockung auf bis zu	Porsche hält 27,4 % der VW-Stammaktien.
	24.03.2007	29.05.2007	23.10.2007	31.12.2007
2007	Porsche gibt bekannt, 30,9 % der VW-Stammaktien zu besitzen.	Das Porsche Pflichtangebot für VW-Aktien wird kaum angenommen. Lediglich 0,08 % der Aktien werden zum Kauf für Porsche von den Aktionären angeboten.	Der Europäische Gerichtshof (EuGH) erklärt das VW-Gesetz für europarechtswidrig.	Porsche hält 30,9 % der VW-Stammaktien.
	17.01.2008	25.02.2008	11.03.2008	04.05.2008
2008	Bundesjustizministerin Zypries teilt mit, das VW-Gesetz nur bei den nötigsten Punkten anzupassen, die vom EuGH als europawidrig bezeichnet worden sind.	Treffen in Berlin mit Porsche-Vertretern und einem Vertreter des Landes Niedersachsen: Porsche soll die Absicht einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit VW anzustreben, geäußert haben und 75 % der VW-	Porsche gibt per Pressemitteilung bekannt, keine 75 %-Beteiligung an VW anzustreben.	Porsche gibt bekannt in 2008 eine Mehrheitsübernahme von VW zu vollziehen.
	24.07.2008	17.09.2008	19.09.2008	07.10.2008
2008	Die EU-Kommission hat keine Einwände gegen die geplante Mehrheitsübernahme von	Die Porsche Holding SE stockt ihren Anteil an Volkswagen auf 35,1 % auf.	Novelle zum VW-Gesetz passiert den Bundesrat.	VW ist nach der Marktkapitalisierung (140 Mrd. Euro) her erstmals der teuerste Automobilkonzern
	26.10.2008	28.10.2008	03.11.2008	31.12.2008
2008	Porsche veröffentlicht, dass 42,6% an VW gehalten werden und weitere 31,5 % über Optionen mit Barausgleich zugesichert sind, was einem rechnerischen Anteil von 74,1 % entspricht. Weiterhin gibt Porsche bekannt in 2009 75	Der Short-Squeeze der VW-Stammaktie kommt zur Spitze. Die VW-Stammaktien erreichen ihren Höchststand von 1005,01 Euro und machen VW nach der Marktkapitalisierung zum teuersten Unternehmen der	Die Gewichtung der VW-Stammaktie wird im Deutschen Aktienindex (DAX) auf 10 % begrenzt. Am 28.10.2008 hatte VW eine Gewichtung von bis zu 27 % im DAX.	42,63 % der VW-Stammaktien werden von Porsche gehalten. Weitere rechnerische 31,5 % werden durch Optionen mit Barausgleich auf die VW-Stammaktien gehalten.
	06.01.2009	13.01.2009	24.04.2009	05.05.2009
2009	Die Porsche Automobil Holding hat die Beteiligung an Volkswagen auf 50,76 % ausgebaut.	Die deutschen und österreichischen Porsche-Gesellschaften kontrollieren VW mit 53,13 %.	Es wird bekannt, dass sich Porsche bei der geplanten Übernahme sehr verschuldet hat.	Die Übernahme von VW durch Porsche ist als gescheitert anzusehen. Es wird von Fusion gesprochen.

Tabelle 3: Meilensteine der geplanten Übernahme

Dieser Stand wurde im Januar 2006 bestätigt.³³ Im Juni 2006 besaß Porsche dann 21,28 % der VW-Stammaktien und plante weitere 3,9 % zu erwerben.³⁴ Mitte November wurde die Beteiligung auf 27,4 % erhöht und der Porsche Aufsichtsrat genehmigte eine weitere Aufstockung auf bis zu 29,9 %.³⁵

Am 24.03.2007 teilte Porsche mit 30,9 % der VW-Stammaktien zu halten, wodurch ein Pflichtangebot für VW fällig wurde, da die 30 %-Schwelle seitens Porsche überschritten war.³⁶ Dieses Pflichtangebot lief Ende Mai 2007 aus und Porsche wurden lediglich 0,06 % der VW-Aktien zum Kauf angeboten.³⁷ Porsche hatte bewusst ein niedriges Angebot abgegeben, um keine größeren Zukäufe zu tätigen.³⁸ Wesentlich im Jahr 2007 war die Entscheidung des EuGH, das VW-Gesetz als europarechtswidrig zu erklären.³⁹

Anfang des Jahres 2008 teilte Justizministerin Zypries mit, das VW-Gesetz nur in den nötigsten Punkten anzupassen, die

³³ Vgl. Plaintiffs, 2010, S. 47.

³⁴ Vgl. O. V., 2006c, S. 1.

³⁵ Vgl. O. V., 2006a, S. 1.

³⁶ Vgl. O. V., 2007c, S. 1.

³⁷ Vgl. Manager Magazin, 2007, ohne Seite.

³⁸ Vgl. Manager Magazin, 2007, ohne Seite.

³⁹ Vgl. Olsen, 2007, S. 10.

vom EuGH als europarechtswidrig bezeichnet worden sind.⁴⁰ Weiterhin fand am 25.02.2008 ein Treffen zwischen Porsche-Vertretern und einem Vertreter des Landes Niedersachsens in Berlin statt, bei dem Porsche erstmals die Absicht geäußert haben soll, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit VW anzustreben und 75% der VW-Stammaktien kaufen zu wollen.⁴¹

Offiziell gibt Porsche allerdings am 11.03.2008 bekannt, keine 75 %-Beteiligung an VW anzustreben.⁴² Anfang Mai veröffentlichte Porsche in 2008 eine Mehrheitsübernahme des VW-Konzerns zu vollziehen,⁴³ gegen welche die EU-Kommission keine Einwände sah.⁴⁴ Mitte September stockt die Porsche Holding SE ihren Anteil an VW auf 35,1 % auf⁴⁵ und das novellierte VW-Gesetz passierte den Bundesrat.⁴⁶

Im Oktober 2008 wurde VW, an der Marktkapitalisierung gemessen, zum teuersten Automobilkonzern der Welt.⁴⁷ Am

⁴⁰ Vgl. O. V., 2008i, S. 9.

⁴¹ Vgl. O. V., 2009a, S. 100.

⁴² Vgl. O. V., 2008e, S. 9.

⁴³ Vgl. Plaintiffs, 2010, S. 53.

⁴⁴ Vgl. O. V., 2008a, S. 9.

⁴⁵ Vgl. O. V., 2008c, S. 1.

⁴⁶ Vgl. O. V., 2008d, S. 9.

⁴⁷ Vgl. O. V., 2008f, S. 17.

26.10.2008 veröffentlichte Porsche, dass 42,6 % der VW-Stammaktien gehalten wurden und weitere 31,5 % über Optionen mit Barausgleich zugesichert waren, was einem rechnerischen Anteil von 74,1 % entsprach.⁴⁸ Zudem gibt der Porsche-Konzern bekannt, in 2009 seinen Anteil auf 75 % aufzustocken.⁴⁹ Aufgrund dieser Meldungen kommt es am 27.10.2008 und 28.10.2008 zum Short Squeeze der VW-Stammaktie.⁵⁰

Unter einem Short Squeeze versteht man einen starken, sich selbstverstärkenden Anstieg eines Futures oder einer Aktie auf Grund von Anlegern, die durch Leerverkäufe auf fallende Kurse spekuliert haben und diese Positionen dann um jeden Preis auflösen müssen.⁵¹

Die VW-Stammaktien erreichten dadurch am 28.10.2008 ihren Höchstkurs von 1005,01 Euro und machen VW nach der Marktkapitalisierung zum teuersten Unternehmen der Welt.⁵²

⁴⁸ Vgl. O. V., 2008h, S. 1.

⁴⁹ Vgl. Plaintiffs, 2010, S. 62.

⁵⁰ Vgl. O. V., 2008h, S. 1.

⁵¹ Vgl. Linder/Tietz, 2008, S. 260.

⁵² Vgl. Berliner Morgenpost, 2008, ohne Seite.

Durch die hohe Marktkapitalisierung erreichte VW im Deutschen Aktienindex (DAX) ein Gewicht von 27 %, was zu einer verfälschten Darstellung des Index führte. Die Deutsche Börse reagierte am 03.11.2008 darauf und legte die Gewichtung der VW-Stammaktien auf maximal 10 % fest.⁵³

Bis zum Jahresende 2008 veränderte sich der Anteil Porsches an VW nicht mehr. Es wurden 42,63 % der VW-Stammaktien gehalten und weitere 31,5 % Optionen mit Barausgleich auf die VW-Stammaktien.⁵⁴

Zu Beginn des Jahres 2009 erhöhte Porsche seinen Anteil an VW auf 50,76 %.⁵⁵ Insgesamt beläuft sich der Anteil der deutschen und österreichischen Porsche-Gesellschaften somit auf 53,13 %.⁵⁶ Diese Anteile sind bis heute unverändert.⁵⁷ Im April 2009 wurde bekannt, dass sich der Porsche Konzern bei der geplanten VW-Übernahme sehr verschuldet hat⁵⁸, was im Mai

⁵³ Vgl. O. V., 2008g, S. 17.

⁵⁴ Vgl. Porsche SE, 2009, S. 18.

⁵⁵ Vgl. O. V., 2009j, S. 1.

⁵⁶ Vgl. O. V., 2009i, S. 11.

⁵⁷ Vgl. Kapitel 2.1.3 und 2.2.1.

⁵⁸ Vgl. O. V., 2009d, S. 1.

dazu führte, dass zwischen einer Fusion von VW und Porsche gesprochen wurde.⁵⁹

Nachfolgende Abbildung zeigt wie oben erklärt die Chronologie des Übernahmeversuchs bis zum Short Squeeze der VW-Aktie im Oktober 2008:

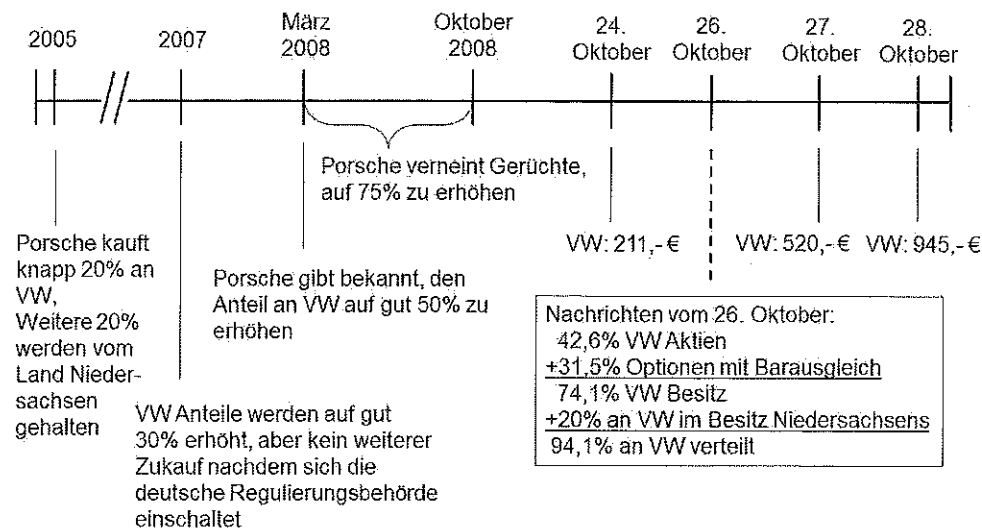


Abbildung 2: Chronologie des Übernahmeversuchs (Quelle: übersetzt von Stowell, 2010, S. 516)

Wie sich zeigt, stieg der VW-Aktienkurs, nachdem Porsche am 26.10.2008 mitteilte insgesamt rechnerische 74,1 % an VW-Stammaktien zu halten, von 211,- Euro bis 945,- Euro. Be-

⁵⁹ Vgl. O. V., 2009c, S. 11.

trachtet wird hier der Schlusskurs vom jeweiligen Tag. So hatte sich die Aktie innerhalb von vier Tagen mehr als vervierfacht.

3.2 Finanzierung seitens Porsches

Die Hauptaufgabe der Finanzierung besteht in der Sicherung des finanziellen Gleichgewichts. Im engeren Sinne ist die Finanzierung die Beschaffung von Geld und geldwerten Gütern. Im weiter gefassten Begriff beinhaltet sie die Beschaffung von Geld und geldwerten Gütern sowie die Umschichtung, Sicherung und Reduzierung von Kapital.⁶⁰

Es gibt verschiedene Arten der Finanzierung. Diese zahlreichen Möglichkeiten lassen sich nach den folgenden Merkmalen unterscheiden:⁶¹

- **Mittelherkunft:** Es wird zwischen Innen- und Außenfinanzierung unterschieden.

⁶⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 113; sowie Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 14.

⁶¹ Vgl. Becker, 2009, S. 117; sowie Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 15.

- Rechtsbeziehung: Nach der jeweiligen Art der rechtlichen Stellung der externen Kapitalgeber liegt entweder eine Kredit- oder Beteiligungsfinanzierung vor.
- Kapitalart: Je nachdem zu welcher (in der Bilanz ausgewiesenen oder nicht ausgewiesenen) Kapitalposition die Mittel zuordenbar sind, handelt es sich um Eigen- oder Fremdfinanzierung.

Finanzinstrumente hingegen können nach Beteiligungs- und Forderungstiteln, Devisen und Derivaten unterschieden werden.⁶²

3.2.1 Innenfinanzierung

Die Innenfinanzierung dient wie die Außenfinanzierung zur Beschaffung liquider Mittel.⁶³ Außenfinanzierung bedeutet,

⁶² Vgl. Becker, 2009, S. 115 sowie Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 17 und Schwarz, 2006, S. 5.

⁶³ Vgl. Becker, 2009, S. 225 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 359.

dass externe Kapitalgeber dem Unternehmen Mittel zuführen.⁶⁴

Bei der Innenfinanzierung hingegen fließen dem Unternehmen liquide Mittel zu bzw. werden liquide Mittel freigesetzt, die auf Prozesse im Unternehmen selbst zurückzuführen sind. Das sind entweder die betriebsgewöhnlichen Umsatzprozesse oder Vermögensumschichtungsprozesse, die zu Kapitalfreisetzungen führen.⁶⁵

Voraussetzungen für die Innenfinanzierung sind:⁶⁶

- Dem Unternehmen fließen in einer Periode liquide Mittel zu, die aus dem betriebsüblichen Umsatzprozess oder aus Vermögensumschichtungen stammen.
- Weiterhin steht dem Zufluss an liquiden Mitteln in derselben Periode kein zahlungswirksamer Aufwand gegenüber.

Die Innenfinanzierung resultiert dadurch einerseits aus Umsatzprozessen, die zur Überschussfinanzierung führen, und

⁶⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 117 sowie Busse, 2003, S. 63.

⁶⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 225 sowie Busse, 2003, S. 63 und Busse, 2003, S. 658.

⁶⁶ Vgl. Becker, 2009, S. 225.

andererseits aus Kapitalfreisetzungsprozessen, die eine Umschichtungsfinanzierung ermöglichen.⁶⁷

Am 25.09.2005 gab Porsche bekannt, sich mit 20 % am Volkswagen-Grundkapital zu beteiligen. Porsche hatte angekündigt, dafür sein angesammeltes Liquiditätspolster in Höhe von 2,8 Mrd. Euro zu verwenden.⁶⁸

Porsche setzte dadurch, als ersten Schritt der Finanzierung bei der geplanten Volkswagen-Übernahme, auf den Einsatz von liquiden Mitteln. Genaue Angaben über die Herkunft dieser ist weder aus den Geschäftsberichten von Porsche noch aus den Zeitungen zu entnehmen. Es kann nur gemutmaßt werden, dass es sich hierbei um eine Innenfinanzierung handelt, da keine sonstigen Angaben über eine Kredit- oder Beteiligungsfinanzierung vorhanden sind.

3.2.2 Schuldverschreibungen

Schuldverschreibungen bieten dem Unternehmen die Möglichkeit, sich mittel- und langfristiges Fremdkapital zu beschaf-

⁶⁷ Vgl. Becker, 2009, S. 225 sowie Busse, 2003, S. 658f.

⁶⁸ Vgl. Döring, 2005, S. 11.

fen. Sie verbriefen für die Inhaber Forderungsrechte (Gläubigerrechte). Der Käufer stellt dem Emittenten, im Fall hier Porsche, Fremdkapital zur Verfügung. Der Nennbetrag ist der Betrag, der vom Emittenten geliehen wird. Um den Handel zu erleichtern, wird der Gesamtbetrag in Teilschuldverschreibungen im Nennwert von beispielsweise 100,- oder 1000,- Euro gestückelt.⁶⁹

Wesentliche Schuldverschreibungen sind Festzinsanleihen, Floating Rate Notes und Zerobonds. Darüber hinaus existieren sehr viele Sonderformen von Schuldverschreibungen.⁷⁰ Zudem zählen Schuldverschreibungen zur Kreditfinanzierung.⁷¹ Weitere Informationen zur Kreditfinanzierung finden sich in Kapitel 3.2.4 wieder.

⁶⁹ Vgl. Busse, 2003, S. 516.

⁷⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 196f sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 396.

⁷¹ Vgl. Becker, 2009, S. XII sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 395.

3.2.2.1 Festzinsanleihen

Festzinsanleihen sind mit einem festen Zinskupon (fester Nominalzins) ausgestattet, der für die gesamte Anleihelaufzeit konstant bleibt. Die Zinsbindungsdauer entspricht der Anleihelaufzeit. Zinszahlungen erfolgen in der Regel jährlich oder halbjährlich nachschüssig. Werden die Anleihen zwischen den Zinsterminen verkauft, so sind Stückzinsen zu berechnen.⁷² Stückzinsen sind der Betrag an Zinsen, die seit dem letzten Zinszahlungstermin aufgelaufen sind. Der Käufer der Anleihe muss die Stückzinsen an den Verkäufer entrichten.⁷³

Die Effektivverzinsung einer Anleihe hängt vom Nominalzins, dem Nominalbetrag, dem Emissionspreis, der Laufzeit, den Zahlungsterminen und den Nebenkosten ab. Der Emissionspreis kann dem Nominalbetrag der Anleihe entsprechen, kann aber dennoch kleiner oder größer sein. Ist der Emissionspreis unter pari (kleiner 100 %), liegt ein Disagio vor, bei einem Preis über pari ein Agio.⁷⁴ Anhand der Feineinstellung des Emissionspreises wird die Anleiherendite an den relevanten

⁷² Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 178.

⁷³ Vgl. Becker, 2009, S. 197.

⁷⁴ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 396.

Marktzins angepasst. Die von den Anlegern geforderte Anleiherendite entspricht dem relevanten Marktzins, das heißt dem Zins für Ausleihungen mit demselben Risiko, derselben Währung und derselben Restlaufzeit. Weil der Nominalzins konstant bleibt, ändert sich der Preis festverzinslicher Anleihen bei Marktzinsschwankungen. So fällt der Anleihekurs bei steigenden Zinsen und umgekehrt.⁷⁵

Porsche hat von diesem Finanzinstrument im Zusammenhang mit der geplanten VW-Übernahme erstmals im Januar 2006 Gebrauch gemacht. Beraten von Freshfields Bruckhaus Deringer⁷⁶ hat das Unternehmen zwei Festzinsanleihen im Wert von jeweils einer Mrd. Euro⁷⁷ mit Laufzeiten von fünf und zehn Jahren platziert. Die Abwicklung erfolgte über die Finanztochtergesellschaft Porsche International Financing plc.⁷⁸ Nachfolgend eine Übersicht der Festzinsanleihe mit zehnjähriger Laufzeit:

⁷⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 197f.

⁷⁶ Vgl. Wadewitz, 2006, S. 2.

⁷⁷ Vgl. Bremser, 2006, S. 9.

⁷⁸ Vgl. Porsche SE, 2011c, ohne Seite.

Stammdaten

Name	PORSCHE INTL FIN. 08/16
ISIN	DE000A0GMHG2
WKN	A0GMHG
Kürzel	PIHC
Typ	Unternehmensanleihe
Marktsegment	Open Market
Mindestanlagesumme	1.000
Emittent	Porsche International Financing PLC
Emissionsdatum	01.02.2006
Emissionsvolumen	1.000.000.000
Emissionswährung	EUR
Notierungsaufnahme	23.05.2011
Tag der Valuta	-
Fälligkeit	01.02.2016
Schuldnerkündigungsart	-
Sonderkündigung	-
Depotwährung	EUR
Abrechnungswährung	EUR
Finanzinnovation	Nein
Nachrangig	Nein

Abbildung 3: Stammdaten der zehnjährigen Festzinsanleihe vom Januar 2006 (Quelle: Deutsche Börse, 2011b, ohne Seite)

Die Abbildung zeigt die Stammdaten der Anleihe. Die ISIN ist die International Securities Identification Number. Mit dieser wird ein Wertpapier international eindeutig beschrieben. Der Aufbau dieser wird in der ISO 6166 beschrieben. Die WKN ist

die Wertpapierkennnummer. Sie ist die in Deutschland verwendete Identifikation für Wertpapiere. Unter dem Kürzel wird das Wertpapier an der Börse gehandelt. Der Typ der Anleihe ist eine Unternehmensanleihe. Sie gehört dem Marktsegment Open Market an.

Der Open Market ist der Freiverkehr der Deutschen Börse an der Frankfurter Wertpapierbörse. Er ist neben dem Regulierten Markt das zweite gesetzliche Marktsegment in Deutschland. Im Gegensatz zum Regulierten Markt, ist der Open Market ein nicht amtliches, privatrechtliches Segment, das eine Börse zulassen kann, wenn die Wertpapiere weder im Regulierten Markt zugelassen oder einbezogen sind und eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung gewährleistet erscheint.⁷⁹

Die Mindestanlagesumme der Anleihe beträgt 1.000,- Euro. Der Emittent war, wie oben bereits beschrieben, die Porsche International Financing PLC. Das Emissionsdatum war der 01.02.2006. Das Emissionsvolumen belief sich auf eine Mrd. Euro. Die Emissionswährung ist der Euro. Fällig ist die Anleihe am 01.02.2016, was die Laufzeit von zehn Jahren ergibt. Die

⁷⁹ Vgl. Deutsche Börse, 2011a, ohne Seite.

Depot- wie auch die Abrechnungswährung ist ebenfalls der Euro. Es handelt sich um keine Finanzinnovation und die Anleihe ist nicht nachrangig.

Verzinsung

Kupon	3,875
Zinstermin	1. Februar
Anzahl Zinstermine	Ganzjährig
Aktuelle Zinsperiode von bis	-
Zinslauf ab	01.02.2006
Stückzinsberechnung	Ja
Zins- und Dividendenzahlungen	-

Abbildung 4: Verzinsung der zehnjährigen Festzinsanleihe vom Januar 2006 (Quelle: Deutsche Börse, 2011b, ohne Seite)

Die Verzinsung beläuft sich auf 3,88 %. Der Zinstermin ist jeweils jährlich der 01.02.2011. Für die Stückzinsberechnung wurde keine Angabe gemacht.

Für die Anleihe mit fünfjähriger Laufzeit konnten zum aktuellen Zeitpunkt die oben aufgeführten Informationen nicht mehr gefunden werden, da diese Anleihe bereits am 01.02.2011 aus-

gelaufen ist. Sie war mit einem Zinskupon von 3,5 Prozent p.a. festgesetzt.⁸⁰

3.2.2.2 Hybridanleihen

Die Hybridanleihe ist ein Instrument der Mezzanine-Finanzierung.⁸¹ Das Wort Mezzanine leitet sich aus dem italienischen „Mezzanino“, welches das Zwischengeschoss in einem Gebäude bezeichnet, ab. Die Mezzanine-Finanzierung ist eine Mischform zwischen Eigenkapital und Fremdkapital.⁸² Der Eigenkapitalcharakter wird vor allem durch unbefristete Laufzeit, erfolgsabhängige Vergütung, Verlustbeteiligung und Nachrangigkeit im Insolvenzfall erzielt. Oft befristete Laufzeit, ein fester Rückzahlungsanspruch und vereinbarte Zinszahlungen zeigen den Fremdkapitalcharakter.⁸³

Der Gestaltungsspielraum bei der Mezzanine-Finanzierung ist sehr groß. Sie kann so gestaltet werden, dass sie entweder mehr dem Eigenkapital oder mehr dem Fremdkapital ähnelt.

⁸⁰ Vgl. Porsche, 2011c, ohne Seite.

⁸¹ Vgl. Sester, 2006, S. 12.

⁸² Vgl. Busse, 2003, S. 252.

⁸³ Vgl. Becker, 2009, S. 206f.

Hinsichtlich der Renditechancen ist es zwischen Eigen- und Fremdkapital angesiedelt. Sie liegen tendenziell über denen der traditionellen Kreditgeber, jedoch unter denen der Eigenkapitalgeber. In Bezug auf die Haftung steht das Mezzanine-Kapital meist im Nachrang zum Fremdkapital, aber im Vorrang zum Eigenkapital.⁸⁴

Hybridanleihen sind eine Anleihespezies, die bei extrem langer Laufzeit und einem weit über dem üblichen Marktzins liegenden Zinskupon aktien- und rentenähnliche Eigenschaften in sich vereint. Allerdings können die Zinszahlungen bei ungünstiger Ertragslage ausgesetzt werden und in den nachfolgenden Jahren dafür höher gestaltet werden. Dies ähnelt der Aktiendividende. Das Kündigungsrecht des Emittenten wird oft nach einer Laufzeit von fünf oder zehn Jahren ausgeübt. Der Zinskupon ist bis zu diesem Zeitpunkt fix und danach variabel und tendenziell ansteigend.⁸⁵

Hybridanleihen sind gegenüber normalen Gläubigern desselben Emittenten nachrangig gestellt. Das bedeutet, dass Anleger bei Insolvenz des Emittenten schlechter gestellt sind als

⁸⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 206f sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 263.

⁸⁵ Vgl. May, 2009, S. 62.

die übrigen Gläubiger, wie z. B. Kreditgeber. Zudem muss mit einer höheren Kursvolatilität aufgrund der relativ starken Renditeabhängigkeit von der Ertragslage des emittierenden Unternehmens und aufgrund der Nachrangigkeit gerechnet werden. Hybridanleihen werden mittlerweile von Ratingagenturen mit bis zu 100 % ihres Emissionsvolumens dem Eigenkapital des Unternehmens zugerechnet.⁸⁶ Sie erhöhen damit im Gegensatz zu Festzinsanleihen dessen Bonität, Kreditspielraum und gegebenenfalls auch die Ratingeinstufung.⁸⁷

Bezüglich einer eindeutigen Zuordnung von hybriden Finanzinstrumenten zum Eigen- oder Fremdkapital stellt sich damit die Frage nach den verwendeten Abgrenzungskriterien. Hierbei hat sich im handelsrechtlichen Schrifttum die materielle Eigenkapitalabgrenzung durchgesetzt, nach der die Funktion des Kapitals entscheidend ist. So hat der Hauptfachausschuss des Instituts für Wirtschaftsprüfer (IDW) in seiner Stellungnahme 1/1994 folgende vier Kriterien definiert, die kumulativ erfüllt sein müssen, damit Genussrechtskapital trotz seines

⁸⁶ Vgl. Ockenga, 2010, S. 942.

⁸⁷ Vgl. Sester, 2006, S. 12.

schuldrechtlichen Charakters als bilanzielles Eigenkapital ausgewiesen werden kann:⁸⁸

- Nachrangigkeit des überlassenen Kapitals.
- Erfolgsabhängigkeit der Vergütung.
- Teilnahme am Verlust bis zur vollen Höhe.
- Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung.

So stellen Hybrid-Anleihen ein innovatives Instrument zur Unternehmensfinanzierung dar, das nicht nur in Zeiten niedriger Fremdkapitalzinsen und wenig liquider Aktienmärkte eine Option für Unternehmen und Investoren ist. Aufgrund der hohen Flexibilität, die Anleihen wegen ihres niedrigen Regulierungsgrades bieten, können sie optimal an die Bedürfnisse der Beteiligten und die jeweilige Marktsituation angepasst werden.⁸⁹

Dank der spezifischen Ausrichtung (Übernahme hohen Risikos wird durch einen relativ hohen Festzins über eine Laufzeit von fünf oder zehn Jahren vergütet) werden Investoren einer bestimmten Risikoaversionsklasse angesprochen, die zwischen Eigen- und Fremdkapitalinvestoren anzusiedeln sind oder aber

⁸⁸ Vgl. Bosse/Hultsch, 2011, Nr. 1, S. 49f.

⁸⁹ Vgl. Bosse/Hultsch, 2011, Nr. 1, S. 49f.

Investoren, welche die Risikostruktur ihres Portfolios mit Hilfe von Hybrid-Anleihen optimieren wollen. In Bezug auf Regulierungen im Kapitalgesellschaftsrecht, die durch eine streng bipolare Betrachtung von Eigen- und Fremdkapital geprägt sind, stellen Hybrid-Anleihen eine Alternative mit maßgeschneiderter Steuerungs-, Risiko- und Vergütungsstruktur dar.⁹⁰

Die erste Hybridanleihe zur Finanzierung der geplanten VW-Übernahme wurde zusammen mit den oben aufgeführten beiden Festzinsanleihen ebenfalls Anfang 2006 von Porsche herausgegeben.⁹¹

Diese Hybrid-Anleihe, die definitionsgemäß keine Laufzeitbegrenzung aufweist, hat ein Volumen von einer Milliarde US-Dollar und wurde am 01.02.2006 zu pari begeben und weist einen Kupon von 7,2 % und eine Stückelung von 2.000 US-Dollar auf. Frühestens zum 01.02.2006 konnte und danach vierteljährlich kann diese Anleihe von Porsche gekündigt werden.⁹²

⁹⁰ Vgl. Sester, 2006, S. 12.

⁹¹ Vgl. Bremser, 2006, S. 9.

⁹² Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2006, ohne Seite.

Nachfolgende Abbildungen zeigen Einzelheiten zur aufgeführten Hybridanleihe:

Stammdaten

Name	PORSCHE INTL FIN. 06/UND.
ISIN	XS0241984219
WKN	A0GMHH
Kürzel	-
Typ	Sonstige
Marktsegment	Open Market
Mindestanlagesumme	2.000
Emittent	Porsche International Financing PLC
Emissionsdatum	01.02.2006
Emissionsvolumen	1.000.000.000
Emissionswährung	USD
Notierungsaufnahme	23.05.2011
Tag der Valuta	-
Fälligkeit	-
Schuldnerkündigungsart	-
Sonderkündigung	Aus steuerlichen Gründen jederzeit
Depotwährung	USD
Abrechnungswährung	USD
Finanzinnovation	Nein
Nachrangig	Ja

Abbildung 5: Stammdaten der Hybridanleihe vom 01.02.2006 (Quelle: Deutsche Börse, 2011c, ohne Seite)

Hier handelt sich nicht um eine Unternehmensanleihe, in Form einer Währungsanleihe. So sind die Währungen jeweils in US-Dollar angegeben. Marktsegment ist ebenfalls der Open Market. Eine Kündigung kann aus steuerlichen Gründen zu jeder Zeit erfolgen. Diese Anleihe ist nachrangig.

Verzinsung

Kupon	7,20
Zinstermin	1. November
Anzahl Zinstermine	Vierteljährlich
Aktuelle Zinsperiode von bis	-
Zinslauf ab	01.02.2006
Stückzinsberechnung	Ja
Zins- und Dividendenzahlungen	-

Abbildung 6: Verzinsung der Hybridanleihe vom 01.02.2006 (Quelle: Deutsche Börse 2011b, ohne Seite)

Im Dezember 2007 hat die Porsche Automobil Holding SE über die irische Tochter Porsche Holding Finance plc eine weitere Hybridanleihe im Volumen von einer Mrd. Euro privat platziert. Die Käufer waren nach Unternehmensangaben große institutionelle Anleger in Europa, Asien und dem Mittleren Osten. Die Mittel aus der Platzierung dienten ebenfalls der Refinanzierung des VW-Engagements und der Liquiditätsre-

serve. Weitere Angaben zur Ausgestaltung der Emission wurden seitens Porsches nicht veröffentlicht.⁹³

3.2.3 Optionen

Optionen gehören dem Bereich der Finanzderivate an. Derivat bedeutet abgeleitet. Das Hauptmerkmal von Finanzderivaten ist, die mittelbare oder unmittelbare Abhängigkeit ihres Preises vom Preis des zugrunde liegenden Basiswertes. Basiswerte (Underlying) können Finanzinstrumente oder auch Waren, Rohstoffe und Edelmetalle sein. Es existieren drei Grundformen von Finanzderivaten: Swaps, unbedingte Termingeschäfte (Forwards und Futures) sowie bedingte Termingeschäfte.⁹⁴

Optionen zählen zu den bedingten Termingeschäften, weil Vertragsabschluss und Erfüllung zeitlich auseinander fallen. Bedingt deshalb, weil der Optionskäufer das Recht auf, aber nicht die Pflicht zur Erfüllung hat.⁹⁵

⁹³ Vgl. O. V., 2007a, S. 9.

⁹⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 257f sowie Hull, 2009, S. 24.

⁹⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 291.

Eine Option ist ein Vertrag zwischen einem Käufer und Verkäufer. Der Käufer einer Option erwirbt gegen Zahlung des Optionspreises das Recht, ein bestimmtes Finanzinstrument (Basiswert, z. B. Aktien) in einer festgelegten Menge (Kontraktgröße, z. B. 100 Aktien) innerhalb einer bestimmten Frist (amerikanische Option)⁹⁶ oder zu einem festgelegten Zeitpunkt (europäische Option)⁹⁷ zu einem im Voraus vereinbarten Preis (Basispreis, Ausübungspreis) zu kaufen (Kaufoption, Call) oder zu verkaufen (Verkaufsoption, Put).⁹⁸

Der Käufer, auch Inhaber der Option genannt, hat dadurch ein Wahlrecht aber keine Verpflichtung. Im Gegenzug hierzu hat der Verkäufer der Option die Pflicht, den Basiswert zum vereinbarten Basispreis zu verkaufen bzw. zu kaufen, sobald der Käufer sein Recht in Anspruch nimmt und die Option ausübt. Dafür erhält der Verkäufer, auch Stillhalter der Option genannt, vom Käufer (Inhaber) den Optionspreis (Optionsprämie).⁹⁹

Bei Optionen kommt es meist nicht zur Erfüllung der Kontrakte, weil sich die Parteien vor Fristablauf glattstellen oder die

⁹⁶ Vgl. Hull, 2009, S. 30.

⁹⁷ Vgl. Hull, 2009, S. 30.

⁹⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 291 sowie Hull, 2009, S. 29f.

⁹⁹ Vgl. Becker, 2009, S. 291 sowie Hull, 2009, S. 29f.

Käufer ihre Option verfallen lassen. Es besteht ein asymmetrisches Rechte-Pflichten-Verhältnis: Während der Käufer keiner Erfüllungspflicht unterliegt und die Option verfallen lassen darf, geht der Verkäufer eine Verpflichtung ein.¹⁰⁰

Es wird zwischen Long- und Shortpositionen unterschieden. Der Inhaber (Käufer) der Option nimmt eine Long-Position ein. Kauft er eine Kaufoption, so handelt es sich um einen Long Call; kauft er eine Verkaufsoption, liegt ein Long Put vor. Der Stillhalter (Verkäufer) der Option nimmt eine Short-Position ein. Verkauft er eine Kaufoption, so handelt es sich um einen Short Call; verkauft er eine Verkaufsoption, liegt ein Short Put vor. Daraus folgend sind vier Grundpositionen möglich.¹⁰¹ Die folgende Tabelle zeigt diese vier Grundpositionen:

¹⁰⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 292.

¹⁰¹ Vgl. Becker, 2009, S. 292.

Kaufoption (Call)		Verkaufsoption (Put)	
Kauf einer Kaufoption (Long Call)	Verkauf einer Kaufoption (Short Call)	Kauf einer Verkaufsoption (Long Put)	Verkauf einer Verkaufsposition (Short Put)
Käufer hat das Recht den Basiswert zum vereinbarten Basispreis zu kaufen	Verkäufer hat die Pflicht, den Basiswert zum vereinbarten Basispreis zu verkaufen, falls der Call ausgeübt wird	Käufer hat das Recht, den Basiswert zum vereinbarten Basispreis zu verkaufen	Verkäufer hat die Pflicht, den Basiswert zum vereinbarten Basispreis zu kaufen, falls der Put ausgeübt wird
Erwartungshaltung per Verfalltag: stark steigender Preis des Basiswertes	Erwartungshaltung per Verfalltag: stagnierender, leicht fallender oder leicht steigender Preis des Basiswertes	Erwartungshaltung per Verfalltag: stark fallender Preis des Basiswertes	Erwartungshaltung per Verfalltag: stagnierender, leicht steigender oder leicht fallender Preis des Basiswertes
Maximaler Gewinn: unbegrenzt	Maximaler Gewinn: begrenzt auf vereinnahmten Optionspreis	Maximaler Gewinn: begrenzt auf Basispreis abzüglich Options	Maximaler Gewinn: begrenzt auf vereinnahmten Optionspreis
Maximaler Verlust: begrenzt auf Optionspreis	Maximaler Verlust: unbegrenzt	Maximaler Verlust: begrenzt auf Optionspreis	Maximaler Verlust: begrenzt auf Basispreis abzüglich Optionspreis

Tabelle 4: Grundpositionen von Optionen (Quelle: Becker, 2009, S. 292)

Für die Option muss der Käufer dem Verkäufer den Optionspreis zahlen. Synonymer Begriff zum Optionspreis ist die Optionsprämie. Der Optionspreis stellt für den Käufer den maximalen Verlust und für den Verkäufer den maximalen Gewinn dar. Er setzt sich aus dem inneren Wert und dem Zeitwert zusam-

men.¹⁰² Die Differenz zwischen dem aktuellen Preis des Basiswertes und dem Basispreis der Option gibt Auskunft darüber, ob die Option einen inneren Wert hat oder nicht.

Ist der Basiswert beispielsweise eine Aktie, so gilt:¹⁰³

- Call (Kaufoption):

$$\text{Innerer Wert} = \text{Aktienkurs} - \text{Basispreis}$$

- Put (Verkaufsoption):

$$\text{Innerer Wert} = \text{Basispreis} - \text{Aktienkurs}$$

Der Zeitwert ist der zweite Bestandteil des Optionspreises. Er entspricht der Differenz zwischen Optionspreis und innerem Wert.¹⁰⁴ Weiterhin verkörpert er die Chance, dass sich der Basiswert während der verbleibenden Optionslaufzeit zugunsten des Optionskäufers entwickelt. Zudem wird der Zeitwert durch die Cost-of-Carry (vor allem Finanzierungskosten) und mögliche Dividendenzahlungen während der Laufzeit der Option bestimmt. Der Zeitwert der Option beträgt am Verfalltag

¹⁰² Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 311.

¹⁰³ Vgl. Becker, 2009, S. 295 sowie Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 311.

¹⁰⁴ Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 311.

0,- Euro. Wenn die Option am Geld ist, dann ist der Zeitwert am höchsten. Je mehr die Option aus dem Geld oder im Geld liegt, desto geringer wird der Zeitwert.¹⁰⁵

Eine Option liegt aus dem Geld, wenn der Kurs des Basiswertes über dem Basispreis der Option liegt (Put-Option). Umgekehrtes gilt für die Call-Option.¹⁰⁶

Nachfolgende Darstellung stellt diesen Sachverhalt grafisch dar:

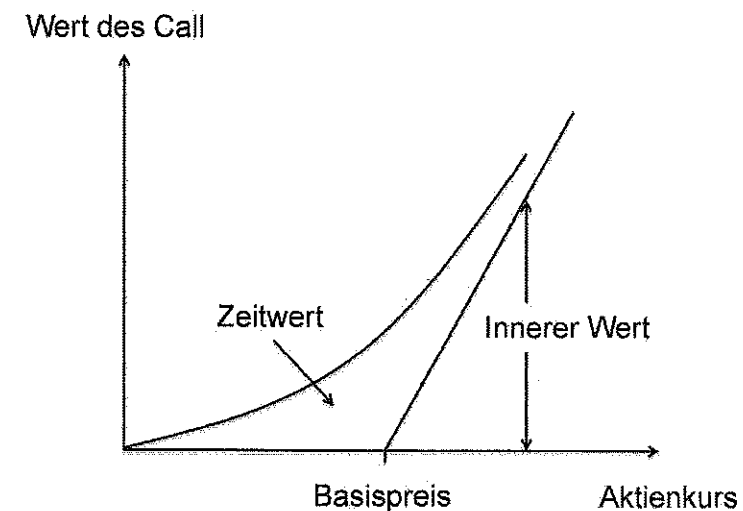


Abbildung 7: Innerer Wert und Zeitwert eines Calls (Quelle: Becker, 2009, S. 296)

¹⁰⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 296.

¹⁰⁶ Vgl. börse.ARD.de, 2011, ohne Seite.

3.2.3.1 Aktienoptionen

Aktienoptionen sind Instrumente, welche Produkte der Eurex sind. Es handelt sich somit um börsliche Optionen. Aktienoptionen haben Aktien großer Unternehmen als Basiswert. Um einen börsenmäßigen Handel gewährleisten zu können, sind die Vertragsbedingungen der Eurex-Aktienoptionen standardisiert festgelegt.¹⁰⁷

Wesentliche Kontraktsspezifikationen sind:

Basiswert	Aktien von Aktiengesellschaften
Kontraktgröße	Jeweilige Festlegung durch die Eurex-Geschäftsführung
Erfüllung	Die Lieferung und Bezahlung der Aktien
Optionslaufzeit	Fünf Wochen bis maximal fünf Jahre
Kleinste Preisveränderung	Kleinste Tickgröße 0,0005 €
Letzter Handelstag	Dritter Freitag des Verfallsmonats
Erfüllungstag	Am dritten Börsentag nach Ausübung

Tabelle 5: Kontraktsspezifikationen von Aktienoptionen (in Anlehnung an Eurex, 2011, S. 81 – 85.)

¹⁰⁷ Vgl. Becker, 2009, S. 299.

Die Kontraktgröße sagt aus, dass der Optionskäufer das Recht hat, mit einer Option z. B. 100 Aktien des betreffenden Unternehmens zum vereinbarten Basispreis zu kaufen oder zu verkaufen.¹⁰⁸ Die Erfüllung einer Aktienoption ist die Lieferung und die Bezahlung der Aktien.¹⁰⁹ Die Optionslaufzeit beträgt fünf, zwölf, 24 oder 60 Monate.¹¹⁰ Für die kleinsten Preisveränderungen sind € 0,0005, € 0,001, € 0,01, CHF 0,01, GBX 0,50, GBX 0,25 oder USD 0,01 möglich.¹¹¹ Letzter Handelstag für Aktienoptionen ist der dritte Freitag des jeweiligen Verfallsmonats.¹¹² Die Aktienoptionen müssen grundsätzlich am dritten Tag nach Ausübung dieser bezahlt werden.¹¹³

Es gibt verschiedene Optionen. Die nachfolgende Tabelle zeigt Optionen im Vergleich:

¹⁰⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 299 sowie Eck/Langert/Riechert, 2006, S.

101.

¹⁰⁹ Vgl. Eurex, 2011, S. 82.

¹¹⁰ Vgl. Eurex, 2011, S. 83.

¹¹¹ Vgl. Eurex, 2011, S. 92.

¹¹² Vgl. Eurex, 2011, S. 85.

¹¹³ Vgl. Eurex, 2011, S. 82.

Kriterium	Eurex-Aktienoption	Optionsschein von Optionsanleihen	Optionsschein
Wertpapier	Kein Wertpapier	Wertpapier	Wertpapier
Emission	Keine Emission	Anleihe mit Optionsscheinen	Nur Optionsscheine
Emittent	Kein Emittent	Betreffende AG	Banken
Optionsrecht	Kauf und Verkauf bestimmter Aktien	Kauf von Aktien des Emittenten	Kauf und Verkauf (Barausgleich) von Aktien anderer Unternehmen
Laufzeit	Maximal 5 Jahre	Mittel- und langfristige	Kurz- und mittelfristig
Handel	Eurex (Terminbörse)	Kassabörse und OTC	Kassabörse und OTC

Tabelle 6: Vergleich unterschiedlicher Optionen (Quelle: Becker, 2009, S. 301)

Eurex-Aktienoptionen unterscheiden sich hauptsächlich:¹¹⁴

- von Optionsscheinen, die Aktiengesellschaften in Verbindung mit Optionsanleihen emittieren und
- von Optionsscheinen, die Banken und Wertpapierhäuser als eigenständige Papiere emittieren.

¹¹⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 301.

So handelt es sich bei Eurex-Aktienoptionen im Vergleich zu Optionsscheinen um Wertpapiere. Für Eurex-Aktienoption existiert kein Emittent. Bei den Optionsscheinen von Optionsanleihen ist der Emittent die betreffende AG. Der Emittent bei Optionsscheinen sind Banken. Bezüglich des Optionsrechts unterscheiden sich die drei Formen folgendermaßen: Eurex-Aktienoptionen bieten das Recht zum Kauf und Verkauf bestimmter Aktien. Optionsscheine von Optionsanleihen bieten das Recht auf Kauf von Aktien der emittierenden AG. Optionsscheine befähigen den Barausgleich auf den Kauf und Verkauf von Aktien anderer Unternehmen.¹¹⁵

Die Laufzeit von Eurex-Aktienoptionen beträgt maximal fünf Jahre, die von Optionsscheinen von Optionsanleihen ist mittel- und langfristig und die von Optionsscheinen ist eher kurz- und mittelfristig. Der Handel von Eurex-Aktienoptionen findet an der Eurex (Terminbörse) statt. Für Optionsscheine von Optionsanleihen und Optionsscheinen erfolgt der Handel jeweils über die Kassabörse oder Over the Counter (OTC).¹¹⁶

¹¹⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 299.

¹¹⁶ Vgl. Becker, 2009, S. 300f.

Over the Counter ist die angelsächsische Bezeichnung für den Handel, der außerhalb des geregelten Börsenhandels stattfindet.¹¹⁷

Der Kassamarkt ist der Markt für Wertpapiere, Devisen oder andere Waren. Dort müssen valutagerechte Geschäfte abgewickelt werden. Das bedeutet, die Abschlüsse müssen innerhalb von zwei Tagen erfüllt werden. Falls die Erfüllung weiter in der Zukunft liegt, handelt es sich bereits um ein Termingeschäft.¹¹⁸

Ein Anleger begründet durch den Kauf oder Verkauf von Optionen eine neue Position (Eröffnungstransaktion). Der Käufer (Inhaber) der Option hat anschließend drei Möglichkeiten:¹¹⁹

1. Ausüben: Der Käufer kann Eurex-Aktienoptionen jederzeit ausüben (amerikanische Option), d. h. die Lieferung oder Abnahme der Aktien kann verlangt werden.¹²⁰

¹¹⁷ Vgl. Linder/Tietz, 2008, S. 221.

¹¹⁸ Vgl. Linder/Tietz, 2008, S. 159.

¹¹⁹ Vgl. Becker, 2009, S. 300.

¹²⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 300 sowie Geyer/Uttner, 2007, S. 146.

2. Glattstellen: Der Optionsinhaber stellt seine Position glatt, wenn er vor Verfall der Option einen entgegengesetzten Kontrakt abschließt und als Closing kennzeichnet.¹²¹

3. Verfallen lassen: Der Käufer lässt sein Recht verfallen, indem er seine Option aufgrund der für ihn ungünstigen Kursentwicklung weder glattgestellt noch ausgeübt hat.¹²²

Dem Verkäufer einer Option stehen dagegen nur zwei Alternativen offen. Die Option kann seinerseits während der Optionslaufzeit glatt gestellt werden oder der Stillhalter wartet, ob die Option vom Käufer ausgeübt wird oder nicht:¹²³

1. Glattstellen: Der Verkäufer einer Kaufoption stellt sich glatt, wenn er eine Kaufoption derselben Serie kauft.¹²⁴

2. Halten: Der Stillhalter hat die Chance, dass der Käufer die Option nicht ausübt, wodurch der Stillhalter seinen maximal möglichen Gewinn erzielt – nämlich in Höhe der erhaltenen Optionsprämie. Wird die Option vom Käufer allerdings ausgeübt, so ist der Stillhalter verpflichtet, im Fall einer Kaufoption

¹²¹ Vgl. Becker, 2009, S. 300 sowie Geyer/Uttner, 2007, S. 48.

¹²² Vgl. Becker, 2009, S. 300 sowie Geyer/Uttner, 2007, S. 20.

¹²³ Vgl. Becker, 2009, S. 300.

¹²⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 300.

die Aktien zu liefern bzw. im Fall einer Verkaufsoption die Aktien abzunehmen.¹²⁵

Für Eurex-Aktienoptionen müssen die Optionsverkäufer aufgrund der hohen Risiken Sicherheitsleistungen (Margins) in bar oder in Wertpapieren bei der Eurex hinterlegen.¹²⁶

Wesentliche Anwendungsmöglichkeiten von Aktienoptionen sind Spekulation, Absicherung und Verbesserung der Portfoliorendite.¹²⁷

Spekulation:

Wenn ein Anleger mit stark steigenden Kursen bestimmter Aktien rechnet, so kann er Kaufoptionen (Long Call) erwerben. Wird diese Erwartungshaltung erfüllt, so erhöht sich der Preis der Kaufoption prozentual stärker als der zugrunde liegende Aktienkurs. Das gleiche gilt umgekehrt für den Kauf von Verkaufsoptionen (Long Put) bei Aktienkurssenkungen.¹²⁸

¹²⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 300.

¹²⁶ Vgl. Becker, 2009, S. 300.

¹²⁷ Vgl. Becker, 2009, S. 301.

¹²⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 301.

Absicherung:

Aktienoptionen können weiterhin zur Absicherung von Marktpreisrisiken eingesetzt werden. So kann ein Investor sein bestehendes Portfolio von ABC-Aktien durch den Kauf von Verkaufsoptionen (Long Put) absichern. Der Investor hat durch die Verkaufsoption das Recht, seine Aktien zum vereinbarten Basispreis zu verkaufen oder er verkauft die Long-Put-Position zu einem gestiegenen Preis.¹²⁹

Verbesserung der Portfoliorendite:

Über den Verkauf einer Kaufoption (Short Call) ist es möglich, die Rendite eines Portfolios, das aus ABC-Aktien besteht, zu erhöhen. Fällt der Aktienkurs, wird der Käufer des Call die Option nicht ausüben, sodass der Verkäufer des Call den Optionspreis als Zusatzgewinn vereinnahmen kann.¹³⁰

¹²⁹ Vgl. Becker, 2009, S. 301f.

¹³⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 302.

Im Oktober 2005 gab Porsche bekannt, weitere 8,29 % an VW-Stammaktien gekauft zu haben und sich weitere 3,4 % über Optionen an den VW-Stammaktien gesichert zu haben.¹³¹

Porsche veröffentlichte im Geschäftsbericht 2005/2006, die Optionen für Kursabsicherungsgeschäfte ihrer VW-Stammaktien und zur kurzfristigen Liquiditätsbeschaffung verwendet zu haben und damit im zugehörigen Geschäftsjahr einen dreistelligen Millionen Euro-Betrag verdient zu haben.¹³²

Weiterhin hat Porsche im Juni 2006 entschieden weitere 3,9 % an Porsche zu kaufen, um auf insgesamt 25,1 % der VW-Stammaktien zu kommen. Nachdem das Bundeskartellamt Anfang Juli 2006 dem Antrag des Unternehmens auf die Zulassung der Aufstockung billigte, hat Porsche erneut Kurssicherungsgeschäfte abgeschlossen, die den Kauf der VW-Stammaktien zu einem gesicherten Preis ermöglichten. Der Kaufpreis für das Paket dürfte sich auf rund 500 Mill. Euro belaufen haben, so dass der Gesamtaufwand von Porsche für

¹³¹ Vgl. O. V., 2005b, S. 1.

¹³² Vgl. Porsche SE, 2007, S. 27 und S. 29.

den Einstieg bei VW bis zum damaligen Zeitpunkt rund 3,5 Mrd. Euro betragen haben dürfte.¹³³

Im März 2007 übt Porsche eine Option auf weitere 3,7 % der VW-Stammaktien aus und erhöht damit die Beteiligung an VW auf 31 %.¹³⁴

Im Geschäftsjahr 2006/2007 erhöhten sich die Erträge aus Kurssicherungsgeschäften, die von Porsche im Hinblick auf weitere Zukäufe von Volkswagen-Aktien sowie mit Blick auf das Pflichtangebot an die Volkswagen-Aktionäre abgeschlossen wurden, auf einen Betrag von 3,593 Milliarden Euro¹³⁵. Für das Geschäftsjahr 2007/2008 beliefen sich diese Erträge aus Kurssicherungsgeschäften für VW-Stammaktien auf 6,834 Milliarden Euro.¹³⁶ Allerdings gibt Porsche für beide Fälle nicht an, um welche Art von Kurssicherungsgeschäften es sich im Detail handelte. Im Konzernbericht 2009/2010 wird lediglich angegeben, dass Optionen mit Barausgleich veräußert wurden.¹³⁷

¹³³ Vgl. O. V., 2006b, S. 9.

¹³⁴ Vgl. O. V., 2007b, S. 11.

¹³⁵ Vgl. Porsche SE, 2008, S. 19.

¹³⁶ Vgl. Porsche SE, 2009, S. 17.

¹³⁷ Vgl. Porsche SE, 2010b, S. 40.

Ebenso wird die genaue Verwendung dieses Gewinnes aus den Kurssicherungsgeschäften nicht angegeben. Es kann nur gemutmaßt werden, dass dieses Geld weiter in Investitionen für VW-Aktien und VW-Optionen genutzt worden ist.

Bekannt ist, dass im Geschäftsjahr 2007/2008 eine Sonderdividende in Höhe von 2,- Euro je Stamm- und Vorzugsaktie gezahlt wurde, so dass insgesamt 472 Millionen Euro an Dividende für dieses Geschäftsjahr ausbezahlt wurden.¹³⁸

Generell war die Transparenz seitens Porsches während der geplanten Übernahmephase sehr gering gewesen. So hatte das Unternehmen zur damaligen Zeit einen Rechtsstreit mit der Deutschen Börse bezüglich der Veröffentlichung von Quartalsberichten.¹³⁹

3.2.3.2 Optionen mit Barausgleich

Eine Form von Optionen sind Optionen mit Barausgleich (Cash Settled Optionen). So gibt es grundsätzlich die Möglich-

¹³⁸ Vgl. Porsche SE, 2009, S. 39.

¹³⁹ Vgl. Manager Magazin, 2008, ohne Seite.

keit bei der Ausübung des Kauf- oder Verkaufsrechts einer Option tatsächlich das Basisinstrument, zum Beispiel die Aktie zu kaufen oder zu verkaufen. Die zweite Möglichkeit ist der sogenannte Barausgleich (Cash Settlement). Hierbei erhält der Käufer die Kursdifferenz zwischen dem Basispreis der Option und dem Kurs des Basisinstruments. Dieser wird am Ausübungstag in bar ausgezahlt.¹⁴⁰

Porsche kaufte für VW-Aktien als Basisinstrument ebenfalls Optionen mit Barausgleich. Unter anderem sogenannte Spread-Optionen. Spread-Optionen sind in der Grunddefinition Optionen, deren Auszahlung von der Differenz zweier Marktvariablen abhängt.¹⁴¹

Es gibt drei unterschiedliche Spread-Strategien: Die Diagonal-Spread-Strategie, die Horizontal-Spread-Strategie und die Vertical-Spread-Strategie. Bei einer Diagonal-Spread-Strategie kauft oder verkauft der Investor Optionen identischen Typs, bei denen der Basispreis und Verfallsmonat jeweils voneinander verschieden sind.¹⁴²

¹⁴⁰ Vgl. Linder/Tietz, 2008, S. 31.

¹⁴¹ Vgl. Hull, 2009, S. 950.

¹⁴² Vgl. Götte, 2001, S. 222.

Dagegen handelt es sich bei der Horizontal-Spread-Strategie um eine Kombinationsstrategie, die im Kauf und Verkauf von Optionen der gleichen Optionsklasse mit gleichen Basispreisen, aber mit unterschiedlichen Fälligkeitsterminen besteht.¹⁴³

Die Vertical-Spread-Strategie ist der gleichzeitige Kauf und Verkauf von Optionen der gleichen Optionsklasse mit unterschiedlichen Basispreisen, aber mit dem gleichen Verfallsmonat.¹⁴⁴

Bei einem Bull-Call-Spread kauft der Investor eine Call-Option mit tieferem und verkauft eine Call-Option mit einem höheren Basispreis. So wird sichergestellt, dass bei steigenden Kursen des Basiswertes der Verlust bei der verkauften Option in etwa durch den Gewinn der gekauften Option ausgeglichen wird. Natürlich wird durch diese Strategie der Gewinn bei fallenden Kursen des Basiswertes geschmälert. Der Vorteil dieser Strategie gegenüber anderen Short-Strategien ist, dass der Verlust begrenzt ist.¹⁴⁵

Die folgenden beiden Abbildungen stellen dies grafisch dar.

¹⁴³ Vgl. Götte, 2001, S. 222.

¹⁴⁴ Vgl. Götte, 2001, S. 222.

¹⁴⁵ Vgl. Götte, 2001, S. 222; sowie Hull, 2009, S. 280f.

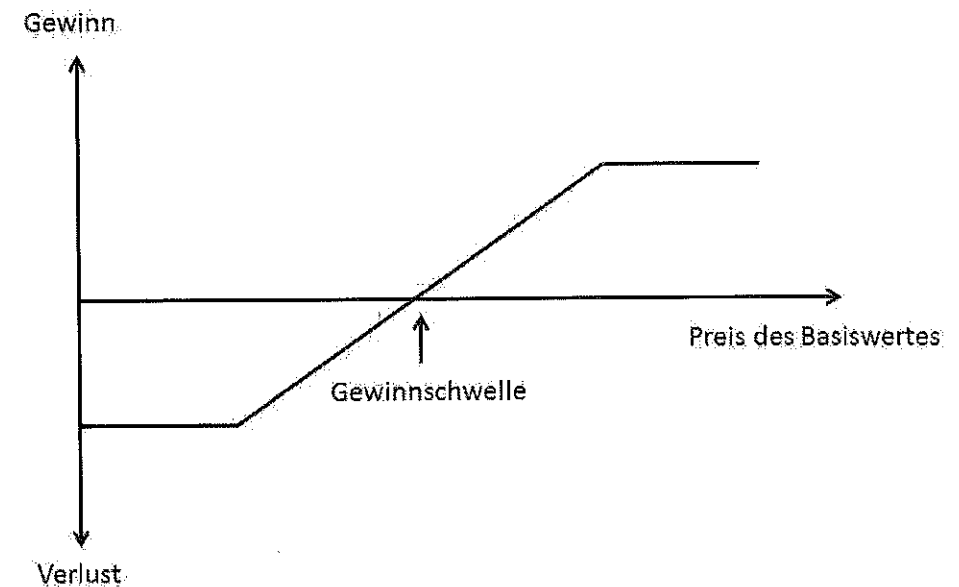


Abbildung 8: Bull-Call-Spread Risikoprofil (Quelle: Götte, 2001, S. 222)

Die Abbildung zeigt ebenso, dass der Gewinn durch den oberen Basispreis begrenzt ist. Die Gewinnschwelle wird beim Ansteigen des Basiswertes erreicht.

Die gleiche Strategie ist auch bei Put-Optionen anwendbar. Dort wird sie Bear-Put-Spread genannt. Der Investor kauft dabei eine Put-Option mit einem Basispreis, der dem aktuellen Niveau des Basiswertes entspricht und verkauft eine Option,

die aus dem Geld liegt.¹⁴⁶ Eine Put-Option ist aus dem Geld, wenn der Kurs des Basiswertes über dem Basispreis der Put-Option liegt.¹⁴⁷

Solche über Investmentbanken gekaufte Cash Settled Call Spread Optionen haben es Porsche ermöglicht, eine vorher festgelegte maximale Barzahlung im Falle einer Erhöhung des VW-Aktienkurses während der Optionslaufzeit, zu erhalten. Die Höhe der Barzahlung hing dabei vom Anstieg des VW-Aktienkurses im Vergleich zum Basispreis der Option ab. Allerdings wurde die Höhe der Barzahlung durch eine Obergrenze (Cap) begrenzt, was die folgende Abbildung zeigt.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Vgl. Götte, 2001, S. 222f; sowie Hull, 2009, S. 282f.

¹⁴⁷ Vgl. Kapitel 3.2.3.

¹⁴⁸ Vgl. Stowell, 2010, S. 517

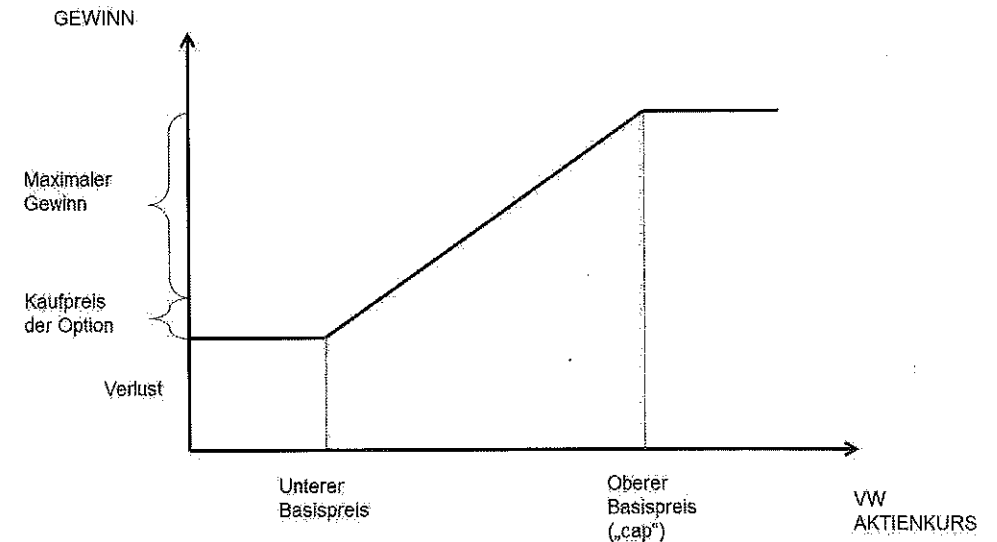


Abbildung 9: VW-Optionen mit Barausgleich (Quelle: übersetzt von Stowell, 2010, S. 518)

Desto höher der Cap, desto höher ist der Optionspreis. Das gleiche galt für den Verlust, der nach unten durch den unteren Basispreis (Lower Strike Price) abgesichert wurde.¹⁴⁹

Diese sogenannten Cash Settled Call Spread Optionen wurden, wie oben bereits aufgeführt, an Porsche durch Investmentbanken verkauft:

¹⁴⁹ Vgl. Stowell, 2010, S. 517.

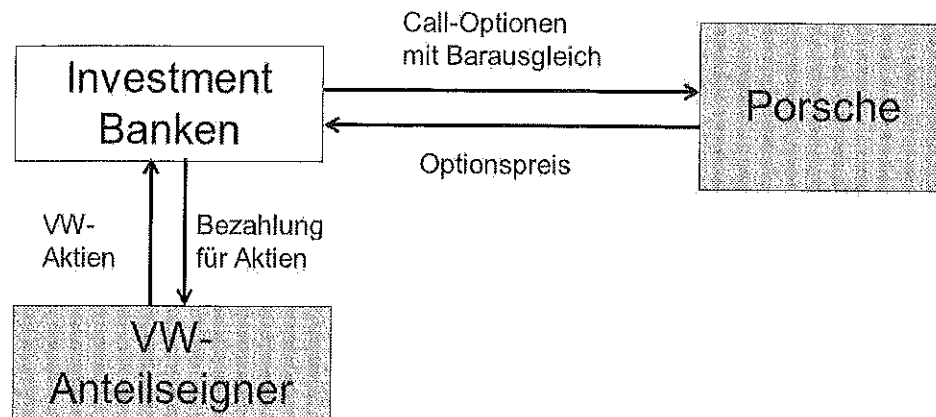


Abbildung 10: Cash-Settled Options: Porsche und Investmentbanken
(Quelle: übersetzt von Stowell, 2010, S. 518)

Die Banken haben im Gegenzug, um den Barausgleich abzusichern (hedgen), in Abhängigkeit vom VW-Aktienkurs eine bestimmte Anzahl von VW-Stammaktien gekauft. Porsche kaufte Optionen mit Barausgleich erstmals im Jahr 2005, als der VW-Aktienkurs weniger als 100 € war. Dadurch konnte Porsche später, als der VW-Aktienkurs anstieg, die Optionen zu Geld machen. Das damit verdiente Geld konnte wiederum in VW-Stammaktien investiert werden. Als Alternative zum Barausgleich konnten die Banken Porsche VW-Aktien im glei-

chen Wert des Barausgleichs anbieten. Allerdings war dies nicht zwingend erforderlich.¹⁵⁰

Zum damaligen Zeitpunkt war es vom deutschen Gesetz her nicht vorgeschrieben, den Besitz solcher Optionen mit Barausgleich anzuzeigen. So war es für Porsche im Verborgenen möglich, einen großen Anteil an VW aufzubauen.¹⁵¹

Damit die Banken ihre nun gekauften VW-Anteile gegen fallende Kurse absichern konnten, haben diese wiederum VW-Put-Optionen von Porsche gekauft.¹⁵² Dadurch konnte Porsche Geld mit den gekauften Call-Optionen und den verkauften Put-Optionen verdienen. Allerdings nur so lange, wie der VW-Aktienkurs anstieg.¹⁵³

Nachfolgende Grafik stellt dieses Szenario gesamtübergreifend dar:

¹⁵⁰ Vgl. Stowell, 2010, S. 518.

¹⁵¹ Vgl. Stowell, 2010, S. 518.

¹⁵² Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

¹⁵³ Vgl. O. V., 2009a, S. 100.

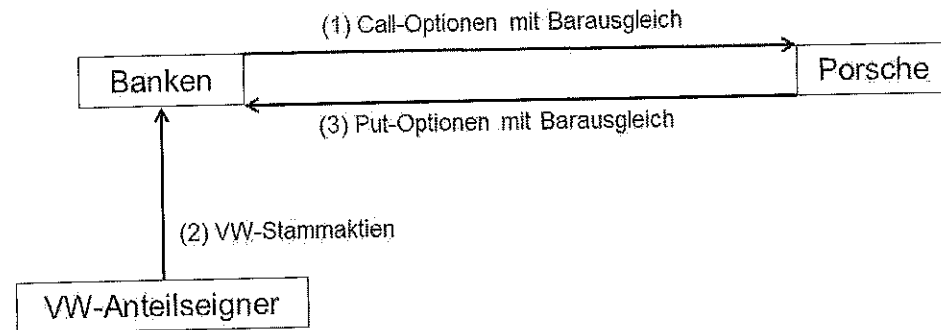


Abbildung 11: Optionsgeschäfte von Porsche

Wie beschrieben, kaufte Porsche im ersten Schritt Call-Optionen mit Barausgleich von den Banken (1). Diese wiederum sicherten sich durch den Kauf von VW-Stammaktien ab (2). Da der VW-Kurs nun stieg, sicherten sich die Banken erneut gegen fallende VW-Aktienkurse mit von Porsche gekauften Put-Optionen ab (3).¹⁵⁴

Mit bedingt durch die Weltwirtschaftskrise hatte Porsche im Geschäftsjahr 2008/2009 ein Ergebnis nach Steuern von minus 3.563 Mio €. ¹⁵⁵ Zudem ist der VW-Aktienkurs gefallen, wodurch die Einnahmen aus den VW-Optionsgeschäften gefallen sind oder gar Verluste mit sich brachten. Die Strategie von Porsche, mit Optionen die Finanzierung von VW zu täti-

¹⁵⁴ Vgl. O. V., 2009a, S. 100.

¹⁵⁵ Vgl. Kapitel 2.2.1.

gen, ist damit nicht aufgegangen. Dies und die Tatsache, dass Porsche ihre VW-Anteile auf 75 % erhöhen wollte,¹⁵⁶ verstärkten den Einsatz von Krediten durch Porsche.¹⁵⁷

3.2.4 Kreditfinanzierung

Die Kreditfinanzierung ist eine Außen- und Fremdfinanzierung. Das heißt, dass externe Kapitalgeber dem Unternehmen Mittel zuführen. So wird bei der Kreditfinanzierung Fremdkapital von außen zugeführt. Das Unternehmen ist Schuldner und der Kapitalgeber Gläubiger.¹⁵⁸

Grundsätzlich gelten folgende Charakteristika der Kreditfinanzierung:¹⁵⁹

- Den Kreditgebern stehen keine unternehmerischen Verwaltungsrechte wie beispielsweise Stimmrechte zu.

¹⁵⁶ Vgl. Kapitel 3.1.

¹⁵⁷ Vgl. O. V., 2009a, S. 100.

¹⁵⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 117.

¹⁵⁹ Vgl. Becker, 2009, S. 171 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 383.

- Die Kreditgeber haften nicht für Verluste und andere Verbindlichkeiten des Schuldners.
- Die Kreditgeber haben Anspruch auf die vereinbarte Zinszahlung, aber nicht auf eine Gewinnbeteiligung.
- Die Kreditlaufzeit ist befristet und bis zum Ende der Laufzeit muss der Nominalbetrag getilgt werden.

Die unterschiedlichen Formen der Kreditfinanzierung lassen sich nach mehreren Kriterien klassifizieren:

Kriterium	Ausprägungen
Kapitalgeber	Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen, Kunden und Lieferanten, sonstige Unternehmen, Gesellschafter, sonstige Privatpersonen, Kapitalmarkt und öffentliche Hand
Leistungsinhalt	Geldleihe (Zuführung von Zahlungsmitteln), Kreditleihe (Übernahme von Haftungen) und Sachkredit (Bereitstellung von Gütern, Rechten und Dienstleistungen)
Verbriefung	Unverbindliche Finanzierung und Schuldverschreibungen
Verzinsung	Feste, variable und erfolgsabhängige Verzinsung
Sicherung	Blanko (ohne Sicherheiten), Personensicherheiten und Sachsicherheiten
Tilgung	Endfällige Tilgung (in einer Summe am Laufzeitende), Ratentilgung, variable Til-

	gung und Sondertilgung
Laufzeit	Kurzfristig (unter 1 Jahr), mittelfristig (von 1 Jahr bis unter 4 Jahren), langfristig (4 Jahre und länger) und unbefristet

Tabelle 7: Kriterien zur Klassifizierung der Kreditfinanzierung (Quelle: Becker, 2009, S. 172)

So stehen als Kapitalgeber Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen, Kunden und Lieferanten, Unternehmen, Gesellschafter, Privatpersonen, der Kapitalmarkt sowie die öffentliche Hand zur Verfügung. Die Leistung beinhaltet die Geldleihe, die Kreditleihe und den Sachkredit. Verbrieft werden unverbindliche Finanzierungen und Schuldverschreibungen. Verzinst kann fest, variabel oder erfolgsabhängig werden. Sicherheiten erfolgen durch Personen- und Sachsicherheiten. Bei einem Blankokredit handelt es sich um einen Kredit ohne Sicherheiten. Eine Tilgung kann am Laufzeitende zu einer Summe, in Raten oder variabel erfolgen. Sondertilgungen können vereinbart werden. Bei den Laufzeiten wird zwischen kurzfristigen (unter einem Jahr), mittelfristigen (ein bis vier Jahre), langfristigen oder unbefristeten Krediten unterschieden.¹⁶⁰

¹⁶⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 172.

3.2.4.1 Voraussetzungen, Rating und Sicherheiten von Krediten

a) Voraussetzungen

Die Vergabe von Krediten setzt voraus, dass der Kapitalgeber sorgfältig die Kreditfähigkeit und Kreditwürdigkeit des Kapitalnehmers prüft, sowie eine laufende Kreditüberwachung (Monitoring) vornimmt.¹⁶¹

▪ Kreditfähigkeitsprüfung:

Bezüglich der Kreditfähigkeit ist zwischen natürlichen Personen einerseits und juristischen Personen und Personenhandelsgesellschaften andererseits zu differenzieren.¹⁶² Porsche zählt als AG bzw. SE zu den juristischen Personen des privaten Rechts.

Juristische Personen können eigenständig Rechte erwerben, Verpflichtungen eingehen und über ihr Vermögen verfügen. In

¹⁶¹ Vgl. Becker, 2009, S. 172f sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 384f und Busse, 2003, S. 271.

¹⁶² Vgl. Becker, 2009, S. 173 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 384f.

Bezug auf juristische Personen ist die Kreditfähigkeit insoweit von Bedeutung, als dass der Kapitalgeber zu prüfen hat, wie die Vertretungsbefugnisse geregelt sind.¹⁶³

▪ Kreditwürdigkeitsprüfung und Kreditüberwachung:

Das Ziel der Kreditwürdigkeitsprüfung und -überwachung ist es, das Ausfallrisiko des Kapitalgebers zu reduzieren. Das Kreditausfallrisiko besteht darin, dass der Kapitalnehmer Zinsen und Tilgungen nicht mehr zahlen kann.¹⁶⁴

Als Kreditwürdigkeit (Bonität) bezeichnet man die Fähigkeit und Bereitschaft des Schuldners, vertragsgemäße Leistungen zu erbringen. Vor allem die Kreditwürdigkeitsprüfung von Unternehmen stellt eine komplexe Aufgabe dar, weil nicht nur materielle sondern auch personelle Faktoren von Bedeutung sind. Materielle Faktoren sind in erster Linie Jahresabschlussanalysen, bisheriges Zahlungsverhalten, Marktstellung, Unternehmenspläne und Werthaltigkeit der Sicherheiten. Personelle

¹⁶³ Vgl. Becker, 2009, S. 173 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 384f.

¹⁶⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 173.

Faktoren sind zum Beispiel Zuverlässigkeit, Fachkenntnisse und Erfahrung des Managements.¹⁶⁵

Die laufende Kreditüberwachung (Monitoring) ist aufgrund der sich ständig verändernden internen und externen Bedingungen erforderlich. Denn das Ausfallrisiko ist nicht nur vor Vertragsbeginn, sondern während der gesamten Laufzeit des Engagements zu prüfen, um bei Bedarf möglichst schnell nötige Gegensteuerungsmaßnahmen einleiten zu können.¹⁶⁶

b) Rating

Der Begriff „Rating“ ist mit Beurteilung oder Bewertung gleichzusetzen. Rating kommt in vielen Bereichen zum Einsatz, so beispielsweise zur Beurteilung von Immobilien, Versicherungen und Investmentfonds.¹⁶⁷

Im Kreditbereich bedeutet Rating die Beurteilung der Kreditwürdigkeit. Rating ist das durch spezifische Symbole ausgedrückte Ergebnis einer Bonitätsanalyse. Im Gegensatz zur

¹⁶⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 174 sowie Busse, 2003, S. 271.

¹⁶⁶ Vgl. Becker, 2009, S. 174.

¹⁶⁷ Vgl. Becker, 2009, S. 174.

traditionellen Kreditwürdigkeitsanalyse besteht das Ergebnis nicht aus einer Ja- oder Nein-Empfehlung, sondern in einer Ordinalskala mit mehreren Ausprägungen (vgl. Schulnotensystem). Die einzelnen Werte machen eine Aussage darüber, inwieweit der Schuldner voraussichtlich seine Verpflichtungen ordnungsgemäß erfüllen kann und dadurch indirekt welcher Risikoaufschlag mit dem Kreditzins zu verlangen ist.¹⁶⁸

Je nachdem welche Institutionen die Bonitätseinstufung durchführen, liegt ein Rating von einer spezialisierten Agentur oder einer Bank vor.¹⁶⁹

▪ Ratingagenturen

Ratingagenturen sind Unternehmen, die Schuldverschreibungen, Kredite und Schuldner bezüglich ihres Risikos bewerten und das in einer Skala zusammengefasste Ergebnis veröffentlichen. Weltweit führende Ratingagenturen sind Moody's Investors Service, Standard & Poor's und Fitch Ratings.¹⁷⁰

¹⁶⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 174 sowie Busse, 2003, S. 268.

¹⁶⁹ Vgl. Becker, 2009, S. 174 sowie Busse, 2003, S. 270.

¹⁷⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 174 sowie Busse, 2003, S. 269.

Nachfolgende Tabelle zeigt die Long-Term-Ratingklassen von Moody's.

Aaa	Höchste Qualität mit geringstem Risiko
Aa	Höchste Qualität mit sehr geringem Risiko
A	Höhere Durchschnitts-Qualität mit geringem Risiko
Baa	Durchschnittliche Qualität mit moderatem Risiko
Ba	Leicht spekulativ mit beachtlichem Risiko
B	Spekulativ mit hohem Risiko
Caa	Schlechte Qualität mit sehr hohem Risiko
Ca	Hoch spekulativ, bereits zahlungsunfähig oder Nahe an der Zahlungsunfähigkeit mit wenig Aussicht auf Zahlung des Grundkapitals oder der Zinsen
C	Niedrigste Ratingklasse, typisch zahlungsunfähig, mit geringer Aussicht auf Zahlung des Grundkapitals oder der Zinsen

Tabelle 8: Moody's Long-Term-Ratingklassen (Quelle: übersetzt von Moody's, 2011, S. 4)

So weisen Schuldner mit der Klasse Aaa nach Moody's die höchste Qualität mit geringstem Risiko auf. Mit einem B-Rating nach Moody's handelt es sich bereits um durchschnittliche Qualität mit beachtlichem Risiko. Die Klasse C kennzeichnet Schuldner mit sehr hohem Risiko, die durchaus bereits zah-

lungsunfähig sein können und eine geringe Aussicht auf Zahlung des Kapitals oder der Zinsen besteht.¹⁷¹

Porsche konnte sich aufgrund der guten Geschäftsergebnisse zu Beginn der Übernahmephase erlauben, auf eine Bewertung von Ratingagenturen zu verzichten. Als im Geschäftsjahr 2008/2009 Verluste gemacht wurden, wollte sich Porsche im Mai 2009 von Ratingagenturen bewerten lassen. Veröffentlichungen zu den Ergebnissen hierzu sind nicht bekannt.¹⁷²

▪ Bankeninternes Rating:

Ein bankeninternes Rating bedeutet, dass die Kreditinstitute selbst die Kreditbewertung durchführen. Wenn Banken und Sparkassen Kredite vergeben, müssen sie diese gemäß Kreditwesengesetz (KWG) mit Eigenkapital unterlegen. Weil das Eigenkapital in Höhe der von den Kapitalgebern geforderten Rendite verzinst werden muss, ist die Bereitstellung von Eigenkapital für die Banken mit Kosten verbunden.¹⁷³

¹⁷¹ Vgl. Moody's, 2011, S. 4.

¹⁷² Vgl. O. V., 2009k, S. 9.

¹⁷³ Vgl. Becker, 2009, S. 176 sowie Busse, 2003, S. 270.

c) Kreditsicherheiten

Ein Kredit ohne Sicherheiten ist ein Blankokredit. Kreditsicherheiten dienen dem Kapitalgeber zur Befriedigung seiner Ansprüche, falls der Schuldner seinen Verpflichtungen nicht nachkommen sollte.¹⁷⁴

▪ Personensicherheiten:

Personensicherheiten beruhen auf schuldrechtlichen Ansprüchen gegenüber Dritten. Das bedeutet, dass außer dem Schuldner ein Dritter Sicherungsgeber persönlich für die Erfüllung der Kreditverpflichtungen haftet. Zu den Personensicherheiten zählen Bürgschaft, Garantie und sonstige Personensicherheiten.¹⁷⁵

¹⁷⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 177.

¹⁷⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 177 sowie Busse, 2003, S. 309.

▪ Sachsicherheiten:

Bei Sachsicherheiten liegen sachenrechtliche Ansprüche des Sicherungsnehmers vor.¹⁷⁶ So kommen als Sicherungsmittel bewegliche Güter, Grundstücke, Forderungen und andere Rechte in Betracht.¹⁷⁷

Sachsicherheiten räumen dem Sicherungsnehmer absolute, gegen jedermann wirkende Rechte ein. Ein solcher Aspekt ist vor allem bei Insolvenz des Schuldners relevant, weil die anderen Gläubiger kein Zugriffsrecht auf die betreffenden Sicherungsmittel haben.¹⁷⁸

3.2.4.2 Mittel- und langfristige Bankkredite

Mittel- und langfristige Kredite lassen sich in verbrieft und unverbrieft unterscheiden. Verbrieft sind Schuldverschreibungen. Bankkredite sind unverbrieft. Darüber hinaus existieren Sonderformen mittel- und lang-

¹⁷⁶ Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 207.

¹⁷⁷ Vgl. Becker, 2009, S. 180.

¹⁷⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 180.

fristiger Kredite wie Schuldscheindarlehen, Projektfinanzierung und Leasing.¹⁷⁹

Im mittel- und langfristigen Kreditbereich treten die Banken zum einen unmittelbar als Kreditgeber auf.¹⁸⁰ Hierbei gewähren sie den Unternehmen Investitionsdarlehen.¹⁸¹ Zum anderen übernehmen die Banken bezugnehmend auf öffentliche Kreditprogramme eine Vermittler- und Weiterleitungsfunktion.¹⁸²

a) Investitionsdarlehen

Beansprucht ein Unternehmen einen Investitionskredit, so dienen die Mittel daraus hauptsächlich der Finanzierung des betrieblichen Anlagevermögens. Die Kreditlaufzeiten liegen schwerpunktmäßig zwischen fünf und 15 Jahren und entsprechen oft der geplanten Nutzungsdauer des finanzierten Objekts. Sicherheiten bilden vor allem Grundpfandrechte.¹⁸³

¹⁷⁹ Vgl. Becker, 2009, S. 193.

¹⁸⁰ Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 226.

¹⁸¹ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 384.

¹⁸² Vgl. Becker, 2009, S. 194.

¹⁸³ Vgl. Becker, 2009, S. 194.

Der Kreditsinssatz kann ein Festzins oder variabler Zins sein. Beim Festzins wird der Nominalzinssatz für einen bestimmten Zeitraum oder die gesamte Laufzeit fixiert. Merkmal des variablen Zinses ist, dass die Zinshöhe schwanken kann, weil die Bank den Kreditzins an die jeweiligen Marktzinsen anpassen kann.¹⁸⁴

Bezüglich der Tilgung sind mehrere Möglichkeiten gegeben wie beispielsweise:¹⁸⁵

- Tilgung mit jährlich gleichen Raten (Annuitätendarlehen)¹⁸⁶: Der jährliche Kapitaldienst für Zinsen und Tilgungen ist während der Kreditlaufzeit konstant. Im Zeitablauf nimmt der Tilgungsanteil zu, während sich der Zinsanteil entsprechend verringert.
- Tilgung mit jährlich fallenden Raten: Die jährliche Zahlungsleistung verkleinert sich im Zeitablauf im Maße des reduzierten Zinsanteils.
- Tilgung mit tilgungsfreier Zeit: Die Tilgung des Kredits setzt erst nach einer bestimmten Zeit ein.

¹⁸⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 194.

¹⁸⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 194.

¹⁸⁶ Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 229.

- Sondertilgungen: Der Kreditnehmer kann seine Verbindlichkeit – neben seinen regelmäßigen Raten – durch weitere Tilgungen zurückführen.
- Endfällige Tilgung (Festdarlehen): Der Kredit wird in einer Summe am Laufzeitende abbezahlt. Während der Laufzeit werden ausschließlich die Zinsen gezahlt.

Die Effektivzinszahlung ist primär vom Nominalzinssatz, dem Disagio (Differenz zwischen Rückzahlungs- und Auszahlungsbetrag, einschließlich Bearbeitungsgebühren), der Laufzeit, den Zahlungsterminen und den Tilgungsmodalitäten abhängig.¹⁸⁷

Porsche hat sich für die geplante VW-Übernahme im Mai 2007 für das VW-Pflichtangebot (30 %-Schwelle) von mehreren Banken eine Kreditlinie von 35 Mrd. Euro einräumen lassen.¹⁸⁸ Zum Bankenkonsortium gehörten die ABN Amro, Barclays, Merrill Lynch, MLA und die Commerzbank.¹⁸⁹

Da die VW-Aktionäre kaum auf das Pflichtangebot von Porsche eingegangen sind (0,06 %), was von Porsche so beab-

¹⁸⁷ Vgl. Becker, 2009, S. 194.

¹⁸⁸ Vgl. O. V., 2008d, S. 9.

¹⁸⁹ Vgl. Manager Magazin, 2009, ohne Seite.

sichtigt war, wurde die Kreditlinie auf zehn Milliarden Euro reduziert. Diese zehn Milliarden Euro hatte Porsche dann im Februar 2008 bis März 2009 in Anspruch genommen. Die zehn Milliarden Euro wurden von Porsche auf der Bank zu höheren Zinsen angelegt. Porsche musste für diesen Kredit 20 Basispunkte über dem Geldmarktzins Euribor (Euro Interbank Offered Rate) zahlen.¹⁹⁰

Der Euribor ist der durchschnittliche Zinssatz, zu dem große Banken anderen großen Banken kurzfristige Kredite anbieten.¹⁹¹

Porsche gibt an, im Geschäftsjahr 2007/2008 knapp zehn Mrd. Euro Aufwendungen für Aktienoptionen getätigt zu haben, so ist sehr wahrscheinlich, dass dieses Kreditgeld mit zum Kauf von VW-Aktienoptionen verwendet wurde.¹⁹² Die Verschuldungssituation von Porsche verschlechterte sich aufgrund der VW-Anteil-Aufstockung somit vom Geschäftsjahresende 2007/2008 von 3,1 Mrd. Euro auf 9 Mrd. Euro Ende Januar 2009.¹⁹³

¹⁹⁰ Vgl. Manager Magazin, 2009, ohne Seite.

¹⁹¹ Vgl. Becker, 2009, S. 198.

¹⁹² Vgl. Porsche SE, 2009, S. 147.

¹⁹³ Vgl. O. V., 2009p, S. 9.

Als im März 2009 dieser Kredit auslief, hat sich Porsche bemüht, 12,5 Mrd. Euro als neuen Kredit zu bekommen, was auf eine endfällige Tilgung des ersten Kredites hindeutet. Der neue Kredit sollte zum einen dazu dienen, den bisher genutzten Kredit über zehn Mrd. Euro abzulösen und zum anderen um die angespannte Finanzlage im Unternehmen abzusichern.¹⁹⁴

Anfangs gelang es Porsche lediglich, einen neuen zehn Mrd. Euro-Kredit zu bekommen. Dieser wurde aus einem Konsortium von 15 Banken eingeräumt.¹⁹⁵ Zu diesen Banken zählten Barclays, die Commerzbank, die LBBW, die Deutsche Bank, die UBS, Credit Suisse, Santander, die BayernLB, BNP Paribas, Calyon, Unkredit/HVB, die Helaba, Intesa, die WestLB und die DZ Bank. Vereinbart wurden zwei Tranchen mit einer Laufzeit von je zwölf Monaten, wobei 6,7 Mrd. Euro um ein weiteres Jahr verlängert werden konnten. Der Kreditzins soll zwischen Aufschlägen von 200 und 275 Basispunkten auf den Euribor gelegen haben.¹⁹⁶

¹⁹⁴ Vgl. O. V., 2009k, S. 9.

¹⁹⁵ Vgl. O. V., 2009k, S. 9.

¹⁹⁶ Vgl. O. V., 2009k, S. 9.

Ende Mai 2009 bekam Porsche zudem von der Bank of Tokyo die Zusage für einen Kredit in Höhe von 750 Millionen Euro. Weitere Bedingungen hierzu sind nicht bekannt. Die auf die 12,5 Mrd. Euro fehlenden 1,75 Mrd. Euro hatte Porsche dann bei der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) beantragt.¹⁹⁷

b) Öffentliche Kreditprogramme

Öffentliche Kreditprogramme werden von Bund, Ländern und anderen Institutionen aufgelegt. Hilfen bestehen hauptsächlich in kostengünstigen Darlehen, Bürgschaften und Garantien. Im Fall von Darlehen gewähren die Hauptleihinstitute (z. B. auf Bundesebene die KfW Bankengruppe) die Kredite oft nicht unmittelbar den Unternehmen, sondern mittelbar durch Zwischenschaltung der jeweiligen Hausbanken, die teilweise gleichzeitig mithaften. Öffentliche Kreditmittel werden vor allem für folgende Zwecke zur Verfügung gestellt: Investitionen, Umweltschutz, Innovationen, Existenzgründungen und Exportförderung.¹⁹⁸

¹⁹⁷ Vgl. Die Zeit, 2009, ohne Seite.

¹⁹⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 195.

Wichtige Förderinstitute sind:

- KfW Bankengruppe: Kreditprogramme für die mittelständische Wirtschaft, sowie Export- und Projektfinanzierung¹⁹⁹
- AKA Bank: Finanzierung von Exporten²⁰⁰
- Bürgschaftsbanken: Garantien und Bürgschaften für Kredite, die Unternehmen aufgenommen haben²⁰¹

Förderprogramme refinanzieren sich aus mehreren Quellen, wobei den European Recovery Program (ERP) - Mitteln besondere Bedeutung zukommt. Die Mittel dienen zur Förderung der deutschen Wirtschaft. ERP-Kredite werden für Vorhaben genehmigt, die von volkswirtschaftlicher Relevanz sind, die Wettbewerbs- und Leistungsfähigkeit der geförderten Unternehmen steigern und einen nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg erwarten lassen.²⁰²

Mit Beginn der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 hat sich die Finanzierungssituation der Unternehmen ver-

¹⁹⁹ Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 244f.

²⁰⁰ Vgl. Bilstein/Ernst/Häcker/Wöhe, 2009, S. 244f.

²⁰¹ Vgl. Becker, 2009, S. 195.

²⁰² Vgl. Becker, 2009, S. 195.

schlechtert. Dem entgegenwirkend wurde von der KfW ein Sonderprogramm aufgesetzt.²⁰³

Porsche beantragte, wie oben erwähnt, bei der KfW einen Kredit in Höhe von 1,75 Mrd. Euro. Die KfW präsentierte diesen Antrag dem Lenkungsausschuss des Wirtschaftsfonds,²⁰⁴ der den Kreditantrag im Juni 2009 abgelehnt hat. Gründe für die Ablehnung wurden nicht bekannt gegeben. Es wurde lediglich darauf verwiesen, dass Kreditmittel aus dem Zuge der Wirtschaftskrise aufgelegten Sonderfond dazu dienen, Unternehmen Kredite zu beschaffen, die durch die Finanz- und Wirtschaftskrise in Bedrängnis geraten sind. Nach Auffassung der deutschen Bundesregierung gehörte Porsche nicht zu diesen Unternehmen.²⁰⁵

Der Antrag auf einen Kredit der KfW machte die schlechte Finanzlage Porsches zum damaligen Zeitpunkt deutlich. So war klar, dass sich Porsche mit der Übernahme von VW verspekuliert hatte.²⁰⁶

²⁰³ Vgl. O. V., 2009h, S. 36.

²⁰⁴ Vgl. O. V., 2009m, S. 11.

²⁰⁵ Vgl. O. V., 2009i, S. 1.

²⁰⁶ Vgl. Kapitel 3.1.

3.3 Zusammenfassung

Im Zuge der geplanten Übernahme kam es im Oktober 2008 zum Short Squeeze der VW-Aktie.²⁰⁷ Hintergrund dieses Short Squeeze war der folgende:

Im Jahr 2008 waren die Absatzzahlen der US-Automobilbauer wegen der Finanzkrise eingebrochen und hatten die dementsprechenden Aktienkurse ebenso nach unten fallen lassen. So war es für Hedgefonds damals nur eine Frage der Zeit, bis die VW-Aktie ebenfalls fallen würde. Aus diesem Grund haben sie im großen Stil auf Kursverluste für VW spekuliert. Hierzu haben sie sich VW-Aktien geliehen, um diese dann am Markt zu verkaufen und später günstiger wieder einzukaufen.²⁰⁸

Um die Spekulation möglichst gewinnbringend zu machen, wurde von den Hedgefonds mit einem Schuldenhebel gearbeitet. Das bedeutet, dass sie sich beispielsweise für eine Million Dollar eine weitere Million Dollar oder mehr von sogenannten Primebrokern geliehen haben. Primebroker sind meistens große Investmentbanken wie z. B. Goldmann Sachs, JP Morgan

²⁰⁷ Vgl. Kapitel 3.1.

²⁰⁸ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

oder die Deutsche Bank. Die Primebroker gaben den Hedgefonds nicht nur Kredit, sondern besorgten ihnen auch die VW-Aktien auf Leihbasis für Leerverkäufe.²⁰⁹

Die Investmentbanken verdienen mit diesen Geschäften, müssen allerdings darauf achten, dass ihre Geschäfte mit genügend Eigenkapital hinterlegt sind, da sie unter staatlicher Kontrolle stehen. Aus diesem Grund lassen sie sich sofort Geld nachzahlen, falls eine Spekulation der Hedgefonds nicht erfolgreich verläuft oder verlangen die Rückzahlung des Kredits.²¹⁰

Im Fall hier haben sich die Leerverkäufer die VW-Aktien teilweise nicht geliehen, sondern einfach ungedeckte Verkaufsorter lanciert. Porsche kaufte VW-Call-Optionen im Hintergrund was den Hedgefonds nicht bekannt war.²¹¹ Porsche wollte die Mehrheit am VW-Konzern. Doch falls Porsche ein öffentliches Angebot an die Aktionäre von VW gemacht hätte, wäre der Kurs der VW-Aktie so stark gestiegen, dass die Übernahme nicht finanzierbar gewesen wäre. Aus diesem Hintergrund heraus hielt sich Porsche bedeckt und schlich sich heran.

²⁰⁹ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

²¹⁰ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

²¹¹ Vgl. Kapitel 3.2.2.

Deswegen wurden VW-Call-Optionen über die weitgehend unbekannte Maple Bank aus Kanada gekauft. Die Käufe der VW-Aktien wurden mit dem Verkauf von Put-Optionen getätigt.²¹² Dies konnte nur so lange funktionieren, wie die VW-Aktie stieg.²¹³

Nach USA-Recht ist ein solches Heranschleichen an Unternehmen nicht erlaubt. Demnach muss ein Investor, sobald er sich eine nennenswerte Beteiligung an einem börsennotierten Unternehmen gesichert hat, mitteilen was er vorhat. Ebenso in Deutschland gelten heute, mit auch wegen den Fällen Schaeffler/Continental und Porsche/VW, vergleichbare Bestimmungen. Allerdings war ein solches Anschleichen im Sommer 2008 legal. Weil Porsche auch über keine Zweitnotierung in den USA verfügt, ist hier vermutlich juristisch keine Gefahr für Porsche zu sehen. In Deutschland sind börsennotierte Unternehmen erst verpflichtet Übernahmepläne publik zu machen, wenn ein entsprechender Vorstandsbeschluss vorliegt.²¹⁴

²¹² Vgl. Kapitel 3.2.2.

²¹³ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

²¹⁴ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

Porsche hätte die angestrebte 75 %-Beteiligung ohne die von den Hedgefonds getätigten Leerverkäufe kaum erreichen können, da rund 25 % der VW-Stammaktien de facto unverkäuflich waren. So waren etwa 20 % der Aktien im Besitz des Landes Niedersachsen und etwa fünf Prozent im Besitz von Indexfonds. Im Indexfond deswegen, weil solche Fonds die Zusammensetzung des deutschen Aktienindex widerspiegeln müssen.²¹⁵

Die US-Hedgefonds wurden von Porsche völlig überrascht, da ihnen nicht bekannt war, an wen sie die geliehenen Aktien verkauften. Als sie bemerkten, dass auf der Käuferseite – verdeckt über Termingeschäfte – niemand anderes als Porsche selbst stand, war es für sie bereits zu spät. Denn die US-Hedgefonds verkauften den Sommer 2008 über VW-Aktien, die ihnen nicht gehörten. Letztendlich belief sich die Summe der leerverkauften Aktien (Short-Interest), die irgendwann auch geliefert werden mussten auf 13 %. Allerdings waren zu diesem Zeitpunkt am Markt lediglich noch gut sechs Prozent der VW-Anteile frei zugänglich.²¹⁶

²¹⁵ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

²¹⁶ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

Hier zeigten sich die Folgen eines von der Realwirtschaft losgelösten Finanzkapitalismus: Es wurden Aktien verkauft, die nicht existierten. Plausibel dafür sind zwei Erklärungen. Entweder war der Umfang der ungedeckten Leerverkäufe generell zu groß oder es wurden Aktien mehrfach an Leerverkäufer verliehen. Aufgrund der weitgehenden Intransparenz der Terminkontrakte wird sich die genaue Ursache womöglich nicht ermitteln lassen.²¹⁷

Da die VW-Aktie unter Druck geriet, drohten Porsche hohe Zahlungsverpflichtungen an die Käufer der Put-Optionen. Denn sobald der VW-Kurs unter den vereinbarten Basispreis gefallen wäre, hätte der Sportwagenbauer die Differenz zwischen Aktienkurs und Basispreis bezahlen müssen. So informierte Porsche am 26.10.2008 in einer Ad-hoc-Mitteilung, dass die Beteiligung am VW-Konzern von 35,1 % auf 42,6 % erhöht wurde und sich weitere 31,5 % über Optionen gesichert wurden.²¹⁸ In Folge dessen stieg der VW-Aktienkurs, so dass Porsche keine Zahlungen an die Käufer der Put-Optionen tätigen musste.²¹⁹

²¹⁷ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

²¹⁸ Vgl. Kapitel 3.1.

²¹⁹ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

Für die US-Hedgefonds stellte dies allerdings ein großes Problem dar. Denn kurz nach der Porsche-Mitteilung zwangen die Primebroker die Hedgefonds ihre VW-Positionen zu schließen. Die Banken, die VW-Aktien an die Leerverkäufer verliehen hatten, forderten ihre Aktien zurück, um selbst Gewinne aus dem gestiegenen VW-Kurs zu nutzen. So konnte der Short-Squeeze der VW-Aktie entstehen.²²⁰

²²⁰ Vgl. Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite.

4. Der aktuelle Stand

Mit einer Nettoverschuldung von 9 Mrd. Euro war die Übernahme von VW durch Porsche nicht mehr machbar.²²¹ Es mussten neue Wege gefunden werden, um die gescheiterte Übernahme aufzufangen. Bereits Anfang Mai 2009 einigten sich die Stammaktionäre der Porsche Automobil Holding SE, die Familien Porsche und Piech über die Zukunft von Volkswagen und Porsche. So soll Porsche als zehnte Marke in einem integrierten Automobilkonzern aufgehen.²²² Als zeitliches Ziel für die Umsetzung wurde das Jahr 2011 festgelegt.²²³

4.1 Entwicklung nach der gescheiterten Übernahme

Im Juni 2009 legte das Emirat Qatar der Porsche Holding ein Einstiegsangebot vor. Das Emirat bot an, sich auch an den

²²¹ Vgl. Kapitel 3.2.4.2.

²²² Vgl. O. V., 2009o, S. 9.

²²³ Vgl. O. V., 2010c, S. 9.

VW-Optionen mit Barausgleich zu beteiligen. Zudem gab VW bekannt, 49,9 % der Porsche AG übernehmen zu wollen.²²⁴

Ende Juli 2009 stimmte der Porsche Aufsichtsrat dem Vorschlag einer Kapitalerhöhung im Wert von mindestens fünf Mrd. Euro zu. Mit dieser Kapitalerhöhung sollten die Voraussetzungen für die Bildung eines integrierten Automobilkonzernes geschaffen werden.²²⁵

Im August 2009 wurde veröffentlicht, dass sich VW mit 42 % am operativen Geschäft von Porsche (Porsche AG)²²⁶ noch im Jahr 2009 beteiligt. Der Preis sollte sich auf 3,3 Mrd. Euro belaufen. Um dies zu finanzieren, wollte VW im ersten Halbjahr 2010 ebenfalls eine Kapitalerhöhung durch Ausgabe neuer Vorzugsaktien vollziehen.²²⁷

Das Emirat Qatar stieg Ende August 2008 mit zehn Prozent in das Porsche-Grundkapital ein. Das Emirat ist somit der erste familienfremde Investor im nicht börsennotierten Grundkapital von Porsche. Weiterhin übernahm Qatar von Porsche gehaltene VW-Optionen und erreichte damit eine rechnerische Be-

²²⁴ Vgl. O. V., 2009e, S. 1.

²²⁵ Vgl. O. V., 2009n, S. 9.

²²⁶ Vgl. Kapitel 2.2.2.

²²⁷ Vgl. O. V., 2009s, S. 9.

teilung von 17 % am VW-Grundkapital. Das Gesamtinvestments Qatar's belief sich somit zum damaligen Zeitpunkt auf sieben Mrd. Euro.²²⁸

VW gab im Oktober 2009 bekannt, sich in 2009 mit 49,9 % anstatt der geplanten 42 % der operativ tätigen Porsche AG zu beteiligen.²²⁹

Im November 2009 verkaufte Qatar stimmrechtslose Vorzugsaktien im Volumen von 1,5 Mrd. Euro. Diese wurden über von Porsche gekauften Optionen auf VW-Vorzugsaktien erworben. So wurden von Qatar 25 Millionen VW-Vorzugsaktien zum Kauf angeboten, was zum damaligen Zeitpunkt 23,8 % der VW-Vorzugsaktien entsprach. Die zweite Hälfte der Optionen in VW-Vorzugsaktien wollte Qatar bis zum Jahresende 2009 halten.²³⁰

VW beteiligte sich schließlich Anfang Dezember 2009 wie angekündigt mit 49,9 % an der Porsche AG und musste dafür 3,9 Mrd. Euro bezahlen.²³¹

²²⁸ Vgl. O. V., 2009b, S. 1.

²²⁹ Vgl. O. V., 2009q, S. 9.

²³⁰ Vgl. O. V., 2009g, S. 1.

²³¹ Vgl. O. V., 2009r, S. 1.

Am 18.12.2009 veröffentlichte Volkswagen, dass die Qatar Holding 50,149 Millionen Stammaktien von Volkswagen besitzt, was exakt dem Anteil der angekündigten 17 % entspricht.²³²

Der VW-Konzern führte im Frühjahr 2010 eine Kapitalerhöhung durch, um die Eingliederung von Porsche zu finanzieren.²³³

Im November 2010 gab es eine Mitteilung, dass Volkswagen die Porsche Holding GmbH Salzburg im ersten Quartal 2011 übernehmen wird. Zudem deutete es sich an, dass die 2011 geplante Fusion zwischen Volkswagen und Porsche aufgrund steuerlicher und rechtlicher Hürden erst in 2013 durch die Ausübung von Porsche-Call-Optionen weiter voranschreitet.²³⁴

Im Februar dieses Jahres gab Porsche bekannt, dass die Verschmelzung beider Konzerne 2011 weniger wahrscheinlich wird. Grund dafür war die Erklärung der Stuttgarter Staatsanwaltschaft, dass die Ermittlungen gegen die ehemaligen Porsche-Vorstände Wendelin Wiedeking und Holger Härter wegen des Verdachts der Kursmanipulation im Zusammenhang

²³² Vgl. O. V., 2009f, S. 9.

²³³ Vgl. Kapitel 4.2.1.2.

²³⁴ Vgl. O. V., 2010c, S. 9.

mit der fehlgeschlagenen VW-Übernahme durch Porsche nicht mehr in diesem Jahr beendet werden würden. Der Ausgang dieses Verfahrens ist insofern von Bedeutung, als ein Schuld-spruch das Risiko für Porsche erhöht, mit weiteren Schadenersatzforderungen konfrontiert zu werden. Porsche möchte aber vor einer Verschmelzung alle wesentlichen juristischen Risiken ausgeräumt haben.²³⁵

Falls die geplante Verschmelzung in 2011 nicht mehr gelingt, können VW und Porsche den geplanten integrierten Automobilkonzern auch auf einem anderen Wege erschaffen. Denn VW und Porsche haben sich wechselseitig Put- und Call-Optionen für den noch bei der Porsche SE verbliebenen Anteil von 50,1 % an der Porsche AG eingeräumt. Diese Optionen sind zu festgelegten Perioden im Zeitraum 15.11.2012 bis 31.01.2015 ausübbar.²³⁶

Mit Wirkung zum 01.03.2011 wurde wie geplant die Porsche Holding GmbH von VW für 3,3 Mrd. Euro übernommen. Die von der Porsche Holding an VW gehaltene Beteiligung von 1,5 %²³⁷ des gezeichneten Kapitals (2,37 % des Grundkapitals)

²³⁵ Vgl. O. V., 2010b, S. 9.

²³⁶ Vgl. O. V., 2010b, S. 9

²³⁷ Vgl. VW, 2011a, ohne Seite.

verbleibt allerdings weiter im Besitz der Familien Porsche und Piech.²³⁸

Um die Schulden von Porsche zu verringern, wurden ab dem 30.03.2011 von Porsche etwa 131 Millionen neue Stamm- und Vorzugsaktien zu je 38 Euro im Zuge einer Kapitalerhöhung ausgegeben.²³⁹

4.2 Finanzierung nach der gescheiterten Übernahme

Ende Mai 2009 wird bekannt, dass Porsche einen kurzfristigen Kredit von Volkswagen über 700 Mio. Euro mit einer Laufzeit bis September 2009 erhalten hat.²⁴⁰ Weitere Informationen hierzu sind nicht bekannt. Im Wesentlichen wurden zur Finanzierung des integrierten Autokonzerns von Porsche und VW Kapitalerhöhungen durchgeführt.²⁴¹

²³⁸ Vgl. O. V., 2011b, S. 9 sowie Kapitel 4.3.

²³⁹ Vgl. Kapitel 4.2. sowie Manager Magazin, 2011, ohne Seite.

²⁴⁰ Vgl. Focus Online, 2009, ohne Seite sowie Kapitel 3.2.4.

²⁴¹ Vgl. Kapitel 4.1.

4.2.1 Kapitalerhöhung

Eine Kapitalerhöhung ist der Beteiligungsfinanzierung zuzuordnen.²⁴² Zur Beteiligungsfinanzierung zählen alle Formen der Bereitstellung von Eigenkapital durch bisherige oder neue Anteilseigner. Sie zählt sowohl zur Aussen- wie auch zur Eigenfinanzierung. Die zugeflossenen Mittel dienen in erster Linie der Unternehmensgründung und der Finanzierung zusätzlicher Investitionen.²⁴³

Eine Kapitalerhöhung erhöht das Eigenkapital über die externe Zuführung von Beteiligungskapital durch bisherige oder neue Anteilsinhaber.²⁴⁴ Der Hauptzweck einer Kapitalerhöhung ist die Finanzierung von zusätzlichen Investitionen zur Sicherung des Unternehmenswachstums. Zudem wird durch das erhöhte Eigenkapital die Beschaffung zusätzlicher Finanzmittel, besonders von Krediten, erleichtert.²⁴⁵

Bezüglich der Beteiligungsfinanzierung ist ein Unternehmen emissionsfähig, wenn es Aktien ausgeben (emittieren) kann.

²⁴² Vgl. Becker, 2009, S. 151 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 372.

²⁴³ Vgl. Becker, 2009, S. 121.

²⁴⁴ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 372.

²⁴⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 124.

Porsche und VW sind beide emissionsfähige Unternehmen, da sie Societas Europaea (SE) und Aktiengesellschaft (AG) sind.²⁴⁶ Als dritte Form der emissionsfähigen Unternehmen ist die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) zu nennen.²⁴⁷

Diese drei Unternehmensformen können Kapitalmaßnahmen durchführen. Bei Kapitalmaßnahmen wird das Grundkapital der Unternehmen in der Höhe oder Zusammensetzung verändert. Das kann durch Kapitalerhöhung, Aktienrückkauf und Kapitalherabsetzung erfolgen.²⁴⁸

Weil die Kapitalerhöhung eine Satzungsänderung darstellt, kann sie prinzipiell nur mit Dreiviertelmehrheit²⁴⁹ bzw. bei der SE nur mit Zweidrittelmehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals beschlossen werden.²⁵⁰

Es kommen die folgenden Möglichkeiten zur Kapitalerhöhung in Betracht:

²⁴⁶ Vgl. Kapitel 2.

²⁴⁷ Vgl. Becker, 2009, S. 138 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 367f.

²⁴⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 150.

²⁴⁹ Vgl. sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 373.

²⁵⁰ Vgl. Becker, 2009, S. 151.

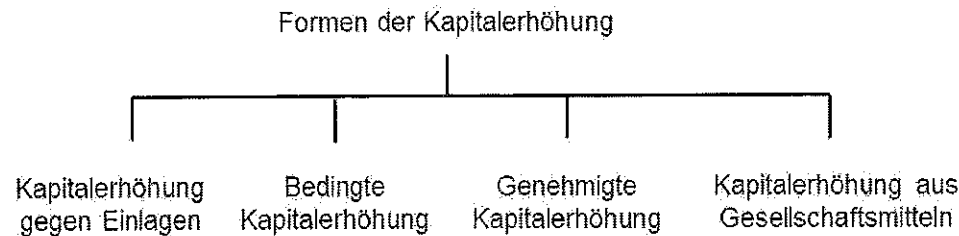


Abbildung 12: Formen der Kapitalerhöhung (Quelle: Becker, 2009, S. 151)

a) Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen

Die Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182 bis 191 AktG) wird auch als ordentliche Kapitalerhöhung bezeichnet. Sie wird durch die Ausgabe junger (neuer) Aktien gegen Barzahlung oder Sacheinlage bewerkstelligt.²⁵¹

Die Voraussetzung für die Kapitalerhöhung ist ein entsprechender Beschluss der Hauptversammlung.²⁵²

Grundsätzlich steht dem Aktionär ein gesetzlich verankertes Bezugsrecht zu. Gemäß § 186 Abs. 1 AktG hat der Aktionär bei der ordentlichen Kapitalerhöhung das Recht, eine seinem

²⁵¹ Vgl. Becker, 2009, S. 151.

²⁵² Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 373.

bisherigen Anteil am Grundkapital entsprechende Anzahl von Aktien zum Emissionspreis zu erwerben.²⁵³

b) Bedingte Kapitalerhöhung

Eine bedingte Kapitalerhöhung (§ 192 bis 201 AktG) soll folgenden drei Zwecken dienen:²⁵⁴

1. Der Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten an Gläubiger von Wandelschuldverschreibungen (d. h. von Wandel- und Optionsanleihen).
2. Der Vorbereitung von Unternehmenszusammenschlüssen.
3. Der Gewährung von Bezugsrechten an Arbeitnehmer und Mitglieder der Geschäftsführung im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen.

Die tatsächliche Erhöhung des Grundkapitals ist damit von der Nutzung der Umtausch- oder Bezugsrechte auf die neuen Aktien (Bezugsaktien) abhängig. Die Grundkapitalerhöhung ist

²⁵³ Vgl. Becker, 2009, S. 151.

²⁵⁴ Vgl. Becker, 2009, S. 153 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 377.

erst wirksam, wenn die Bezugsaktien ausgegeben werden. Der Nennbetrag des bedingten Kapitals darf nicht höher als 50 % des bisherigen Grundkapitals sein.²⁵⁵

c) Genehmigte Kapitalerhöhung

Für das genehmigte Kapital (§§ 202 bis 206 AktG) ermächtigt die Hauptversammlung den Vorstand für einen Zeitraum von höchstens fünf Jahren, das Grundkapital um einen bestimmten Nennbetrag (genehmigtes Kapital) durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen zu erhöhen. Das genehmigte Kapital darf auch hier höchstens 50 % des zum Zeitpunkt der Ermächtigung vorhandenen Grundkapitals betragen.²⁵⁶

Zweck dieser Ermächtigung ist es, dem Vorstand eine größere Dispositionsfreiheit bei der Ausgabe junger Aktien – insbeson-

²⁵⁵ Vgl. Becker, 2009, S. 153 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 377.

²⁵⁶ Vgl. Becker, 2009, S. 153 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 378.

dere zur Nutzung günstiger Kapitalmarktsituationen – zu gewähren.²⁵⁷

d) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Eine weitere Form der Kapitalerhöhung stellt die Kapitalumschichtung dar. Hierbei wird nicht wie bei der ordentlichen, bedingten und genehmigten Kapitalerhöhung zusätzliches Kapital durch Einlagen von außen beschafft. Dem Unternehmen fließen im Fall der Grundkapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 bis 220) keine zusätzlichen Finanzen zu. Das Kapital wird umgeschichtet: Es werden Kapital- und Gewinnrücklagen in Grundkapital umgewandelt. In der Bilanz findet ein Passivtausch statt, der das Eigenkapital in der Struktur aber nicht in der Höhe ändert.²⁵⁸

²⁵⁷ Vgl. Becker, 2009, S. 153 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 378.

²⁵⁸ Vgl. Becker, 2009, S. 154 sowie Perridon/Steiner/Rathgeber, 2009, S. 378.

4.2.2 Volkswagen-Kapitalerhöhung

Am 23.03.2010 hat der Vorstand der Volkswagen Aktiengesellschaft zusammen mit dem Aufsichtsrat eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen mit Bezugsrechten der Stamm- und Vorzugsaktionäre der Gesellschaft beschlossen. Der Nettoemissionserlös aus dem Angebot der neuen Aktien sollte der Verbesserung der Kapitalausstattung der VW AG vor dem Hintergrund der geplanten Schaffung eines integrierten Automobilkonzerns mit Porsche dienen.²⁵⁹

Diese Kapitalerhöhung wurde dann im Frühjahr 2010 in Höhe von rund 4,1 Mrd. Euro von Volkswagen vollzogen.²⁶⁰ Dabei wurden insgesamt 64,9 Millionen²⁶¹ junge auf den Inhaber lautende Vorzugsaktien ohne Nennbetrag (Stückaktien) mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von jeweils 2,56 Euro je Stückaktie und mit voller Gewinnanteilberechtigung ab dem 01.01.2009 von VW ausgegeben²⁶².

²⁵⁹ Vgl. VW, 2010a, ohne Seite.

²⁶⁰ Vgl. O. V., 2010d, S. 9.

²⁶¹ Vgl. O. V., 2010d, S. 9.

²⁶² Vgl. VW, 2010a, ohne Seite.

Die Aktien wurden in einem zweistufigen Verfahren mit drei Prozent Abschlag zum Kurs der alten Aktien platziert. Begleitet wurde Volkswagen bei der Kapitalerhöhung von BoA Merrill Lynch, Citi, Deutsche Bank, J. P. Morgan und HSBC Trinkhaus.²⁶³

Bezugsberechtigt waren alle Stamm- und Vorzugsaktionäre mit einer Bezugsfrist vom 31.03.2010 bis zum 13.04.2010 und einem Bezugsverhältnis von 37:6.²⁶⁴ So konnten für 37 alte Aktien sechs neue bezogen werden.

VW hat in diesem Zusammenhang eine sogenannte Look-up-Vereinbarung getroffen. Dies bedeutet, dass VW sich verpflichtet hat, im folgenden halben Jahr nach dieser Kapitalerhöhung keine weiteren Kapitalerhöhungen vorzunehmen.²⁶⁵

Letztendlich sind 99,3 % der Bezugsrechte ausgeübt worden. Dies entsprach 17.382.798 neuen Vorzugsaktien zum Bezugspreis von 65,- Euro. Die auf 100 % übrigen 122.081 neu-

²⁶³ Vgl. VW, 2010b, ohne Seite.

²⁶⁴ Vgl. O. V., 2010d, S. 9.

²⁶⁵ Vgl. O. V., 2010d, S. 9.

en Vorzugsaktien wurden an institutionelle Investoren verkauft.²⁶⁶

4.2.3 Porsche-Kapitalerhöhung

Ebenso Porsche hat eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen genutzt, um sich Kapital für den integrierten Autokonzern mit VW zu beschaffen. Der Beschluss hierzu wurde auf der Hauptversammlung am 30.11.2010 beschlossen. Insgesamt wurden je 65.525 Mio. neue Stamm- und Vorzugsaktien zum Bezug angeboten. Der Bezugspreis wurde einheitlich auf 38,- Euro je neue Aktie festgesetzt. Die Bezugsfrist lief vom 30.03.2011 bis einschließlich 12.04.2011.²⁶⁷

Das Bezugsverhältnis betrug 1:0,75, das heißt 100 alte Aktien berechtigten zum Bezug von 75 neuen Aktien der entsprechenden Gattung. Die Stammaktionäre haben alle Bezugsrechte auf die jungen Aktien ausgeübt. Die neuen Vorzugsak-

²⁶⁶ Vgl. VW, 2010b, ohne Seite.

²⁶⁷ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 2-4.

tien, die nicht über das Bezugsangebot bezogen wurden, sind von den Konsortialbanken über die Börse veräußert worden.²⁶⁸

Das Grundkapital der Gesellschaft wurde von 175 Millionen Euro um 131,250 Mio. Euro auf 306,250 Mio. Euro angehoben. So hat eine Aktie einen anteiligen Betrag von einem Euro zum Grundkapital gebracht. Sowohl die Stamm- als auch die Vorzugsaktie sind für die Zeit ab dem 01.08.2010 gewinnberechtigt. Die neuen Vorzugsaktien wurden am 13.04.2011 zum Börsenhandel zugelassen.²⁶⁹

Der zugeflossene Emissionserlös in Höhe von rund 4,9 Mrd. Euro wurde zur Tilgung von Bankverbindlichkeiten verwendet. So wurde die am 30.06.2011 fällige erste Tranche des Konsortialkredits in Höhe von 2,5 Milliarden vorzeitig vollständig zurückgeführt. Die verbleibenden Bankverbindlichkeiten belaufen sich laut Angaben Porsches somit und aufgrund der Tilgung aus freier Liquidität auf noch zwei Milliarden Euro.²⁷⁰

Porsche betont im Schreiben zur Kapitalerhöhung, dass diese Kapitalerhöhung Teil des in der Grundlagenvereinbarung zur Schaffung des integrierten Automobilkonzerns von Porsche

²⁶⁸ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 3.

²⁶⁹ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 3.

²⁷⁰ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 3f.

und Volkswagen vereinbarten Konzepts ist. Zudem war sie eine weitere Voraussetzung für die geplante Verschmelzung der Porsche SE auf die Volkswagen AG.²⁷¹

4.3 Grundlagenvereinbarung zur Schaffung eines integrierten Automobilkonzerns

Aktuell beabsichtigt die Porsche SE, gemeinsam mit der Volkswagen AG und der Dr. Ing. h.c. F. Porsche Aktiengesellschaft, einen integrierten Automobilkonzern zu schaffen. Hierzu haben die Unternehmen miteinander eine Grundlagenvereinbarung (GLV) abgeschlossen.²⁷²

So haben, als Teil des in der Grundlagenvereinbarung vereinbarten Konzepts, die Familiengesellschafter der Porsche Familienholding GmbH (vormals Porsche Holding GmbH) am 10.11.2010 die Entscheidung über die Ausübung der Put-

²⁷¹ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 4.

²⁷² Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 4.

Option zur Veräußerung des operativen Geschäftsbetriebs der Porsche GmbH an VW gefasst.²⁷³

Der operative Geschäftsbetrieb der Porsche GmbH war davor auf die mit der Porsche Familienholding GmbH verbundene Porsche Holding GmbH (vormals Porsche Automotive GmbH) übertragen worden. Die Übertragung der Porsche Holding GmbH erfolgte zum 01.03.2011 zu einem Wert von 3,3 Milliarden Euro.²⁷⁴

Als Schlusspunkt zur Schaffung des integrierten Automobilkonzerns sieht die GLV die Verschmelzung der Porsche SE auf die Volkswagen AG vor. Für den Fall, dass die erforderlichen Beschlüsse zur Verschmelzung der Hauptversammlungen der Porsche SE und der Volkswagen AG nicht bis zum 31.12.2011 gefasst sein sollten oder falls diese gefasst wurden und ein Freigabeverfahren erfolglos durchgeführt wurde oder erhobene Klagen der Eintragung noch entgegen stehen (Scheitern der Verschmelzung im Sinne der GLV), haben sich

²⁷³ Vgl. Kapitel 4.1 sowie Porsche SE, 2011e, S. 4.

²⁷⁴ Vgl. Kapitel 4.1 sowie Porsche SE, 2011e, S. 4.

die Porsche SE und die Volkswagen AG im Rahmen der GLV gegenseitig Put- und Call-Optionen eingeräumt.²⁷⁵

Diese beziehen sich auf die verbliebenen 50,1 % an der Porsche Zwischenholding GmbH, die von einem Treuhänder für die Porsche SE gehalten werden und sind zu festgelegten Perioden im Zeitraum vom 15.11.2012 bis zum 31.01.2015 ausübbar.²⁷⁶

4.4 Folgen der gescheiterten Übernahme

4.4.1 Volkswagen-Aktien im Deutschen Aktienindex

Eine der ersten Folgen des Short Squeeze der VW-Aktie war die Kappung der VW-Stammaktien von ca. 27 % auf zehn Prozent im Deutschen Aktienindex (DAX).

²⁷⁵ Vgl. Kapitel 4.1 sowie Porsche SE, 2011e, S. 5.

²⁷⁶ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 5.

Der DAX bildet das Segment der Standardwerte ab, die im Prime Standard zugelassen sind. Er enthält die 30 größten und umsatzstärksten Unternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB). Für eine Aufnahme in den Index qualifizieren sich Unternehmen, die ihren juristischen oder operativen Sitz in Deutschland haben oder die einen Schwerpunkt des Handelsumsatzes an der Frankfurter Wertpapierbörse und ihren Hauptsitz in einem EU- oder EFTA-Staat haben. Mit dem DAX wird der Index der Börsen-Zeitung fortgeführt, dessen historische Zeitreihe bis 1959 zurückreicht.²⁷⁷

Er ist kapitalgewichtet, d. h. das Gewicht einer Aktie bemisst sich nach dem Anteil an der gesamten Kapitalisierung der im Index enthaltenen Werte.²⁷⁸ Die Gesamtkapitalisierung eines Unternehmens errechnet sich aus dem Kurs der Aktie multipliziert mit der Anzahl der ausgegebenen Aktien.²⁷⁹ Zur Gewichtung des DAX wird der Teil des Grundkapitals einer jeden Aktiengattung herangezogen, der frei handelbar ist und nicht in festem Besitz ist (Free Float).²⁸⁰ Die Anzahl der Aktien des Grundkapitals und der Free Float-Faktor werden vierteljährlich

²⁷⁷ Vgl. Deutsche Börse, 2010, S. 7.

²⁷⁸ Vgl. Deutsche Börse, 2010, S. 11.

²⁷⁹ Vgl. Linder/Tietz, 2008, S. 191.

²⁸⁰ Vgl. Deutsche Börse, 2010, S. 11.

bei der sogenannten Verkettung aktualisiert.²⁸¹ Der Free Float muss mindestens zehn Prozent aufweisen.²⁸²

Bei der Verkettung wird die Anzahl der Aktien einzelner Unternehmen verringert (gekappt), so dass ihr Gewicht im Index begrenzt ist. Die Kappungsgrenze im DAX liegt bei zehn Prozent. So ist jedes Unternehmen im DAX auf maximal zehn Prozent Gewichtung begrenzt.²⁸³

So wurde die VW-Aktie wie oben erwähnt, ebenfalls gekappt. Grund hierfür war der Anstieg der Gewichtung von einstmal 1,86 %²⁸⁴ im September 2005 bis auf 27 %²⁸⁵ am 28.10.2008. Ebenso folgte eine Reduzierung der Gewichtung in den STOXX-Indizes.²⁸⁶

Mit der Erhöhung des VW-Anteils auf 17 % durch Qatar Ende 2009 sind die VW-Stammaktien dann am 23.12.2009²⁸⁷ durch

²⁸¹ Vgl. Deutsche Börse, 2010, S. 12.

²⁸² Vgl. Deutsche Börse, 2010, S. 20.

²⁸³ Vgl. Deutsche Börse, 2010, S. 12f.

²⁸⁴ Vgl. O. V., 2005c, S. 11.

²⁸⁵ Vgl. O. V., 2008g, S. 17.

²⁸⁶ Vgl. O. V., 2008g, S. 17.

²⁸⁷ Vgl. Wirtschaftswoche, 2009, ohne Seite.

die VW-Vorzugsaktien ersetzt worden, da der Free Float bei den Stammaktien kleiner als zehn Prozent war.²⁸⁸

4.4.2 Rechtsstreitigkeiten um Porsche

Im Rahmen der gescheiterten VW-Übernahme gibt es mehrere Rechtsstreitigkeiten um Porsche. So ermittelt die Staatsanwaltschaft Stuttgart gegen die ehemaligen Vorstandsmitglieder Dr. Wendelin Wiedeking und Holger Härter wegen des Verdachts der Manipulation des Marktes in Volkswagen-Aktien. Die Vorwürfe beinhalten nach Angaben der Staatsanwaltschaft Erklärungen der Verantwortlichen der Porsche SE gegenüber der Öffentlichkeit beziehungsweise das zeitweise Unterlassen notwendiger Erklärungen in Bezug auf den Beteiligungserwerb an der Volkswagen AG in den Jahren 2007 bis 2009.²⁸⁹

Weiterhin ermittelt die Staatsanwaltschaft gegen die beiden ehemaligen Vorstandsmitglieder wegen des Verdachts der Untreue zum Nachteil der Porsche SE. Nach Angaben der Staatsanwaltschaft besteht der Verdacht, dass die beiden

²⁸⁸ Vgl. O. V., 2009f, S. 9.

²⁸⁹ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 6f.

ehemaligen Vorstandsmitglieder im Zusammenhang des Erwerbs der Beteiligung an der Volkswagen AG existenzgefährdende Risiken für das Unternehmen durch Abschluss von Aktienkurssicherungsgeschäften eingegangen waren. Ferner ermittelt die Staatsanwaltschaft gegen Holger Härter und zwei Mitarbeiter der Porsche SE wegen des Verdachts des Kreditbetrugs hinsichtlich eines bereits zurückgeführten Kredits.²⁹⁰

Beim United States District Court des Southern District of New York in den Vereinigten Staaten von Amerika haben 46 Kläger sechs Schadensersatzklagen gegen die Porsche SE erhoben. Die Kläger machen begründete Schäden in Höhe von mehr als 2,5 Milliarden US-Dollar geltend. In drei der sechs Klagen sind auch die früheren Vorstandsmitglieder Dr. Wendelin Wiedeking und Holger Härter beklagt. In den Klagen wird behauptet, dass die Porsche SE im Rahmen des Aufbaus ihrer Beteiligung an der Volkswagen AG im Jahr 2008 Marktmanipulation und Wertpapierbetrug unter Verstoß gegen den U.S. Securities Exchange Act sowie Betrug im Sinne des Common Law begangen habe.²⁹¹

²⁹⁰ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 7.

²⁹¹ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 7.

Porsche ist der Auffassung, dass die Klagen aus den USA keine Aussicht auf Erfolg haben und ist den Klagevorwürfen mit Einreichung eines Klageabweisungsantrags (so genannte Motion to Dismiss) entgegengetreten. Das US-Gericht gab dieser Motion to Dismiss statt und wies sämtliche Klagen in erster Instanz ab. Gegen diese Entscheidung haben alle Kläger im Januar 2011 Rechtsmittel eingelegt.²⁹²

Drei der Kläger haben weiterhin am 18.02.2011 und weitere 23 der Kläger haben am 15.03.2011 zwei Schadensersatzklagen bei einem Gericht im US-Bundesstaat New York eingereicht. In ihren Anklagen behaupten sie Ansprüche wegen Betrugs im Sinne des Common Law und ungerechtfertigter Bereicherung aufgrund ähnlicher Behauptungen wie in den oben genannten Klagen. Die Kläger geben an, mindestens 1,4 Milliarden US-Dollar verloren zu haben. Die Porsche SE hält diese Klagen für nicht zulässig und unbegründet.²⁹³

Weiterhin haben in den Jahren 2009 und 2010 institutionelle Investoren in Deutschland Güteverfahren wegen behaupteter Schadensersatzansprüche aufgrund angeblicher Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Vorschriften beim Erwerb der

²⁹² Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 7.

²⁹³ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 7f.

Beteiligung an der Volkswagen AG gegen die Porsche SE beantragt. Mit gleicher Begründung wurden von verschiedenen Investoren weitere Güteverfahren gegen die Porsche SE beantragt; die Anträge gingen Porsche am 11.04.2011 zu. Die neuen Anträge richten sich ebenso gegen die Volkswagen AG. Sämtliche behaupteten Schadensersatzforderungen beziehen sich auf angeblich entgangene Gewinne und werden von den Investoren insgesamt mit rund 2,98 Milliarden Euro beziffert. Die Porsche SE hält die behaupteten Ansprüche für nicht begründet und ist nicht in diese Güteverfahren eingetreten.²⁹⁴

Im Januar 2011 hat ein Privatinvestor Klage gegen die Porsche SE und einen weiteren Beklagten auf Leistung von Schadensersatz in Höhe von rund drei Millionen Euro eingereicht. Der Kläger behauptet, aufgrund unzutreffender und unterlassener Informationen sowie Marktmanipulation durch die Porsche SE im Jahr 2008 Optionsgeschäfte betreffend Aktien der Volkswagen AG eingegangen zu sein und in Folge der Kursentwicklung im Jahr 2008 aus diesen Optionsgeschäften Verluste in der angegebenen Höhe erlitten zu haben. Die Klage ist zum Datum dieser Zwischenmitteilung beim Landgericht Stuttgart, das derzeit eine Verweisung an das Landge-

²⁹⁴ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 8.

richt Braunschweig überprüft, rechtshängig. Die Porsche SE hält auch hier den behaupteten Anspruch für unbegründet und wird sich gegen die Klage verteidigen.

Beim Landgericht Stuttgart ist im Jahr 2010 der Antrag zur Bestellung eines Sonderprüfers eingegangen. Der Antrag bezieht sich auf die Prüfung von Vorgängen bei der Geschäftsführung von Vorstand und Aufsichtsrat von Porsche im Zusammenhang mit Kurssicherungsgeschäften im Hinblick auf Aktien der Volkswagen AG. Zudem bezieht er sich auf Zahlungsvereinbarungen mit und Abfindungszahlungen an ehemalige Vorstandsmitglieder der Porsche SE. Für die erwarteten Anwalts- und Verfahrenskosten wurde nach Einschätzung von Porsche durch die Bildung von Rückstellungen in ausreichendem Umfang Vorsorge getroffen.²⁹⁵

²⁹⁵ Vgl. Porsche SE, 2011e, S. 8.

4.4.3 Regelungen gegen das Anschleichen und ungedeckte Leerverkäufe

Weiterhin wurden aufgrund der gescheiterten Übernahme auch Regelungen gegen das Anschleichen an Unternehmen und gegen ungedeckte Leerverkäufe verhängt.

a) Anschleichen

Der Deutsche Bundestag hat am 11.02.2011 das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) verabschiedet. Das Gesetz beinhaltet insbesondere Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und des Investmentgesetzes (InvG).²⁹⁶

Bisher enthielten die wertpapierhandelsrechtlichen Vorschriften zur Beteiligungstransparenz neben dem Halten von Stimmrechten lediglich Finanzinstrumente, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, mit Stimmrechten verbundene Aktien zu erwerben. Mit dieser neuen Vorschrift des § 25a WpHG für das Halten von weiteren Finanzinstrumenten und sonstigen

²⁹⁶ Vgl. O. V., 2011a, S. 1.

Instrumenten sowie der Ergänzung der bisherigen Meldepflicht um sonstige Instrumente will der Gesetzgeber in der Praxis erkannte Transparenzlücken schließen und die Umgehung der Meldepflichten vermeiden. So soll künftig ein unbemerktes Anschleichen an Unternehmen durch einen ungemeldeten Aufbau von Stimmrechtspositionen verhindert werden.²⁹⁷

Damit erfassen die wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten nun auch Finanzinstrumente, sonstige Instrumente sowie bestimmte Gestaltungen, die aktienbezogen sind und faktisch oder wirtschaftlich einen Stimmrechtseinfluss oder eine vergleichbare Einflussposition ermöglichen.²⁹⁸

Das bedeutet, dass die Mitteilungspflicht für alle Finanzinstrumente und sonstige Instrumente, die es ihrem Inhaber oder einem Dritten aufgrund ihrer Ausgestaltung faktisch oder wirtschaftlich ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten zu erwerben, erweitert wurde. De facto werden damit auch Instrumente wie beispielsweise finanzielle Differenzgeschäfte (Contracts for Difference), Swaps (auch Cash Settled Equity Swaps) oder Optionen mit Barausgleich, die lediglich einen Zahlungsaus-

²⁹⁷ Vgl. O. V., 2011a, S. 1.

²⁹⁸ Vgl. O. V., 2011a, S. 1.

gleich jedoch kein Recht auf den Erwerb von Aktien vorsehen, mit einbezogen.²⁹⁹

Diese neuen Mitteilungspflichten sind ebenso wie die anderen Meldepflichten innerhalb von vier Handelstagen zu erfüllen. Die Eingangsmeldeschwelle beim Halten von Instrumenten liegt wie bisher bei fünf Prozent. Der Gesetzgeber will damit nur die Fälle erfassen, die im Hinblick auf eine mögliche Übernahme und damit verbundene Gefahren für die Marktintegrität von Interesse sind.³⁰⁰

b) Ungedekte Leerverkäufe

Ebenso hat der Bundestag am 02.07.2010 Regelungen zur Eindämmung von Finanzmarktspekulationen beschlossen. Entsprechend der durch den Finanzausschuss abgeänderten Fassung des Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte sind dadurch ungedeckte Leerverkäufe von Schuldtiteln von Staaten der Eurozo-

²⁹⁹ Vgl. O. V., 2011a, S. 1.

³⁰⁰ Vgl. O. V., 2011a, S. 2.

ne, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, untersagt.³⁰¹

Anders als in der ursprünglichen Fassung des Entwurfes werden jedoch sogenannte Intraday-Geschäfte (Geschäfte, die innerhalb eines Tages abgeschlossen werden) vom Leerverkaufsverbot ausgenommen. Zudem fällt die geplante Ermächtigung für das Bundesfinanzministerium weg, bestimmte schädliche Finanzinstrumente per Verordnung verbieten zu können. Stattdessen wird darüber künftig der Bundestag entscheiden.³⁰²

Diese Entscheidung soll dazu führen, dass negative Entwicklungen durch ungedeckte Leerverkäufe auf den Märkten nicht beschleunigt werden.³⁰³

³⁰¹ Vgl. O. V., 2010a, S. 118.

³⁰² Vgl. O. V., 2010a, S. 118.

³⁰³ Vgl. O. V., 2010a, S. 118.

Quellenangaben

Becker, Hans Paul: Investition und Finanzierung, 3. Aufl., Wiesbaden 2009 (zitiert als Becker, 2009)

Berliner Morgenpost (Hrsg.): Kursexplosion macht VW zur teuersten Firma der Welt, http://www.morgenpost.de/wirtschaft/article966033/Kursexplosion_macht_VW_zur_teuersten_Firma_der_Welt.html, 17.04.2011 (zitiert als Berliner Morgenpost, 2008, ohne Seite)

Bilstein, Jürgen/Ernst, Dietmar/Häcker, Joachim/ Wöhe, Günter: Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 10. Aufl., München 2009 (zitiert als Wöhe/Bilstein/Ernst/Häcker, 2009)

börse.ARD.de (Hrsg.): Anleger-Lexikon, http://www.boerse.ard.de/lexikon.jsp?key=lexikon_18356, 19.05.2011 (zitiert als börse.ARD.de, 2011, ohne Seite)

Bremser, Frank: „Abfall vom Glauben“ - Vom Cash-Management zum Familien-Management: Analysten kritisieren Porsche-Einstieg bei VW, in: Börsen-Zeitung, Nr. 186, 27.09.2005, S. 11 (zitiert als Bremser, 2005, S. 11)

Bremser, Frank: Porsche füllt Kasse mit 2,8 Mrd. Euro, in: Börsen-Zeitung, Nr. 16, 24.01.2006, S. 9 (zitiert als Bremser, 2006, S.9)

Busse, Franz-Joseph: Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, 5. Aufl. München/Wien 2003 (zitiert als Busse, 2003, S. 63)

Bosse, Michael/Hultsch, Christoph: Handelsrechtliche Behandlung von in Fremdwährung emittiertem Hybridkapital bei Kapitalgesellschaften in Corporate Finance law, 1/2011, S. 48 – 62 (zitiert als Bosse/Hultsch, 2011, Nr. 1, S. 49f)

Deutsche Börse (Hrsg.): Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/50_informations_services/30_Indices_Index_Licensing/21_guide_lines/10_share_indices/equity_indices_guide.pdf, 08.06.2011 (zitiert als Deutsche Börse, 2010)

Deutsche Börse (Hrsg.): Open Market (Freiverkehr), http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/all_instruments/gdb_navigation/lc/100_Market_Structure/20_markets/70_regulated_unofficial_market, 30.06.2011 (zitiert als Deutsche Börse, 2011a)

Deutsche Börse (Hrsg.): PORSCHE INTL FIN. 06/16, <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=108&ISIN=DE000A0GMHG2>, 16.04.2011 (zitiert als Deutsche Börse, 2011b, ohne Seite)

Deutsche Börse (Hrsg.): PORSCHE INTL FIN. 06/UND, <http://www.boerse-frankfurt.de/DE/index.aspx?pageID=108&ISIN=XS0241984219>, 27.04.2011 (zitiert als Deutsche Börse, 2011c, ohne Seite)

Die Zeit (Hrsg.): Porsche wird KfW-Kredit beantragen, <http://www.zeit.de/online/2009/23/porsche-kredit-kfw>, 08.05.2011 (zitiert als Die Zeit, 2009, ohne Seite)

Döring, Claus: Die Piech AG, in: Börsen-Zeitung, Nr. 186, 27.09.2005, S. 11 (zitiert als Döring, 2005, S. 11)

Eck Christian/Langer Marcel/Riechert Matthias: Eurex – Futures und Optionen, München 2006 (zitiert als Eck/Langert/Riechert, 2006, S. 101)

Eurex (Hrsg.): Kontraktsspezifikationen, http://www.eurexchange.com/download/documents/regulations/contract_specifications/contract_specifications_de.pdf, 04.07.2011 (zitiert als Eurex, 2011)

Focus Online (Hrsg.): Sportwagenhersteller bestätigt 700 Millionen-Kredit bei VW, http://www.focus.de/finanzen/finanz-news/porsche-sportwagenhersteller-bestaetigt-700-millionen-kredit-bei-vw_aid_402317.html, 23.05.2011 (zitiert als Focus Online, 2009, ohne Seite)

Frankfurter Allgemeine Zeitung (Hrsg.): Porsche-Anleihe ist eine Wette auf den Dollar, <http://www.faz.net/s/Rub4B891837ECD14082816D9E088A2D7CB4/Doc~EFB1C60E22E384212B8378F6CD5D0236A~ATpl~Ecommon~Scontent.html>, 27.04.2011 (zitiert als Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2006, ohne Seite)

Frankfurter Rundschau (Hrsg.): Mit den eigenen Waffen geschlagen, <http://www.fr-online.de/wirtschaft/mit-den-eigenen-waffen-geschlagen/-/1472780/4598544/-/index.html>, 11.09.2010 (zitiert als Frankfurter Rundschau, 2010, ohne Seite)

Geyer, Christoph/ Uttner Volker: Praxishandbuch Börsentermingeschäfte, Wiesbaden 2007 (zitiert als Geyer/Uttner, 2007, S. 48)

Hess, Hans-Konrad: Das Statut der Societas Europaea auf dem Prüfstand, in: Der Aufsichtsrat, Nr. 07-08, 15.07.2010, S. 98 (zitiert als Hess, 2010, S. 98)

Hull, John: Optionen, Futures und andere Derivate, 7. Aufl., München 2009 (zitiert als Hull, 2009)

Kallmayer, Harald: Die Europäische Aktiengesellschaft - besser als ihr Ruf?, in: Der Betrieb, Nr. 5, 01.03.2003, S. 1 (zitiert als Kallmayer, 2003, S. 1)

Linder, Hans/Tietz, Volker: Das große Börsenlexikon, 1. Aufl., München 2008 (zitiert als Linder/Tietz, 2008)

Manager Magazin (Hrsg.): Pflichtangebot verhält wie gewünscht, <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/0,2828,486426,00.html>, 21.04.2011 (zitiert als Manager Magazin, 2007, ohne Seite)

Manager Magazin (Hrsg.): Wiedeking gibt klein bei, <http://www.manager-magazin.de/finanzen/geldanlage/0,2828,559498,00.html>, 13.06.2008 (zitiert als Manager Magazin, 2008, ohne Seite)

Manager Magazin (Hrsg.): Porsche wird auf böse Banken und böse Konditionen treffen, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,606025,00.html>, 08.05.2011 (zitiert als Manager Magazin, 2009, ohne Seite)

Manager Magazin (Hrsg.): Kapitalerhöhung – Neue Porsche-Aktien zu 38 Euro, <http://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/0,2828,753502,00.html>, 23.05.2011 (zitiert als Manager Magazin, 2011, ohne Seite)

May, Hermann: Geldanlage – Vermögensbildung, 4. Aufl., München 2009 (zitiert als May, 2009, S. 62)

Moody's (Hrsg.): Rating Symbols and Definitions, http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004, 04.07.2011 (zitiert als Moody's, 2011, S. 4)

Ockenga, Tim: Praxis – Rating und Eigenkapitalkredit von Hybridanleihen in Versicherungswirtschaft, 13/2010, S. 942 (zitiert als Ockenga, 2010, S. 942)

Olsen, Peter: Bei VW gilt jetzt das allgemeine Aktienrecht, in: Börsen-Zeitung, Nr. 204, 24.10.2007, S. 10 (zitiert als Olsen, 2007, S. 10)

O. V.: EU hält bei VW-Gesetz an Klage vor EuGH fest Brüssel: Porsche-Einstieg in Wolfsburg ändert nichts, in: Börsen-Zeitung, Nr. 186, 27.09.2005, S. 11 (zitiert als O. V., 2005a, S. 11)

O. V.: Porsche hat bei VW 18,5 Prozent schon sicher – Zugriff auf weitere 3,4 Prozent – Kein Kartellproblem, in: Börsen-Zeitung, Nr. 194, 08.10.2005, S. 1 (zitiert als O. V., 2005b, S. 1)

O. V.: Porsche ist bei VW erst halb am Ziel - Rund 10 Prozent fehlen noch - Wer gibt ab?, in: Börsen-Zeitung, Nr. 189, 30.09.2005, S. 11 (zitiert als O. V., 2005c, S. 11)

O. V.: Porsche hält an VW 27,4 Prozent, in: Börsen-Zeitung, Nr. 221, 16.11.2006, S. 1 (zitiert als O. V., 2006a, S. 1)

O. V.: Porsche will Einfluss bei VW sichern - Sperrminorität soll schnell erreicht werden – Es fehlen noch 3,9 %, in: Bör-

sen-Zeitung, Nr. 160, 22.08.2006, S. 9 (zitiert als O. V., 2006b, S. 9)

O. V.: Porsche will Engagement bei VW ausbauen – Kauf von weiteren 3,9 Prozent Stammaktien geplant, in: Börsen-Zeitung, Nr. 119, 24.06.2006, S. 1 (zitiert als O. V., 2006c, S. 1)

O. V.: Porsche platziert Hybridanleihe, in: Börsen-Zeitung, Nr. 246, 21.12.2007, S. 9 (zitiert als: O. V., 2007a, S. 9)

O. V.: Porsche schnappt sich weitere VW-Anteile, in: Börsen-Zeitung, Nr. 60, 27.03.2007, S. 11 (zitiert als O. V., 2007b, S. 11)

O. V.: Volkswagen-Aktien geraten unter Druck – Winterkorn begrüßt den Schritt von Porsche – VW-Chef: Stabile Aktionärsstruktur sehr wichtig – Wiedeking argumentiert mit Zerschlagungsgefahr, in: Börsen-Zeitung, Nr. 60, 27.03.2007, S. 1 (zitiert als O. V., 2007c, S. 1)

O. V.: Freie Hand für Porsche aus Brüssel, in: Börsen-Zeitung, Nr. 141, 24.07.2008, S. 9 (zitiert als O. V., 2008a, S. 9)

O. V.: Novelle zum VW-Gesetz passiert Bundesrat, in: Börsen-Zeitung, Nr. 183, 20.09.2008, S. 9 (zitiert als O. V., 2008b, S. 9)

O. V.: Porsche erreicht bei VW die faktische Kontrolle, in: Börsen-Zeitung, Nr. 180, 17.09.2008, S. 1 (zitiert als O. V., 2008c, S. 1)

O. V.: Porsche parkt Gelder auf der Bank, in: Börsen-Zeitung, Nr. 36, 21.02.2008, S. 9 (zitiert als O. V., 2008d, S. 9)

O. V.: Porsche tritt auf die Bremse, in: Börsen-Zeitung, Nr. 49, 11.03.2008, S. 9 (zitiert als O. V., 2008e, S. 9)

O. V.: Rasante Berg- und Talfahrt der Volkswagen-Aktie, in: Börsen-Zeitung, Nr. 194, 08.10.2008, S. 17 (zitiert als O. V., 2008f, S. 17)

O. V.: Überraschende Kehrtwende der Deutschen Börse, in: Börsen-Zeitung, Nr. 210, 30.10.2008, S. 17 (zitiert als Vgl. O. V., 2008g, S. 17)

O. V.: VW-Aktie schießt durch die Decke – Porsche-Pläne treiben Kurs um 146 Prozent, in: Börsen-Zeitung, Nr. 208, 28.10.2008, S. 1 (zitiert als O. V., 2008h, S. 1)

O. V.: Zypries schont das VW-Gesetz, in: Börsen-Zeitung, Nr. 11, 17.01.2008, S. 9 (zitiert als O. V., 2008i, S. 9)

O. V.: Die Akte Porsche, in: Wirtschaftswoche, Nr. 24, 08.06.2009, S. 100 (O. V., 2009a, S. 100)

O. V.: Einstieg von Katar bei Porsche perfekt, in: Börsen-Zeitung, Nr. 155, 15.08.2009, S. 1 (zitiert als O. V., 2009b, S. 1)

O. V.: Im Wolfsburger Schachspiel ist Stuttgart am Zug, in: Börsen-Zeitung, Nr. 84, 05.05.2009, S. 11 (zitiert als O. V., 2009c, S. 11)

O. V.: In Treue fest?, in: Börsen-Zeitung, Nr. 78, 24.04.2009, S. 1 (zitiert als O. V., 2009d, S. 1)

O. V.: Katar bietet Porsche Einstieg an, in: Börsen-Zeitung, Nr. 121, 30.06.2009, S. 1 (zitiert als O. V., 2009e, S. 1)

O. V.: Katar erhöht bei VW auf 17 Prozent, in: Börsen-Zeitung, Nr. 245, 19.12.2009, S. 9 (zitiert als O. V., 2009f, S. 9)

O. V.: Katar macht mit VW-Aktien Kasse – Ein Viertel des Vorzugskapitals plazierte, in: Börsen-Zeitung, Nr. 217, 11.11.2009, S. 1 (zitiert als O. V., 2009g, S. 1)

O. V.: KfW-Bankengruppe Interview, in: Sparkasse, Nr. 8, 08/2009, S. 36 (zitiert als O. V., 2009h, S. 36)

O. V.: Porsche erhält keinen Kredit von der KfW, in: Börsen-Zeitung, Nr. 119, 26.06.2009, S. 1 (zitiert als O. V., 2009i, S. 1)

O. V.: Porsche greift sich die Volkswagen-Mehrheit, in: Börsen-Zeitung, Nr. 2, 06.01.2009, S. 1 (zitiert als O. V., 2009j, S. 1)

O. V.: Porsche hat 10 Mrd. Euro für VW sicher, in: Börsen-Zeitung, Nr. 59, 26.03.2009, S. 9 (zitiert als O. V., 2009k, S. 9)

O. V.: Porsche hält über 53 Prozent bei VW, in: Börsen-Zeitung, Nr. 7, 13.01.2009, S. 11 (zitiert als O. V., 2009l, S. 11)

O. V.: Porsche muss auf KfW-Kredit warten, in: Börsen-Zeitung, Nr. 107, 09.06.2009, S. 11 (zitiert als O. V., 2009m, S. 11)

O. V.: Porsche plant Kapitalerhöhung von 5 Mrd. Euro, in: Börsen-Zeitung, Nr. 139, 24.07.2009, S. 9 (zitiert als: O. V., 2009n, S. 9)

O. V.: Porsche soll zehnte Marke werden, in: Börsen-Zeitung, Nr. 86, 07.05.2009, S. 9 (zitiert als O. V., 2009o, S. 9)

O. V.: Porsche verdient prächtig an VW-Optionen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 63, 01.04.2009, S. 9 (zitiert als O. V., 2009p, S. 9)

O. V.: VW nimmt gleich 49,9 Prozent von Porsche, in: Börsen-Zeitung, Nr. 202, 21.10.2009, S. 9 (zitiert als O. V., 2009q, S. 9)

O. V.: VW sichert sich die Hälfte von Porsche, in: Börsen-Zeitung, Nr. 236, 08.12.2009, S. 1 (zitiert als O. V., 2009r, S. 1)

O. V.: VW und Porsche starten in eine gemeinsame Zukunft, in: Börsen-Zeitung, Nr. 154, 14.08.2009, S. 9 (zitiert als O. V., 2009s, S. 9)

O. V.: Bundestag verbietet ungedeckte Leerverkäufe, in: AssCompact, Nr. 8, 04.08.2010, S. 118 (zitiert als O. V., 2010a, S. 118)

O. V.: Fusion Porsche und VW auf der Kippe, in: Börsen-Zeitung, Nr. 39, 25.02.2011, S. 9 (zitiert als O. V., 2010b, S. 9)

O. V.: VW kauft Porsche Holding Salzburg, in: Börsen-Zeitung, Nr. 218, 11.11.2010, S. 9 (zitiert als O. V., 2010c, S. 9)

O. V.: VW plaziert mit großem Erfolg, in: Börsen-Zeitung, Nr. 60, 27.03.2010, S. 9 (zitiert als O. V., 2010d, S. 9)

O. V.: Ausweitung der Beteiligungstransparenz durch das Anleger-schutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2011/mar11/29952.pdf>, 12.06.2011, (zitiert als O. V., 2011a)

O. V.: VW übernimmt Porsche Salzburg, in: Börsen-Zeitung, Nr. 42, 02.03.2011, S. 9 (zitiert als O. V., 2011b, S. 9)

Plaintiffs (Hrsg.): Third Amended Complaint, New York, 21.07.2010 (zitiert als Plaintiffs, 2010)

Porsche SE (Hrsg.) Geschäftsbericht 2005/2006, Stuttgart, 26.01.2007 (zitiert als Porsche SE, 2007, S. 27 und S. 29)

Porsche SE (Hrsg.) Geschäftsbericht 2006/2007, Stuttgart, 25.01.2008 (zitiert als Porsche SE, 2008, S. 19)

Porsche SE (Hrsg.) Geschäftsbericht 2007/2008, Stuttgart, 30.01.2009 (zitiert als Porsche SE, 2009)

Porsche SE (Hrsg.): Geschäftsbericht 2009/2010, <http://www.porsche-se.com/pho/de/investorrelations/mandatorypublications/annualreport-0910/download/>, 15.04.2011 (zitiert als Porsche SE, 2010a)

Porsche SE (Hrsg.) Geschäftsbericht Rumpfgeschäftsjahr 2010, <http://www.porsche-se.com/pho/de/investorrelations/mandatorypublications/annualreport-0910/>, 03.05.2011 (Porsche SE, 2010b, S. 40.)

Porsche SE (Hrsg.): Beteiligungsstruktur, <http://www.porsche-se.com/pho/de/porschese/holdingstructure/>, 16.04.2011 (zitiert als Porsche SE, 2011a, ohne Seite)

Porsche SE (Hrsg.): Meilensteine, <http://www.porsche.com/germany/aboutporsche/porschehistory/milestones/>,

15.04.2011 (zitiert als Porsche SE, 2011b, ohne Seite)

Porsche SE (Hrsg.): Porsche begibt erfolgreich 2 Anleihen,
<http://www.porsche.com/germany/aboutporsche/pressreleases/archiv2006/quarter1/?pool=germany&id=2006-01-23>,
 19.04.2011 (zitiert als Porsche SE, 2011c, ohne Seite)

Porsche SE (Hrsg.): Unternehmen, <http://www.porsche-se.com/pho/de/porschese/>,
 16.04.2011 (zitiert als Porsche SE, 2011d, ohne Seite)

Porsche SE (Hrsg.): Zwischenmitteilung – Bericht über den Zeitraum von 1. Januar 2011 bis zum 29. April 2011 des Geschäftsjahres 2011, <http://www.porsche-se.com/pho/de/investorrelations/mandatorypublications/interimreport/>,
 29.05.2011 (zitiert als Porsche SE, 2011e)

Rother, Franz W.: 50 Jahre VW-Gesetz – Mehr Vor- als Nachteile,
<http://www.wiwo.de/unternehmen-maerkte/mehr-vor-als-nachteile-436156/>,
 19.04.2011 (zitiert als Rother, 2010, ohne Seite)
 Schwarz, Christian: Derivative Finanzinstrumente und hedge accounting, 2006, Berlin (zitiert als Schwarz, 2006, S. 5)

Sester, Peter: Hybrid-Anleihen verbessern die Kapitalstruktur – Basel II und Ratingagenturen setzen Anreize für alternative Finanzierungskonzepte, in: Börsen-Zeitung, Nr. 110, 10.06.2006, S. 12 (zitiert als Sester, 2006, S. 12)

Stowell, David: An introduction to investment banks, hedge funds, and private equity - the new paradigm, London 2010 (zitiert als Stowell, 2010)

Volkswagen (Hrsg.): Volkswagen Aktiengesellschaft beschließt Kapitalerhöhung,
http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/info_center/de/news/2010/03/Ad_Hoc_KE.html, 29.05.2011 (zitiert als VW, 2010a, ohne Seite)

Volkswagen (Hrsg.): Volkswagen Aktiengesellschaft schließt Kapitalerhöhung 2010 erfolgreich ab,
http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/info_center/de/news/2010/04/Bezugspreis.html, 29.05.2011 (zitiert als VW, 2010b, ohne Seite)

Volkswagen (Hrsg.): Zahlen, Daten und Fakten – Der Volkswagenkonzern,
http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/info_center/de/publications/2011/03/faltblatt_-_zahlen.-bin.acq/qual-BinaryStorageItem.Single.File/Leporello_4-2010_WEB_dt.pdf,
 19.04.2011 (zitiert als VW, 2010c, ohne Seite)

Volkswagen (Hrsg.): Aktionärsstruktur,
http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/content/de/investor_relations/share/Shareholder_Structure.html, 19.04.2011 (zitiert als VW, 2011a, ohne Seite)

Volkswagen (Hrsg.): Der Konzern,
http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/content/de/the_group.html,
 19.04.2011 (zitiert als VW, 2011b, ohne Seite)

Volkswagen (Hrsg.): Der Triumph des Käfers,
<http://www.volkswagen.de/de/Volkswagen/historie.html#/flash=e27ee06563a38eac50dd461f91428e12@inspiration%252F1940%252Finformation%252FDer%2520K%25E4fer>, 19.04.2011 (zitiert als VW, 2011c, ohne Seite)

Volkswagen (Hrsg.): Dividende,
http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/content/de/investor_relations/share/dividend_announcement.html, 19.04.2011
(zitiert als VW, 2011d, ohne Seite)

Wadewitz, Sabine: Freshfields Bruckhaus Deringer, in Börsen-Zeitung, Nr. 17, 25.01.2006, S. 2 (zitiert als Wadewitz., 2006, S. 2)

Wirtschaftswoche (Hrsg.): Schwaches Debut der VW-Vorzüge im DAX,
<http://www.wiwo.de/finanzen/schwaches-debuet-der-vw-vorzuege-im-dax-417784/>,
09.06.2020 (zitiert als Wirtschaftswoche, 2009, ohne Seite)