

Schäfer, Dorothea

Article — Accepted Manuscript (Postprint)

Die "Geiselhaft" des Relationship-Intermediärs: Eine Nachlese zur Beinahe-Insolvenz des Holzmann-Konzerns

Perspektiven der Wirtschaftspolitik

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Schäfer, Dorothea (2003) : Die "Geiselhaft" des Relationship-Intermediärs: Eine Nachlese zur Beinahe-Insolvenz des Holzmann-Konzerns, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, ISSN 1465-6493, Wiley, Hoboken, Vol. 4, Iss. 1, pp. 65-84, <https://doi.org/10.1111/1468-2516.t01-1-00006>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/128142>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

This is the peer reviewed version of the following article: Die "Geiselhaft" des Relationship-Intermediärs : eine Nachlese zur Beinahe-Insolvenz des Holzmann-Konzerns / Dorothea Schäfer. In: Perspektiven der Wirtschaftspolitik 4 (2003), 1, p. 65-84, which has been published in final form at <http://dx.doi.org/10.1111/1468-2516.t01-1-00006>.

Die "Geiselhaft" des Relationship-Intermediärs - Eine Nachlese zur Beinahe-Insolvenz des Holzmann-Konzerns

Dorothea Schäfer*
(eingereicht: 9.3.2001)

Zusammenfassung

In der Diskussion um die Rettung von Philipp Holzmann wurde häufig die These vertreten, das Unternehmen sei Opfer der Deutschland AG geworden. Gemeint war damit, daß der systematische Grund für den Niedergang des Konzerns in der engen Beziehung zur Deutschen Bank zu suchen ist. Dieses Papier hingegen argumentiert, daß die Beziehung zwischen Holzmann und Deutscher Bank weniger mit dem Zerrbild der Deutschland AG als vielmehr mit dem Modell der Relationship-Intermediation vergleichbar ist, wobei diesem Modell in der Literatur zur Finanzintermediation durchaus paretoverbessernde Eigenschaften nachgesagt werden. Relationship-Intermediation und bankdominierte Unternehmenskontrolle sind - konsequent zu Ende gedacht - zwei Seiten ein und derselben Medaille. Wie alle Formen der Corporate Governance ist jedoch auch die bankdominierte Form nicht vor Kontrollverlust geschützt. Gerade der Erfolg der Relationship-Intermediation hat wahrscheinlich den Boden dafür bereitet, daß sich das Management von Holzmann der Kontrolle des Hauptfinanziers entziehen konnte. Die logische Konsequenz aus dem totalen Kontrollverlust wäre die Eröffnung des Insolvenzverfahrens und gegebenenfalls die Auszahlung der Investoren gewesen. Im Falle Holzmann haben Politik und Öffentlichkeit dem Relationship Intermediär und auch den übrigen Banken diesen Investorenschutz verweigert. Insoweit als Banken diese Gefahr der späteren "Geiselhaft" zukünftig antizipieren, wird der Anreiz, in Relationship Intermediation zu investieren, vermindert. Das kann die Finanzierungs- und Sanierungsbereitschaft der Banken einschränken.

*PD Dr. Dorothea Schäfer, Freie Universität Berlin, Institut für Bank- und Finanzwirtschaft, Boltzmannstraße 20, 14195 Berlin, email:dorosch@zedat.fu-berlin.de. Ich danke einem anonymen Referee, den Mitgliedern des Fachbereichsrats des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft, Freie Universität Berlin, den Teilnehmern des Bankenworkshops 2001 in Münster und den Teilnehmern des Forschungsseminars am Seminar für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Bankbetriebslehre der Universität zu Köln für ihre hilfreichen Kommentare. Die finanzielle Unterstützung durch die DFG im Rahmen des Schwerpunktprogramms "Effiziente Gestaltung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen" wird dankbar angezeigt.

1 Einleitung

Als die Konzernspitze von Philipp Holzmann am 15. November 1999 die Überschuldung des Konzerns bekanntgab, war der erste Reflex der Öffentlichkeit grenzenlose Überraschung. Hatte nicht Konzernchef Binder noch im August bekanntgegeben, daß das Unternehmen im Jubiläumsjahr 1999 wieder die Gewinnschwelle erreichen werde? Im zweiten Reflex wollten alle gewußt haben, daß es so kommen mußte. Schließlich war bei Holzmann die sogenannte Deutschland AG am Werk. Im dritten Reflex war sich dann die veröffentlichte Meinung einig, daß die Banken und hier insbesondere der jahrezehntelange Wegbegleiter Deutsche Bank den "Karren wieder aus dem Dreck" zu ziehen hatten. Ohne die von den Banken bereitgestellten Finanzmittel hätte es schließlich gar nicht so weit kommen können. In der vierten Runde hielten sich die Begeisterung über den zupackenden Bundeskanzler Schröder, der den Banken den rechten Weg gewiesen hatte, und die Besorgnis, daß sich jetzt auch noch die Politik zur Deutschland AG hinzugesellte und so dem Finanzplatz Deutschland endgültig den Garaus machen würde, die Waage. In der letzten Runde schließlich vergaßen Medien und Kommentatoren das Unternehmen wieder. Wie die Sanierung durchgeführt wurde, wer die Kosten trägt und welche Folgen damit für den Finanzplatz Deutschland verbunden sein könnten, interessierte nur mehr rudimentär.

Diese ex post Ignoranz muß den unbefangenen Beobachter aus mehreren Gründen erstaunen. Erstens wurde durch das massive Eingreifen von Medien und Politik ex post bei Philipp Holzmann genau jene Spielart von Corporate Governance ausgebaut, die man während der akuten Krise noch als Ursache allen Übels verteufelt hatte. Zweitens scheint mir die Frage, wie sich die erzwungene Sanierung des Holzmann-Konzerns auf die Finanzierungs-, Bindungs- und (freiwillige) Sanierungsbereitschaft der Banken auswirkt, von weitaus größerer Bedeutung für den Finanzplatz Deutschland zu sein als die etwas diffuse Warnung vor der allseits präsenten Deutschland AG. Denn eines hat der Fall Holzmann in jedem Fall deutlich gemacht. Zu den Banken als Sanierer scheint es zumindest in Deutschland keine rechte Alternative zu geben.

Dieses Papier will sowohl Ursachensuche betreiben als auch die Folgekosten nicht außer acht lassen. Nach einer kurzen Darstellung der Vorgeschichte der Überschuldung gehen wir in Kapitel 3 den systematischen Ursachen der Überschuldungskrise nach. Dabei wenden wir die bekannten Theorien zur Relationship-Intermediation auf den Fall Holzmann an und diskutieren ein zur Deutschland AG alternatives Erklärungsmodell für den Kontrollverlust bei Holzmann. Kapitel 4 gibt einen Überblick über die Sanierungsmaßnahmen. Abschnitt 5 diskutiert die Bedeutung des Falles für den Investorenschutz und spürt den Gründen für die fast ausschließliche Kostenübernahme durch die Banken nach. Kapitel 6 beschäftigt sich mit möglichen langfristigen Folgen der erzwungenen Sanierung. In Kapitel 7 wird ein kurzes Resümee gezogen.

2 Die Vorgeschichte der Überschuldung

Wohl mit dem Ziel, sich langfristig von den Wettbewerbern abzusetzen, begann der damalige Vorstand Ende der 80er Jahre damit, den Holzmann-Konzern auf ein starkes Volumenwachstum hin auszurichten. Die Bauleistung nahm von 1989 bis 1997 jährlich im Durchschnitt um rund 11% zu, wohingegen das durchschnittliche jährliche Wachstum zwischen 1979 und 1988 noch bei unter 1% gelegen hatte (siehe Tabelle 1). Die Bauindustrie wies in den gleichen Zeiträumen ein durchschnitt-

liches Umsatzwachstum von ca. 4.5% und 5.5% auf.¹ Die Expansion kam in erster Linie durch den Erwerb von zahlreichen Beteiligungen und den Einstieg in das Projektentwicklungsgeschäft zustande. Mit dem Immobilienprojektgeschäft, das unter dem Motto "alles aus einer Hand" forciert wurde, war der Eintritt in völlig neue, schwer überschaubare Aktivitätsfelder verbunden. Vom reinen bauausführenden Unternehmen wollte Holzmann zum echten Dienstleister aufsteigen, womit insbesondere auch der Ausbau des Betreibergeschäftes verbunden war (Philipp Holzmann AG, 1992).

Tabelle 1

Der Mißerfolg der Expansionsstrategie realisierte sich - ex post betrachtet - schon relativ bald. Laut Drukarczyk und Schüler (1999) verdiente der Holzmann-Konzern bereits ab 1990 weniger als die Kapitalkosten (siehe die negativen operativen Residualgewinne in Tabelle 2). Nun sind Gewinne, die unter den Kapitalkosten liegen, am Anfang einer auf langfristige Erträge ausgerichteten Investition an sich nichts ungewöhnliches. Zum Problem werden sie erst, wenn sich das Bild - wie im Falle Holzmann - auch nach etlichen Jahren nicht umkehrt. Ab 1994 schlug sich der negative Trend dann auch in den Bilanzkennzahlen nieder. Die Bilanzbonität lag laut Baetge und Partner ab diesem Zeitpunkt deutlich unter dem Branchendurchschnitt (*Handelsblatt*, 1999b). Holzmann zahlte erstmals 1995 keine Dividende. Bis zur ersten akuten Krise 1997 fielen 3.3 Mrd. DM Verluste an. Die Börsenkapitalisierung der Holzmann-AG sank im Zeitraum zwischen 1994 und 1998 von 3.8 Mrd. Mark auf 1.5 Mrd., obwohl 1998 durch eine Kapitalerhöhung und die Begebung einer Wandelanleihe frisches Kapital von 700 Mio. DM zugeführt wurde (Pohl, 1999 und Philipp Holzmann AG, 1995-1999).

Tabelle 2

1999 schließlich war das Unternehmen mit 1.64 Mrd. DM überschuldet, wobei relativ schnell klar wurde, daß die Zahlungsunfähigkeit von Mißständen verursacht worden ist, die bereits die 97er Krise herbeigeführt hatten. Das waren vor allem

- nicht bilanzierte Verlustrisiken aus dem Projektentwicklungsgeschäft, verursacht zum einen durch hohe Vorfinanzierungskosten und zum anderen durch nicht kostendeckende Betreiber- (z.B. Kölnarena) und Mietgarantien (z.B. City-Carré in Magdeburg)
- Verluste aus dem schwer durchschaubaren Konglomerat von Beteiligungen.

Für das City-Carré hatte die Tochter Philipp Holzmann BauProjekt AG bei ortsüblichen Mieten von maximal 20 DM pro Quadratmeter mehr als 23 DM über bis zu 15 Jahre garantiert (*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1999). Allein die Neueinschätzung dieser Mietgarantien verursachte zusammen mit der Ablösung des Betreiberisikos Kölnarena 1999 einen Verlust von 375 Mio. DM. Als Beispiel für erfolglose Beteiligungen sind vor allem die französische Tochter Nord-France und die Philipp Holzmann (Thai) Ltd. zu nennen, bei denen von 1992 bis zur Abwicklung im Jahre 2000 Verluste von 900 Mio. DM aufgelaufen waren. Warum sich bei Holzmann über Jahre weitgehend unentdeckt Verlustrisiken in mehrfacher Milliardenhöhe auf türmen konnten, führte der im Zuge der Reorganisation neu eingesetzte Vorstand ex post auf die "Nichtanpassung tradierter Organisationsstrukturen an die grundlegend neuen Geschäfts- und Risikostrukturen" zurück. Insbesondere hätte eine "klare Festlegung von Kompetenzen und Verantwortlichkeiten" gefehlt und man habe an "äu-

¹ Die Werte beziehen sich auf die Bruttobauleistung, d.h. einschließlich Umsatzsteuer (Baustatistisches Jahrbuch, 1998).

berst komplexen Kosten- und Abwicklungsstrukturen sowie wirtschaftlich ineffizienten Niederlassungsstrukturen" festgehalten (Philipp Holzmann AG, 1999).²

3 Ursachensuche: Deutschland AG oder Relationship-Intermediation?

Bei der Suche nach den tieferen Ursachen der Misere bei Holzmann landeten Medien, Politiker und auch wissenschaftliche Kommentatoren häufig bei der Deutschland AG. In erster Linie diente der Begriff dazu, um die exponierte Rolle der Deutschen Bank in der Corporate Governance von Holzmann als Fremdkapitalgeber, Eigenkapitalgeber und Vorsitzender des Aufsichtsrats kurz und griffig zu umschreiben.³ Dabei wurde gleichzeitig suggeriert, daß das negative Marktergebnis durch diese Art von Corporate Control systematisch herbeigeführt wird. Das allerdings ist zumindest zweifelhaft, denn - wie ich im folgenden Abschnitt genauer ausführen werde - zeigt die Verbindung von Holzmann und Deutscher Bank typische Merkmale der sogenannten Relationship-Intermediation (enge Bank-Firmen-Beziehung). Da dieser Form der Intermediation gerade in der neueren Bankentheorie paretoverbessernde Eigenschaften zugeschrieben werden, ist nicht einsehbar, warum sie nun gerade in diesem Fall systematisch schlechte Ergebnisse hätte zeitigen sollen.

3.1 Relationship-Intermediation

Relationship-Intermediation wird von Boot (2000) als Bereitstellung von Finanzdienstleistungen definiert,

- bei denen der Intermediär in die Erlangung unternehmensspezifischer, oft vertraulicher Informationen investiert und
- den Wert dieser Informationen durch eine langandauernde, sich auf viele (Finanz-)Produkte erstreckende Geschäftsbeziehung mit dem Kunden ständig erhöht.

Der Anreiz der Bank, in Informationsproduktion zu investieren, ist naturgemäß um so größer, je mehr die Bank von einer langandauernden Beziehung ausgeht und je größer ihr Anteil an der gesamten Finanzierung des Unternehmens ist. Wenn Relationship-Intermediation vorliegt,

- hat der Intermediär Zugang zu wertvollen Informationen, die nicht öffentlich verfügbar sind,
- sind frühzeitige Interventionen leichter möglich,
- sind Kreditverträge flexibler, das heißt, paretoverbessernde Wiederverhandlungen sind leichter durchführbar,
- ist es dem Intermediär eher möglich, seine Kreditsicherheiten aus dem Firmenvermögen zu überwachen und wertmindernde Entscheidungen des Managements zu verhindern,
- können Kreditverträge intertemporal geglättet werden. Verluste am Anfang einer Kreditbeziehung oder auch Verluste aus der Gewährung besonders günstiger Konditionen in Krisenphasen können durch spätere Gewinne wieder aufgeholt werden.

² Am Ende hatte Holzmann im Bundesgebiet 40 relativ selbständig arbeitende Niederlassungen. Im Zuge der Reorganisation wurden 5 Hauptniederlassungen geschaffen, denen insgesamt 10 Niederlassungen zugeordnet sind. 25 Standorte sollen geschlossen werden (Philipp Holzmann AG, 2000b).

³ Nach der Zustimmung der Banken zum Sanierungskonzept wurden neben dem "industriellen Engagement der Universalbanken" auch "die deutsche Mitbestimmung, die Festungsmentalität des 'old-boys'-network auf allen unternehmerischen Ebenen und die unkalkulierbare politische Einmischung" (Theisen, 1999) unter dieses Schlagwort subsumiert. Das *Wallstreet Journal Europe* wurde zwar nicht müde, "Corporate Germany" als systematischen Verursacher der Holzmann-Krise zu identifizieren, interpretierte allerdings gerade den auf die Banken ausgeübten politischen Druck als Hinweis für ein Bröckeln der Deutschland AG.

Jedes der genannten Merkmale von Relationship-Intermediation wirkt sich positiv auf die Finanzierungsbereitschaft des Intermediärs aus. Dem Nutzen stehen allerdings auch Kosten gegenüber. So birgt eine enge Bank-Firmen-Beziehung immer auch die Gefahr, daß die Bank in Wiederverhandlungen zu weich ist und das Unternehmen auch dann noch finanziert, wenn es eigentlich liquidiert werden sollte. Es ist offensichtlich, daß solche Nachgiebigkeit ex ante negative Anreize setzt, sowohl was die Leistungsbereitschaft des Managements als auch den Willen zur ordnungsgemäßen Bedienung der Schuld angeht. Ein zweites Problem ist die Tatsache, daß der Unternehmer die Bank-Firmen-Beziehung in der Regel nicht kostenlos aufkündigen kann, was ihn unmittelbar der Gefahr der ex post Ausbeutung aussetzt. Die relative Größe von Nutzen und Kosten ist eine rein empirische Frage. Die Mehrzahl der Studien deutet allerdings darauf hin, daß der Nutzen die Kosten übersteigt. Firmen mit einer engen Bank-Firmenbeziehung leiden weniger unter Finanzmittelknappheit als andere Firmen (Berger und Udell, 1995, Elsas und Krahen, 1998, und Ongena und Smith, 2000) und erzielen im Durchschnitt - auf lange Sicht gesehen - das bessere Marktergebnis (Petersen und Rajan, 1994 und 1995, Gorton und Schmid, 2000).⁴

3.2 Die Beziehung zwischen Holzmann und Deutscher Bank

Die Verbindung zwischen Holzmann und Deutscher Bank geht bereits auf das Jahr 1873 zurück. Über die Internationale Bau- und Eisenbahngesellschaft erwarb die Deutsche Bank eine indirekte Beteiligung an der noch jungen Baufirma Philipp Holzmann & Co. Die Kommanditgesellschaft wurde 1917 auf Betreiben der Deutschen Bank in die Philipp Holzmann AG umgewandelt, wobei die Internationale Baugesellschaft (vormalige Bau- und Eisenbahngesellschaft) in der neuen Aktiengesellschaft aufging. Von 1932 an stellte die Deutsche Bank 60 Jahre ununterbrochen den Aufsichtsratsvorsitzenden. 1992 übernahm dann der vormalige Vorstandssprecher von Holzmann den Vorsitz (Pohl, 1999). In den Nachkriegsjahren betrug der Aktienanteil der Deutschen Bank regelmäßig mehr als 25%, in manchen Jahren gar mehr als 35% (Gorton und Schmid, 2000). Erst 1998 wurde die Beteiligung auf die im Krisenjahr geltenden 15.1% zurückgeführt. Über mehr als ein halbes Jahrhundert war die Deutsche Bank zudem auch wichtigster Kreditgeber des Unternehmens.

Niemand wird also die Langfristigkeit der Beziehung von Holzmann und Deutscher Bank in Zweifel ziehen. Als dominanter Kreditgeber hatte die Deutsche Bank einen starken Anreiz, in die Erlangung unternehmensspezifischer, vertraulicher Informationen zu investieren. Da Aufsichtsratsmandate nicht nur Einsichten in die Firmenspezifika gewähren, sondern auch Informationen über die Branche liefern (Kroszner und Strahan, 1999), muß die jahrzehntelange Rolle als Aufsichtsratsvorsitzender wohl als Teil dieser Investition in Informationsproduktion gewertet werden. Weder in der Theorie noch in der Empirie gibt es Hinweise darauf, daß ihre gleichzeitige Rolle als Anteilseigner diesen Anreiz hätte unterminieren können. Vielmehr muß wohl eher das Gegenteil vermutet werden. Es ist plausibel anzunehmen, daß gerade die Dreifachrolle und die damit verbundenen unterschiedlichsten Transaktionen zwischen Deutscher Bank und Holzmann einen stärkeren Zugang zu vertraulichen Informationen gewährten, als dies bei jedem anderen Kreditinstitut der Fall war. Da auf diesem exklusiven Informationszugang auch die dominierende Rolle der Deutschen Bank in der Unternehmenskontrolle von Holzmann beruhte, dürfte unmittelbar einsichtig sein, daß Relationship-Intermediation und bankdominierte Unternehmenskontrolle zwei Seiten ein und derselben Medaille sind.

⁴ Mit Ausnahme von Gorton und Schmid untersuchen die Studien nur Relationship-Lending, also die enge Beziehung zwischen Kreditgeber und Unternehmen. Petersen und Rajan (1994) betonen allerdings, daß ein Verbot des Anteilsbesitzes den Wert einer engen Bank-Firmen-Beziehung eher vermindert und plädieren deshalb für eine Aufhebung des Glass-Steagall-Acts. Diese Aufhebung erfolgte 1999.

Relationship-Intermediation ist ein Vehikel, mit dem der Finanzier sich vor der Nichterfüllung seiner vertraglich zugestandenem Cash-flow-Rechte schützen will. Mit der Rolle des Kreditgebers sind jedoch andere Cash-flow-Rechte verbunden als mit der Rolle des Aktionärs. Anteilseigner nehmen voll am Erfolg teil. Die Dividenden fließen jedoch erst, wenn die Erträge so hoch sind, daß sie über die fixen Ansprüche der Kreditgeber hinausgehen. Für die Kreditgeber ist es gerade umgekehrt, ihre fixen Ansprüche werden vorrangig befriedigt, an den hohen Erträgen riskanter Projekte sind sie jedoch nicht prozentual beteiligt. Niedrige, aber sichere Erträge sind Kreditgebern daher lieber als hohe, aber riskante Cash-flows. Dementsprechend sind Kreditgeber risikoscheuer als Aktionäre.

Könnte es also sein, daß die Vorteile der Relationship-Intermediation durch einen inhärenten Interessenkonflikt der Deutschen Bank zwischen ihrer Aktionärs- und ihrer Kreditgeberrolle geschmälert oder gar ins Gegenteil verkehrt worden sind? Ein solcher Verdacht wird zwar oft geäußert, läßt sich aber nicht nachweisen. Die Theorie liefert vielmehr das gegenteilige Ergebnis. Anteilsbesitz schwächt den Interessenkonflikt ab. Wenn es der Bank erlaubt ist, Aktien der Firma zu halten, ist die Risikoaversion weniger stark ausgeprägt, und es kommt zu einer Annäherung an die Interessen der "reinen" Aktionäre (Berglöf, 1990, Rajan, 1992, Dewatripont und Tirole, 1994). In der Empirie ist das Ergebnis zwar weniger eindeutig, die Mehrzahl der Untersuchungen deutet jedoch darauf hin, daß der Anteilsbesitz von Banken keinen negativen Einfluß auf das Marktergebnis der Firmen ausübt (zum Beispiel Gorton und Schmid, 2000).

Eindeutigerweise zeigt Relationship-Intermediation in den USA ein ganz anderes Gesicht als in Deutschland. Die Repräsentation des Relationship-Intermediärs im "Board" des Unternehmens ist in den USA nur selten zu beobachten. Ebenso wenig ist Anteilsbesitz ein häufig vorkommendes Element in einer engen Bank-Firmen-Beziehung. Daraus jedoch abzuleiten, daß Anteilsbesitz und Aufsichtsratsmandat keine die Qualität einer Bank-Firmen-Beziehung fördernden Bestandteile sind, wäre ungerechtfertigt. Schließlich ist die Abstinenz der US-amerikanischen Banken in dieser Hinsicht weit weniger auf die eigenen Präferenzen als vielmehr auf den Zwang des Gesetzgebers zurückzuführen. Das praktische Nichtvorhandensein von Anteilsbesitz hat historische Gründe. Bis vor kurzem war es den US-amerikanischen "Commercial Banks" nicht erlaubt, Anteilsbesitz zu halten (Glass-Steagall-Act). Auch die Nichtpräsenz des Relationship-Intermediärs im "Board" hat weniger damit zu tun, daß eine solche Investition nicht für beide Seiten lohnend wäre, sondern ist vielmehr der besonderen Ausgestaltung des Insolvenzrechts geschuldet. Wenn Banken in den USA nachweislich vor Eintritt der Insolvenz aktiv in das Management der Firma eingegriffen haben, gehen sie im Insolvenzverfahren nicht nur der Vorrangigkeit ihrer Rückzahlungsansprüche verlustig, sondern können von anderen Gläubigern auch auf Schadensersatz verklagt werden. Dieses Risiko scheuen viele Banken und verzichten daher auf einen Sitz im "Board", selbst wenn das sowohl für das Unternehmen als auch die Bank nützlich wäre (Kroszner und Strahan, 1999).

Für Holzmann wurden die Auswirkungen der engen Beziehung zur Deutschen Bank immer dann besonders offenbar, wenn das Unternehmen wirtschaftlich prekäre Situationen zu bestehen hatte. So traf Holzmann die in der Weltwirtschaftskrise 1929-1932 herrschende Kapitalknappheit mit weit geringerer Wucht als die übrigen Bauunternehmen. Nach der Währungsumstellung 1948 sicherte die Hessische Bank als Nachfolgeinstitut der Deutschen Bank als erste die Liquidität des Bauunternehmens mit einem Kreditvertrag über 2.5 Mio. DM. In der akuten Krise 1997 stellte die Deutsche Bank nicht nur zusätzliche Liquidität zur Verfügung, sondern machte auch vom "ultimativen Kontrollrecht" (Hellwig, 2000c) Gebrauch und betrieb die Entlassung des alten und die Einstellung eines neuen Managements (Pohl, 1999). Zusätzlich übernahm sie nach 5jähriger Abstinenz wieder den Vorsitz im Kontrollgremium (Philipp Holzmann AG, 1996).

Das Marktergebnis, resultierend aus dieser engen Bank-Firmen-Beziehung, konnte sich lange Zeit ebenfalls sehen lassen. Holzmann stieg nach dem Krieg innerhalb weniger Jahre zum größten deut-

schen Bauunternehmen auf. Bis zum Ende der 80er Jahre war es ein profitables Unternehmen. Was also ist in den 90er Jahren passiert? War die Position des Relationship-Intermediärs so stark geworden, daß er das Unternehmen ausbeuten konnte? Weder die Tatsache, daß die Deutsche Bank zwischen 1992 und 1997 ein wichtiges Kontrollinstrument, den Vorsitz des Aufsichtsrats, an den damaligen Vorstandsvorsitzenden des Unternehmens abgab, noch der Umstand, daß Philipp Holzmann offensichtlich Finanzierungsbeziehungen zu rund 30 Kreditgebern pflegte, also bei Krediten für reichlich Alternativen zur Deutschen Bank gesorgt hatte, spricht für diese These. Wahrscheinlicher hingegen ist, daß die Verschlechterung des Marktergebnisses auf ein Phänomen zurückzuführen ist, das zu den grundlegenden Gemeinsamkeiten von markt- bzw. bankorientierten Finanzierungssystemen gehört. Das Versprechen des Managements "Kontrolle gegen Finanzierung" ist unglaubwürdig und nur unter Zwang durchsetzbar (Hellwig, 2000c). Sei es aus Statusgründen, sei es um kostspielige Annehmlichkeiten leichter durchsetzen zu können, sei es um mit "Empirebuilding" dem eigenen Prestigedrang ungestraft nachgeben zu können, Manager präferieren es, das Unternehmen in den Dienst ihrer eigenen Zielsetzung zu stellen (Williamson, 1967). Da dies den Cash-flow-Interessen der Finanziere im allgemeinen widerspricht, strebt das Management danach, seine Entscheidungen unabhängig von den Finanzierern treffen zu können. Das Bemühen, sich zu "emanzipieren", ist dabei um so größer, je mehr der Financier die Entscheidungsfreiheit des Managements beschneiden kann. Auch ein Kontrollregime, das auf einer aktiven Rolle der Hausbank aufbaut, kann neutralisiert werden. Je mächtiger die Hausbank ist, desto stärker ist der Anreiz, der Einflußnahme zu entgehen. In diesem Sinne hatte das Management von Holzmann vielleicht schlichtweg genug von den weitreichenden Einflußmöglichkeiten ihrer Hausbank.

You may think that you have a relationship, but the customer may consider it an annoying sequence of transactions (Aussage eines Bankmanagers zitiert in Boot, 2000).

Als Folge davon könnte die Deutsche Bank Anfang der 90er Jahre in eine Quasi-Outsider-Position gerutscht sein. Investitionen in Relationship-Intermediation sollen zwar genau das verhindern. Wie alle risikobehafteten Investitionen können sie jedoch nicht garantieren, daß sich das Management auf Dauer der Kontrolle durch die Finanzier unterwirft. Vielmehr mögen gerade das gute Marktergebnis und das aufgrund jahrelanger guter Erfahrungen angehäuften Vertrauenspotential auf Seiten des Relationship-Intermediärs die Bedingungen schaffen, unter denen sich das Management der Kontrolle und Einflußnahme des Hauptfinanziers entziehen kann.

3.3 Die Achillesferse langfristiger erfolgreicher Relationship-Intermediation - Kontrollverlust

Wann muß man damit rechnen, daß es dem Management gelingt, sich dem unmittelbaren Einflußbereich seines Hauptfinanziers zu entziehen? Wahrscheinlich müssen dafür mehrere der nachgeannten Merkmale aufeinandertreffen.

- Aufgrund jahrelanger guter Erfahrungen ist auf der Seite des Relationship-Intermediärs ein großes Vertrauenspotential vorhanden.
- Der Relationship-Intermediär schränkt sein Kontrollinstrumentarium freiwillig ein.
- Durch eine hohe Innenfinanzierungskraft erübrigt sich die externe Finanzierung von Projekten.
- Große stille Reserven, die als Kreditsicherheiten dienen können, erlauben den Zugang zu Krediten von Wettbewerbern des Relationship-Intermediärs.
- Das Management hat eine plausible Begründung für eine starke Veränderung der Unternehmensstrategie, so daß der Relationship-Intermediär den Strategiewechsel mitträgt. Der Wechsel zwingt den Intermediär jedoch gleichzeitig, einen Teil seiner Investitionen in die Informationsproduktion und die Kontrolltechnologie abzuschreiben.

Auf den Holzmann-Konzern der neunziger Jahre trafen fast alle Merkmale zu. Das Vertrauenspotential dürfte nach jahrzehntelanger, vergleichsweise reibungsloser Zusammenarbeit nahezu unendlich gewesen sein. 1992 verzichtete die Deutsche Bank - wahrscheinlich aufgrund dieses Vertrauens - auf den Aufsichtsratsvorsitz und überließ ihn bis zur ersten akuten Krise 1997 dem vormaligen Vorstandsvorsitzenden, jenem Manager also, der in den Jahren vorher die Umorientierung von Holzmann auf das fremde und hochriskante Projektentwicklungsgeschäft in die Wege geleitet und vorangetrieben hatte.

Wie ex post aus der Höhe der in der Bilanz verarbeiteten Verluste abzulesen ist, hatte das Unternehmen Ende der 80er Jahre erhebliche Reserven angesammelt, deren Beleihung den Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen ermöglichte. Das zunehmende Ausweichen auf Kredite von den Wettbewerbern bei hochriskanten Unternehmungen erklärt wahrscheinlich auch den offenbar vergleichsweise niedrigen Anteil der Deutschen Bank an den problematischen Projektkrediten (*Handelsblatt*, 1999a). Mit der Furcht vor dem Überschwappen der Takeover-Welle auf Europa und der vermutlich bereits Anfang der 90er Jahre heraufdämmernden realen Übernahmegefahr durch die Hochtief-AG hatte das Management auch eine glaubwürdige Begründung für die völlige Veränderung der Geschäftsstrategie und die starke Expansion. Der zur finanzstarken Rheinisch-Westfälischen-Elektrizitätsgesellschaft gehörende Konkurrent Hochtief hatte 1994 bereits 24.9% des Aktienkapitals von Holzmann erworben. Danach wurde der Übernahmekampf trotz des Vetos des Bundeskartellamtes offen ausgetragen, ehe ihn Hochtief dann im Jahre 1998 durch den Verkauf seines gesamten Aktienpakets an die belgische Unternehmensgruppe Gevaert überraschend selbst beendete.

Die vom neuen Management beklagte "Nichtanpassung tradierter Organisationsstrukturen" und die Beibehaltung "äußerst komplexer Kosten-, Abwicklungs- und Niederlassungsstrukturen" mögen in der Emanzipationsphase und erst Recht in der Zeit, als sich die Anzeichen einer ernsthaften Krise mehrten, durchaus im Interesse des Managements gewesen sein. Erhöhten sie doch die Kosten der Informationsproduktion für den Relationship Intermediär erheblich. Aufgrund des allgemeinen Rückgangs der Geschäftsentwicklung in der Bauindustrie (siehe Tabelle 1) wurde das Management "die Geister, die es selber rief" dann allerdings nicht mehr rechtzeitig los. Das Krisenjahr 1997 fegte sowohl den Aufsichtsratsvorsitzenden als auch fast den gesamten Vorstand hinweg. Die neuerliche Übernahme des Aufsichtsratsvorsitzes und die Einsetzung eines neuen Vorstandsvorsitzenden durch die Deutsche Bank muß wohl als Versuch gewertet werden, die in den 90er Jahren verlorengegangene Unternehmenskontrolle wieder zurückzugewinnen. Dabei machte sie - ex post betrachtet - jedoch wohl zwei entscheidende Fehler, die wiederum wenig mit der Deutschland AG zu tun haben. Sie setzte einen branchenfremden Vorstandsvorsitzenden ein, nicht erkennend, daß die zur Erlangung der Kontrolle notwendigen Investitionen für einen Quereinsteiger ohne Bauexpertise in einer so sehr von professionellen "Insidern" geprägten Branche wie der Bauwirtschaft (Pohl, 1999) hoch - und wie man heute weiß - zu hoch sind. Außerdem unterschätzte sie das Ausmaß des Kontrollverlustes und damit die notwendigen Investitionen für zuverlässige Informationsproduktion und Wiedergewinnung der Kontrolle. Insbesondere entging ihr offensichtlich, daß es sich bei Holzmann um ein Unternehmen handelt, in dem sich nicht nur das Top-Management von der Kontrolle durch den Finanzier befreit hat, sondern in dem es dank einer unübersichtlichen Organisationsstruktur auch den nachgelagerten Managementebenen gelungen war, sich selbst große diskretionäre Spielräume zu schaffen (Pohl, 1999). Wie weit diese Spielräume reichten, illustriert der Bau des Golfplatzes im Brandenburgischen Motzen. Die Hauptniederlassung Düsseldorf errichtete den Platz 1991, obwohl der Vorstand die Projektanträge vorher abgelehnt hatte. Nach Fertigstellung gründeten Mitarbeiter der Niederlassung eine eigene GmbH, über die sie zahlreiche Geschäfte auf eigene Rechnung abwi-

ckelten und "sich in großem Umfang bereicherten". Als die Geschäfte 1997 aufgedeckt wurden, waren Verluste von ca. 12 Mio. DM aufgelaufen (*ManagerMagazin*, 2000).⁵

4 Das Folgeproblem - Die Geiselnhaft des Relationship-Intermediärs

Nach Bekanntgabe der Überschuldung zeigte sich relativ schnell, daß weder der ehemalige Großaktionär Hochtief noch andere Unternehmen der Bauindustrie ein Interesse daran hatten, das insolvente Unternehmen zu übernehmen und zu sanieren. Auch der mit etwas über 30% größte Anteilseigner, die belgische Unternehmensgruppe Gevaert, lehnte jeglichen finanziellen Beitrag zur Sanierung ab. Die Banken, einzig noch verbliebene Gruppe von Investoren, die zur Sanierung in der Lage war, waren zunächst ebenfalls nicht bereit, dem Unternehmen den Gang zum Insolvenzgericht zu ersparen. Letzteres löste in Medien und Politik eine massive, ausschließlich auf die Finanzinstitute konzentrierte Kampagne aus. Im Mittelpunkt der Medienkampagne stand vor allem die Deutsche Bank. Die enge Verbindung zwischen Holzmann und der Deutschen Bank wurde dabei zum einen als Inbegriff der Deutschland AG an den Pranger gestellt. Zum anderen aber wurde gerade aus dieser Verbindung auch so etwas wie ein Anspruch auf Sanierung unter Federführung der Deutschen Bank abgeleitet (Hellwig, 2000a). Mit dem Zerrbild der "Deutschland AG" wurde der Relationship-Intermediär quasi in "Geiselnhaft" genommen.

Der schließlich unter dem Druck der Öffentlichkeit zustande gekommene Sanierungsplan umfaßte auf der finanziellen Seite,

- den Rangrücktritt der Konsortialbanken bei Krediten von 1.3 Mrd. DM,
- die Gewährung eines Konsortialkredits von 1 Mrd. DM,
- einen Kapitalschnitt mit anschließender Kapitalerhöhung im Volumen von 1.265 Mrd. DM
- und die Ausgabe von Wandelgenußrechten, die zusätzliches Eigenkapital von fast 780 Mio. DM sichern sollten.

Hinzu kamen eine Ausfallbürgschaft zu 80% für einen Bankkredit über 125 Mio. DM durch den Bund, die Gewährung eines KfW-Kredits über 150 Mio. DM, die Übernahme von Pensions- und Rentenverpflichtungen über ca. 55 Mio. DM durch den Pensionssicherungsverein und ein schwer zu beziffernder Sanierungsbeitrag der Mitarbeiter.⁶

Die neuen Aktien wurden ebenso wie die Wandelgenußrechte ausschließlich von den Banken gezeichnet (Philipp Holzmann AG, 1999). Mit ca. 4.3 Mrd. DM - resultierend aus bedingtem Schuldennachlaß, Bereitstellung von neuer Liquidität und Einbringung von neuem Eigenkapital - trugen die Banken fast die gesamten Lasten der von Politik und Medien eingeforderten finanziellen Sanierung. Das betrifft allen voran die Deutsche Bank, deren finanzielles Engagement bei ca. 1.5 Mrd. DM liegt. Die zentrale Rolle der Deutschen Bank bei der Sanierung spiegelt sich jedoch nicht nur im finanziellen Teil des Sanierungsplans wider. Auch an der Verwirklichung des operativen Sanierungsplans war sie maßgeblich beteiligt. So suchte sie die Unternehmensberatung und den neuen

⁵ Weitgehende Autonomie der Hauptniederlassungen förderte laut *Spiegel* (1999) auch das Gutachten der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Schitag, Ernst & Young zu Tage. Gemäß dem zitierten Gutachten akquirierte "die im Bauträgergeschäft gänzlich unerfahrene Hauptniederlassung München" offensichtlich am Vorstand vorbei Projekte für 390 Mio. DM. Dabei produzierte sie Verluste von 170.3 Mio. DM. Sämtliche Projekte seien von vornherein "nicht ordnungsgemäß und auf den Markt abgestimmt kalkuliert worden".

⁶ Da die Zustimmung der EU-Kommission zu den Staatsbeihilfen erst im Mai 2001 erfolgte, gewährte die Kreditanstalt für Wiederaufbau dem Konzern ein Darlehen über 125 Mio. DM zu marktüblichen Konditionen. Dem ursprünglichen Sanierungstarifvertrag, dem Einsparungen im Wert von 250 Mio. DM zugeschrieben wurden, hat die Gewerkschaft IG Bauen - Agrar - Umwelt nicht zugestimmt. Der neue Tarifvertrag sieht die Rückvergütung der freiwilligen Mehrarbeit durch ein Aktienwertsteigerungsprogramm vor.

Vorstandssprecher aus (*Der Tagesspiegel*, 1999, *Berliner Zeitung*, 2000). Bemerkenswerterweise leisteten die übrigen Aktionäre selbst keinen finanziellen Sanierungsbeitrag. Quasi als Preis für ihre Zustimmung konnten sie dennoch ca. 35% des Unternehmens behalten. Der Jahresschlusskurs 1999 der Aktie (vor Durchführung der Kapitalerhöhung) spiegelt mit 69 DM genau diese Erwartung wider. Der rein rechnerische Wert einer Altaktie von Holzmann lag bei einem zu erwartenden Kapitalschnitt von 1:26 und einem Kurs von 235 DM vor dem Bekanntwerden der Überschuldung bei unter 10 DM.

Im Ergebnis ist durch die Sanierung ein Konzern entstanden, der mehrheitlich (ca. 65%) den Banken gehört. Mindestens 20% des Aktienkapitals dürften in den Händen der Deutschen Bank liegen.⁷ Als Konsortialführer vereinigt sie zudem auch einen bedeutsamen Anteil der Kredite auf sich.⁸ Angesichts solcher Finanzierungsstrukturen müsste jeder, der vorher geglaubt hat, daß die akute Überschuldungskrise bei Holzmann durch die Verstrickung des Konzerns in die Deutschland AG heraufbeworen wurde, nun erst recht um die Zukunft des Konzerns und um die Zukunft des Finanzplatzes Deutschland bangen. Davon ist jedoch wenig zu hören, was wohl weniger mit späten Einsichten als vielmehr mit der in Politik und Medien üblichen kurzen Halbwertszeit für Nachrichten zu tun hat. Es ist nicht ganz unwahrscheinlich, daß die Sanierung gelingt. Der Informationszugang der Deutschen Bank dürfte aufgrund ihrer dominanten Rolle im Sanierungsprozeß eher gestärkt denn geschwächt worden sein. Anders als beim ersten Reorganisationsversuch wurde nun ein professioneller "Insider" auf den Chefsessel gesetzt. Dank der schlechten Erfahrungen aus dem Jahre 1999 und der akuten Finanznot des Unternehmens wird es dem neuen Management in absehbarer Zeit nicht gelingen, sich der Kontrolle des Hauptfinanziers zu entziehen, daran dürfte auch der Verzicht auf den Aufsichtsratsvorsitz durch die Deutsche Bank nichts ändern. Aber unabhängig davon, ob die Sanierung nun gelingt oder nicht, die im Falle Holzmann offen zutage getretene "Geiselhaft" des Relationship-Intermediärs wirft die grundsätzliche Frage nach dem zukünftigen Stellenwert des Investorenschutzes, insbesondere dem Stellenwert des Gläubigerschutzes in Deutschland auf.

5 Verweigerung von Investorenschutz

Laut einer empirischen Untersuchung von La Porta et al. (2000), ist in den Ländern, in denen Unternehmen am leichtesten externe Geldgeber finden, auch der Schutz für externe Investoren besonders hoch entwickelt.

Tabelle 3

Entscheidend für die Qualität des Investorenschutzes ist neben dem rechtlichen Rahmen der Grad der Durchsetzung der entsprechenden Gesetze. Wie die hohen Indexzahlen in der zweiten Spalte von Tabelle 3 belegen, ist in Ländern mit angloamerikanischem Rechtssystem und vergleichsweise leichtem Zugang zur Unternehmensfinanzierung die Qualität des Anlegerschutzes hoch. Das gilt für die Gläubigerrechte und die Aktionärsrechte gleichermaßen. Das Gegenteil ist der Fall in den Ländern, in denen Unternehmer nur schwer Zugang zu externen Finanziers finden. Dort sind Gläubiger-

⁷ Nach eigenen Angaben beteiligte sich die Deutsche Bank mit etwa 40% an der Kapitalerhöhung, mit welcher das Grundkapital von 5.7 Mio. auf 13.3 Mio. Euro aufgestockt wurde (Philipp Holzmann AG, 1999). Daraus läßt sich ein knapp 30%-iger Anteil der Deutschen Bank am neuen Grundkapital errechnen. Im Geschäftsbericht 2000 der Deutschen Bank AG wird ein Anteil von knapp 20% ausgewiesen.

⁸ Der Konsortialkredit sollte ursprünglich innerhalb eines Jahres durch die Übernahme und den Verkauf von mehr als 20 Immobilienprojekten durch die Banken getilgt werden. Aufgrund von Differenzen über den Verkaufspreis haben die Konsortialbanken von dieser Kreditnebenabrede inzwischen Abstand genommen und Holzmann den größten Teil der Projekte wieder zur Eigenvermarktung überlassen. Als Folge der verzögerten Tilgung wurde die Laufzeit bei der Hälfte des Konsortialkredits verlängert.

und Aktionärsrechte eher unterentwickelt. Als elementare Aktionärsrechte definieren die Autoren dabei

- die Stimmabgabe per Post,
- keine Pflicht, die Aktien vor der Hauptversammlung beim Unternehmen oder bei einem Finanzinstitut zu hinterlegen,
- die Existenz von Minderheitenschutzregelungen,
- das Vorhandensein eines Bezugsrechts und
- die Existenz einer Schwelle von weniger als 10% des Aktienkapitals zur Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung.

Als elementare Gläubigerrechte werten die Autoren

- kein Absonderungsverbot für Sicherheiten im Reorganisationsverfahren,
- Beibehaltung der Vorrangigkeit im Insolvenzverfahren,
- das Vorhandensein einer Beschränkung hinsichtlich des Zugangs zum Reorganisationsverfahren in Form von Zustimmungsgrenzen oder Mindestrenditen für die Gläubiger sowie
- die Ablösung des Managements im Reorganisationsverfahren (La Porta et al., 1998).

Offenbar sind Kreditgeber- und Aktionärsschutz nicht kostenlos gegeneinander substituierbar. Demzufolge verhilft nicht die Erhöhung des Aktionärsschutzes auf Kosten des Gläubigerschutzes zu mehr externer Unternehmensfinanzierung. Dieses Ziel erreicht man nur, wenn der Anlegerschutz ganz allgemein verbessert wird.

All outside investors, be they large or small, shareholders or creditors, need to have their rights protected. Absent effectively enforced rights, the insiders would not have much reason to repay the creditors or to distribute profits to shareholders, and external financing mechanism would tend to break down (La Porta et al., 2000).

Im Zentrum des Gläubigerschutzes steht das Recht, das nicht mehr zahlungsfähige (nicht mehr zahlungswillige) Unternehmen zu liquidieren und entsprechend dem Rang der eigenen Ansprüche bedient zu werden. Läßt sich dieses Recht, aus welchen Gründen auch immer, nicht mehr durchsetzen, schränkt das die Finanzierungsbereitschaft der Kreditgeber unmittelbar ein. Im Falle Holzmann ließ sich das Recht zur Liquidation nicht durchsetzen, weil es Medien und Politik gelungen ist, aus der exponierten Rolle der Deutschen Bank als Relationship-Intermediär einen vermeintlichen moralischen Anspruch auf die "Übernahme der Verantwortung" durch die Banken abzuleiten (Hellwig, 2000a). Die damit verbundene Verweigerung von Investorenschutz könnte langfristig durchaus Folgen haben, die weit über den Einzelfall Holzmann hinausgehen.

6 Langfristige Folgen

Wenige Wochen nach der erzwungenen Sanierung teilte der Vorstandssprecher mit, daß die Deutsche Bank ihre Beteiligung bei Holzmann, aber auch ihre gesamten Industriebeteiligungen in Zukunft tendentiell eher zurückführen möchte (*Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 2000). Die Gründe für diesen Strategiewechsel sind zwar auch steuerlicher Natur, das im Falle Holzmann offen zutage getretene "Risiko der Geiselhaf" könnte jedoch so manche Bank zum Nachdenken veranlaßt haben. Fühlen sich nämlich Politik und Presse - ob aus eigenem Interesse oder in Stellvertretung für eine andere Gruppe - als "Stakeholder" im Unternehmen, so birgt Relationship-Intermediation für eine deutsche Bank möglicherweise ein größeres Risiko, als ein Aufsichtsratsmandat für eine ame-

rikanische Bank.⁹ Sie wird zur Sanierung gezwungen, läuft Gefahr, die Vorrangigkeit ihrer Ansprüche zu verlieren und sieht sich möglichen Schadenersatzansprüchen anderer Stakeholder ausgesetzt. Die dadurch induzierte Verminderung der erwarteten Erträge aus der Investition in Relationship-Intermediation aber könnte eine Entwicklung in Gang setzen oder verstärken, die die Gefahr der langsamen Abkehr von der "Philosophie der Relationship-Intermediation" in sich birgt. Wenn jedoch die Beziehung zum Unternehmen fehlt, ist es für Banken schwer, Sanierungs-Know-how zu akkumulieren. Sanierungsfähigkeit und -bereitschaft von Banken würden folglich durch eine solche Entwicklung massiv beeinträchtigt werden. Unter der Prämisse, daß beides - Relationship-Intermediation und der Aufbau von Sanierungs-Know-how - effizient ist, muß dies Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung haben. Entweder schränken die Banken ihre Finanzierungsbereitschaft ein, oder die Finanzkontrakte werden teurer. Beides wäre gerade für Deutschland wenig wünschenswert.

Tabelle 4

Erstens ist der Anteil der Banken an den extern finanzierten Bruttoinvestitionen in diesem Land vergleichsweise hoch. Laut Hackethal und Schmidt (1999) lag der Anteil in den Jahren 1970 bis 1996 durchgängig mindestens bei 80% (siehe Tabelle 4). An dieser Dominanz der Unternehmensfinanzierung durch Banken wird auf lange Sicht auch die Einrichtung des Neuen Marktes nichts Wesentliches ändern. Nach der jüngsten dramatischen Abwärtsentwicklung und den aufgetauchten Zweifeln an der Effektivität des Aktionärsschutzes in diesem Marktsegment ist ohnehin zu befürchten, daß die oft beschworene Entwicklung der Deutschen "zu einem Volk von Aktionären" jäh zum Stillstand gekommen ist. Zweitens ist die Unternehmenssanierung hierzulande nach wie vor hauptsächlich Sache der Banken und zwar nicht nur, was die finanzielle, sondern auch, was die operative Seite der Reorganisation angeht. Da dies ebenfalls auf absehbare Zeit so bleiben dürfte, würde eine Entwicklung hin zu mehr "arm's length debt" (Rajan, 1992) zwangsläufig auch bei denjenigen gefährdeten Unternehmen die Überlebenschancen beeinträchtigen, die es eigentlich wert wären, gerettet zu werden (Ewert, Schenk und Szczyzny, 2000).

7 Fazit

Die Beinahe-Insolvenz bei Philipp Holzmann ist zwar nur ein Einzelfall, möglicherweise jedoch einer mit weitreichenden Folgen. Holzmann hat offenbart, daß der Aufbau einer engen Bank-Firmen-Beziehung für den Intermediär eine riskante Investition ist, die nicht nur Nutzen hervorruft, sondern auch die Gefahr des Scheiterns, sprich, die Gefahr des Kontrollverlustes in sich birgt. Mehr als vergleichbare Fälle bisher hat die Beinahe-Insolvenz aber vor allem deutlich gemacht, daß Relationship-Intermediation den Investorenschutz beeinträchtigen kann. Wenn Politik und Presse glauben, "Stakeholder" des Unternehmens zu sein, läuft der Intermediär Gefahr, zur Unternehmenssanierung gezwungen zu werden. Insoweit als Banken dieses Risiko in Zukunft antizipieren, sind negative Folgen für die Bereitschaft, in Relationship Intermediation zu investieren, nicht auszuschließen. Im Falle Deutschlands wäre das nicht nur deshalb tragisch, weil Relationship Intermediation vermutlich paretoverbessernde Eigenschaften aufweist, sondern auch, weil die Unternehmensfinanzierung hierzulande in besonderem Maße auf die Banken als Investoren angewiesen ist.

⁹ Es ist nicht von der Hand zu weisen, daß beides, die "Stakeholder"-Position von Politik und Presse und das "Risiko der Geiselhaft", positiv mit der Unternehmensgröße korreliert ist.

Literaturverzeichnis

- Baetge, J. und P.R. Manolopoulos (1999), Bilanz-Ratings zur Beurteilung der Unternehmensbonität - Entwicklung und Einsatz des BBR Baetge-Bilanz-Rating im Rahmen des Benchmarking, *Die Unternehmung* 53, 351-371.
- Berger, A.N. und G.F. Udell (1995), Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance, *Journal of Business* 68, 351-381.
- Berliner Zeitung (2000), "Die Restrukturierung war richtig", Michael Braun. 25.8.2000.
- Boot, A.W.A. (2000), Relationship Banking - What do we know?, *Journal of Financial Intermediation* 9, 7-25.
- Deutsche Bank Aktiengesellschaft (2000), Geschäftsbericht.
- Deutsche Bauindustrie (1979-1997), *Baustatistisches Jahrbuch*, Frankfurt/M., (Graphia-Huss).
- Dewatripont, M. und J. Tirole (1994), A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence, *The Quarterly Journal of Economics* 109, 1027-1054.
- Drukarczyk, J. und A. Schüler (1999), Kapitalvernichtung bei Holzmann hat Tradition, *Börsenzeitung* 251, 1-2.
- Elsas, R. und J.-P. Krahen (1998), Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany, *Journal of Banking and Finance* 22, 1283-1316.
- Ewert, R., Schenk, G. und A. Szczesny (2000), Determinants of Bank-Lending Performance in Germany - Evidence from Credit File Data, *Schmalenbach Business Review* 52, 344-362.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (1999), *Das City-Carrée wird Holzmann und HFS wohl weiter beschäftigen*, 20.12.1999.
- Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (2000), "Schröder hat bei Holzmann den Ball ins Tor gekickt", 2.1.2000.
- Gorton, G. und F.A. Schmid (2000), Universal Banking and the Performance of German Firms, *Journal of Financial Economics* 58, 29-80.
- Hackethal, A. und R.H. Schmidt (1999), *Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results*, Frankfurt/M., Working Paper Series: Finance and Accounting, Fachbereich Wirtschaftswissenschaft, Johann Wolfgang Goethe-Universität
- Handelsblatt (1999a), *Gläubigerbanken mißtrauen dem Vorstand*, 23.11.1999.
- Handelsblatt (1999b), *Veraltete Kontrollsysteme schlagen erst Alarm, wenn die Fassade bereits bröckelt*, Reinhard Lückmann, 26.11.1999
- Hellwig, M. (2000a), Banken zwischen Politik und Markt: Worin besteht die volkswirtschaftliche Verantwortung der Banken?, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 1, 337-356.
- Hellwig, M., (2000b), *Corporate Governance and the Financing of Investment for Structural Change*, Working Paper, Universität Mannheim.
- Hellwig, M. (2000c), On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control, in: Vives, X., *Corporate Governance*, (Cambridge University Press), Cambridge.
- Hellwig, M. (2000d), Zur "Volkswirtschaftlichen Verantwortung der Banken", Working Paper, Universität Mannheim.
- Kroszner, R.S. und P.E. Strahan (1999), *Banker on Boards - Monitoring, Conflict of Interest, and Lender Rentability*, Working Paper, N.B.E.R..
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. und R.W. Vishny (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. und R.W. Vishny (2000), Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- Ongena, S. und D.C. Smith (2000), What determines the Number of Bank Relationships? Cross-Country Evidence, *Journal of Financial Intermediation* 9, 26-56.
- ManagerMagazin (2000), *Rette sich, wer kann*, Dietmar Student und Winfried Wilhelm, Nr. 1.
- Petersen, M.A. und R. G. Rajan (1994), The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data, *Journal of Finance* 49, 3-38.

- Petersen, M.A. und R. G. Rajan (1995), The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships, *The Quarterly Journal of Economics* 110, 407-443.
- Philipp Holzmann Aktiengesellschaft (1989-2000), Diverse Geschäftsberichte.
- Philipp Holzmann Aktiengesellschaft (2000b), Ein Konzern im Wandel.
- Pohl, M. (1999), *Philipp Holzmann: Geschichte eines Bauunternehmens*, München, (C.H. Beck).
- Rajan, R. G. (1992), Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt, *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
- Spiegel (1999), *Bus nach Sibirien*, Hermann Bott, Jürgen Dahlkamp und Wolfgang Reuter, Nr. 50.
- Der Tagesspiegel (1999), *Holzmann wird saniert. Die Suche nach dem Schuldigen geht weiter*, 31.12.1999.
- Theisen, M. R. (1999), Der Niedergang der Holzmann AG geht in die Verlängerung, *Handelsblatt* 26./27.11.99.
- Wallstreet Journal Europe (1999), *German Government Saves Holzmann From Bankruptcy With Fresh Capital*, Christopher Rhoads, 25.11.1999
- Williamson, O.E. (1967), *The Economics of Discretionary Behavior*, London (Englewood Cliffs).

Abstract: When the Phillip Holzmann corporation declared insolvency many professional observers suggested that the German Constructor had fallen victim to the operation of 'Germany Inc.'. This metaphor meant to blame the close ties between Deutsche Bank and Holzmann as the ultimate reason for the insolvency of Holzmann. This paper challenges the notion that the relationship between Deutsche Bank and Holzmann exemplified 'Germany Inc.' and that this was the systemic reason for the disaster. It argues instead that the close connection describes relationship intermediation. Relationship intermediation and bank dominated corporate control are two sides of the same coin. Like any other form of corporate governance, the bank dominated variant is not immune against loss of corporate control. In the case of Holzmann, successful relationship intermediation over a long time has presumably prepared the ground for the bank management to remove Holzmann from her main investor's tight control. In such a disastrous situation and after the total loss of control, it seems natural to liquidate the firm and to pay out the investors. But in this particular case, politicians and the media were reluctant and ultimately denied to apply the rules of investor protection. This experience is likely to impair banks' incentive to invest in relationship intermediation if they anticipate that relationship intermediation bears the risk of losing part or all of their formal investor rights. This would have a negative impact on both the banks' readiness to finance firms and the banks' participation in restructuring distressed firms .

Tabelle 1 Wachstumsraten der Bauleistung zwischen 1979 und 1997 in %

| Jahr | Holzmann | Bauindustrie | Jahr | Holzmann | Bauindustrie |
|------|----------|--------------|------|----------|--------------|
| 1979 | 37.59 | 18.1 | 1989 | 35.57 | 7.6 |
| 1980 | 8.52 | 22.2 | 1990 | 17.91 | 12.2 |
| 1981 | 22.47 | -1.4 | 1991 | 18.54 | 10.9 |
| 1982 | -2.25 | -5.6 | 1992 | 13.34 | |
| 1983 | 4.89 | 1.6 | 1993 | -0.06 | 3.3 |
| 1984 | 3.36 | 2.4 | 1994 | 5.01 | 11.9 |
| 1985 | -7.15 | -8.2 | 1995 | 7.67 | 0.3 |
| 1986 | -13.58 | 4.6 | 1996 | 0.7 | -4.9 |
| 1987 | -11.19 | 1.5 | 1997 | 1.57 | -3.2 |
| 1988 | 0.18 | 9.1 | | | |

Quelle: Pohl (1999) und eigene Berechnungen

Tabelle 2 Kapitalkosten

| Jahr | 90 | 91 | 92 | 93 | 94 | 95 | 96 | 97 | 98 | 99 |
|---|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|----------|
| Börsenkapitalisierung von Philipp Holzmann (in Millionen DM) | 2953 | 2855 | 2298 | 3158 | 3769 | 2303 | 1600 | 2036 | 1483 | 391 |
| Operatives Konzernergebnis nach Steuern | 49 | 74 | 149 | 112 | 143 | -217 | 44 | -319 | -18 | -2415.77 |
| Kapitalkosten im Konzern | -175 | -235 | -264 | -242 | -332 | -434 | -426 | -397 | -288 | |
| Operative Residualgewinne des Konzerns | -126 | -161 | -115 | -130 | -189 | -652 | -1432 | -1340 | -477 | |

Quelle: Drukarczyk und Schüler (1999) und Philipp Holzmann AG (1999)

Tabelle 3 Qualität des Investorenschutzes in 49 Ländern

| (Anzahl der Staaten mit) | <i>Rechtlicher Ursprung</i> | | | | "Welt"-durchschnitt |
|---|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| | Angloamerik. Rechtssystem (18) | Französ. Rechtssystem (21) | Deutsches Rechtssystem (6) | Skandinav. Rechtssystem (4) | |
| Aktionärsschutz-Index | 4.00 | 2.33 | 2.33 | 3.00 | 3.00 |
| Gläubigerschutz-Index | 3.11 | 1.58 | 2.33 | 2.00 | 2.30 |
| Qualitätsindizes zur Durchsetzung | | | | | |
| Effizienz der Justiz ^a | 8.15 | 6.56 | 8.54 | 10.00 | 7.67 |
| Korruption ^b | 7.06 | 5.84 | 8.03 | 10.00 | 6.90 |
| Bilanzierung und Offenlegung ^c | 69.92 | 51.17 | 62.67 | 74.00 | 60.93 |

Eine hohe Zahl bedeutet, ^a hohe Effizienz, ^b niedrige Korruption und ^c eine hohe Qualität hinsichtlich Bilanzierung und Offenlegung.

Quelle: La Porta et al. (2000)

Tabelle 4 Anteile an der langfristigen, intersektoralen Bruttofinanzierung

| Land | Sektor | 70-74 | 90-96 | 70-96 |
|-------------|------------------|-------|-------|-------|
| USA | Banken | 0.51 | 0.36 | 0.44 |
| | Andere Intermed. | 0.36 | 0.49 | 0.42 |
| | Haushalte | 0.12 | 0.09 | 0.09 |
| | Ausland/Staat | 0.01 | 0.06 | 0.04 |
| Deutschland | Banken | 0.80 | 0.83 | 0.82 |
| | Andere Intermed. | 0.14 | 0.11 | 0.12 |
| | Haushalte | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| | Ausland/Staat | 0.02 | 0.03 | 0.02 |
| Japan | Banken | 0.95 | 0.92 | 0.93 |
| | Andere Intermed. | 0.02 | 0.06 | 0.05 |
| | Haushalte | 0.02 | 0.01 | 0.02 |
| | Ausland/Staat | 0.01 | 0.01 | 0.01 |

Quelle: Hackethal und Schmidt (1999)