



Der Rocket Internet-Börsengang aus rechtlicher Perspektive

02.06.2015

Der Börsengang der Rocket Internet AG¹ liegt einige Zeit zurück und kann für die Beteiligten aus heutiger Sicht durchaus als Erfolg gewertet werden. Das mediale Echo der Neuemission war von negativen Untertönen geprägt. Eine mitreißende Euphorie von Seiten des Anlegerpublikums wollte zu keinem Zeitpunkt aufkommen. Obwohl sich wahrscheinlich nur wenige Anleger mit dem immerhin fast 400-seitigen Emissionsprospekt auseinandergesetzt haben, liefert dessen Inhalt doch erstaunliche Erkenntnisse über die Neuemission.

Dieser Beitrag zeigt anhand einiger ausgewählter Beispiele die rechtlichen Risiken der Rocket Internet-Konzernstruktur auf. Innerhalb des Konzerngefüges lassen sich exotische Konstruktionen wie *down-round protection rights*, *drag-along rights liquidation preference structures*, *waterfall provisions* oder *side letters* finden. Diese Modifikationen stellen i.d.R. eine Abweichung von den am Markt üblichen gesellschaftsrechtlichen Strukturen zum Nachteil der Muttergesellschaft dar. Die an der Holding beteiligten Aktionäre werden diesen Risiken durch ihre indirekte Beteiligung ausgesetzt.

Die auf 28 Seiten breit ausformulierten *risk factors* grenzen das Haftungsrisiko der Emissionsbanken und Altaktionäre wirkungsvoll ein. Interessanterweise wird der Leser bei späteren Präsentationen der Gesellschaft im Rahmen ihrer Investor Relations nicht mehr mit diesen Risiken konfrontiert. Die beteiligten Parteien haben offensichtlich aus den Prospektklagen des Neuen Marktes ihre Lehren gezogen und legen höchsten Wert auf eine „wasserdichte“ Ausgestaltung ihres Börsenprospektes.

Eine Durchsicht der *risk factors* liefert etwaigen Short-Investoren bereits eine Vielzahl von möglichen Ansatzpunkten für ihr Engagement. Die Bären können sich ihrer Sache jedoch nicht allzu sicher sein, schließlich haben die Emittenten durch eine strenge Begrenzung des

¹ Am 18. März 2015 wurde die Rocket Internet AG in die Rocket Internet SE umgewandelt.

Streubesitzes, etwa in Form der *cornerstone investors*, dafür gesorgt, dass sie hinsichtlich der Preisbildung an der Börse stets die Zügel in der Hand halten.

I. Gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung der Beteiligungen

Die Beteiligungen der Rocket Internet SE haben in der Vergangenheit fast ausschließlich eine oder mehrere Finanzierungsrunden mit externen Gesellschaftern durchlaufen. Ohne diese bis dahin beispiellosen Mittelzuflüsse wäre ein solch starkes Wachstum der einzelnen Unternehmensbereiche nicht möglich gewesen. Die Beteiligung der Rocket Internet SE an den einzelnen Beteiligungen schmolz im Verlauf der durchgeführten Finanzierungen auf ein Niveau, welches i.d.R. weit unter 50% liegt. Wie in der Startup-Finanzierung üblich, bestanden die Geldgeber im Rahmen der Kapitalmaßnahmen auf die Einräumung von weitergehenden Rechten. Die expansive Geschäftspolitik der Geschäftsbereiche erforderte – und erfordert wohl noch immer – einen stetigen Zufluss neuen Kapitals. Diese Kapitalmaßnahmen ließen sich nur durch Zugeständnisse auf der Anteilsebene realisieren. Im Nachhinein hat sich dieses Vorgehen durchaus als der richtige Weg erwiesen, um einen Vorsprung zu etwaigen Mitbewerbern auf der Umsatzseite zu gewinnen. Die Devise der Gründungsgesellschafter der Rocket Internet SE lautete: „Lieber einen kleinen Anteil an einem großen Unternehmen, als einen großen Anteil an einem kleinen Unternehmen“.

Aus Sicht des Streubesitzes dürfte durchaus die Befürchtung bestehen, an einem unüberschaubaren Portfolio beteiligt zu sein, das von seiner gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung nachteilig konzipiert ist. Die Mehrzahl der im Folgenden beschriebenen Risiken dürften sich jedoch nur realisieren, soweit und sofern die einzelnen Beteiligungen nicht in der Lage sind schwarze Zahlen zu schreiben. Im Falle weiterer Kapitalmaßnahmen durch externe Gesellschafter oder bei einer Liquidation einzelner Geschäftsanteile könnten sich diese Risiken bei der Muttergesellschaft, der Rocket Internet SE, empfindlich materialisieren.

1. liquidation preference structure

Die überwiegende Mehrzahl der Beteiligungen des Emittenten beinhaltet Vorzugsregelungen für Liquidationserlöse, sogenannte *liquidation preferences*.² Im Falle eines Notverkaufs bzw. der Insolvenz einer Tochtergesellschaft wird Rocket Internet nachrangig an den Erlösen beteiligt. Aufgrund des Umstandes, dass Rocket Internet i.d.R. zu den Gründungsgesellschaftern der Tochtergesellschaften zählt, und externe Geldgeber in späteren

² IPO-Prospekt, S. 4.

Finanzierungsrunden eingestiegen sind, dürfte davon auszugehen sein, dass die Rocket Internet SE keinerlei Zahlungsströme aus fehlgeschlagenen Unternehmungen generieren kann. Aus Sicht der Aktionäre der Rocket Internet SE stellt diese Konstruktion eine entscheidende Modifikation ihres Chancen- und Risikoprofils dar. Die einzelnen Geschäftsbereiche sind letztlich zum Erfolg verdammt, da ein Scheitern wohl in der überwiegenden Anzahl der Fälle zu einer vollständigen Abschreibung der Beteiligung führen dürfte.³

Das Risikoprofil der Aktionäre wird außerdem durch die Tatsache beeinträchtigt, dass Vorzugsregelungen für ranghöhere Gesellschafter auch im Falle eines *change of control* wirksam werden können.⁴ Hierbei ist es beunruhigend, dass der Börsenprospekt keine weitere Auskunft darüber gibt, unter welchen Umständen ein *change of control* vorliegt. Eine eindeutige Definition dieses Begriffes wäre in diesem Zusammenhang wünschenswert. Dies gilt umso mehr, als dass die Rocket Internet-Beteiligungen einem Marktumfeld zuzuordnen sind, in der eine zeitnahe Weiterveräußerung bzw. ein Exit geradezu zum Geschäftsmodell gehört. Soweit eine Weiterveräußerung unter dem Wert der Gesamtinvestitionssumme erfolgt und Vorzugsregelungen eingreifen, verbliebe bei der Rocket Internet SE in einigen Fällen wohl nur ein geringer Veräußerungserlös.

Die flächenübergreifende Anwendung von Vorzugsregelungen für neue Geldgeber stellt in der Folge die Buchführung des Emittenten vor enorme Herausforderungen. Eine Bewertung der einzelnen Geschäftsanteile wird nur aufgrund einer groben Schätzung möglich sein, da die nachrangige Gesellschafterstellung der Rocket Internet SE bei der Wertermittlung der Beteiligungen diskontiert werden muss. Nicht ohne Grund wird daher von Seiten des Emittenten bei der Wertermittlung auf den LPV (Last Portfolio Value) abgestellt.⁵ Dieser ohnehin schon großzügige Maßstab der Wertermittlung der einzelnen Beteiligungen lässt die nachrangige Gesellschafterstellung nicht in seine Beurteilung einfließen. Aus Aktionärsicht ist es zumindest beruhigend, dass die Muttergesellschaft zum jetzigen Zeitpunkt über ausreichende Finanzmittel verfügt, um sich an weiteren Finanzierungsrunden beteiligen zu können.⁶ Im Rahmen weiterer Finanzierungsrunden dürften sich getroffene

³ Gewisse Parallelen sind zu ICG Communications erkennbar, die im Jahre 2000 über PIPE-Transaktionen (Private investment in public equity) Kapital aufnahm. In PIPE-Transaktionen wurden ebenfalls üblicherweise *liquidation preference* miteinbezogen; Siehe auch *Michael Smith*, PIPEs – Better for VCs than LBOs?, The Journal of Private Equity, 2002, Vol. 5, S. 66-71.

⁴ IPO-Prospekt, S. 4.

⁵ IPO-Prospekt, S. 154.

⁶ Im Emissionsprospekt wird auf S. 155 ausdrücklich angesprochen, dass die Anteile an bestehenden Gesellschaften erhöht werden sollen.

Vorzugsregelungen wie die *liquidation preference structures* daher eher zugunsten der Rocket Internet SE auswirken.

2. *down-round protection rights*

Laut Börsenprospekt verfügen einige externe Gesellschafter der Tochtergesellschaften der Rocket Internet SE über sog. *down-round protection rights*.⁷ Diese berechtigen die übrigen Gesellschafter einer Beteiligung Gratis-Anteile an der Gesellschaft zu beziehen, soweit eine weitere Finanzierungsrunde zu einer Bewertung vorgenommen wird, die unterhalb der Bewertung der eigenen Finanzierungsrunde liegt. Befindet sich eine Beteiligung in einer schwierigen wirtschaftlichen Lage, die eine weitere Finanzierung durch externe Geldgeber erfordert, würde die ohnehin schon meist geringe Beteiligung der Rocket Internet SE am Tochterunternehmen noch weiter verwässert. Externe Investoren profitieren hingegen i.d.R. von dieser gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung im Falle einer schlechten Entwicklung der Beteiligung. Die Investoren der ersten Finanzierungsrunden erhalten somit praktisch einen Schutz vor der Verwässerung ihrer Anteile.

Der Börsenprospekt liefert leider keine genauen Angaben, welchen Beteiligungen eine *down-round*-Klausel zugrunde liegt. Es steht lediglich fest, dass beim „Emerging Star“ Wimdu eine solche Klausel zugunsten der Kinnevik- Gruppe vereinbart wurde.⁸ Der Verwässerungsschutz von Kinnevik greift allerdings nur ein, falls sich ein Dritter an Wimdu beteiligt.

Mit den *down-round protection rights* wurde eine gesellschaftsrechtliche Regelung in die Konzernstruktur eingefügt, die wieder einmal zeigt, dass das gesamte Unternehmenskonzept auf den zukünftigen Erfolg der einzelnen Beteiligungen ausgerichtet ist. Die Unternehmenskonzepte der Rocket Internet SE sind stark gehebelt, so dass bereits kurzfristige Schwierigkeiten einer Unternehmung zu einer Marginalisierung der Beteiligung aufgrund des Verwässerungseffektes führen können.

3. *waterfall provisions*

Eine weitere Besonderheit der gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung des Börsengangs der Rocket Internet SE stellen *waterfall provisions* dar. Bei den „Emerging Stars“ FabFurnish und Zanui wurde der Mittelrückfluss mittels dieser Modifikation geregelt.⁹ Sobald

⁷ IPO-Prospekt, S. 4.

⁸ IPO-Prospekt, S. 165.

⁹ IPO-Prospekt, S. 165.

Tochtergesellschaften verkauft werden oder bei ihnen ein Kontrollwechsel stattfindet, werden die Erlöse nach einem mehrstufigen Schlüssel verteilt. Die Geldgeber, die in späteren Finanzierungsrunden eingestiegen sind, werden im Vergleich zum Gründungsgesellschafter, der Rocket Internet SE, bessergestellt. Während die meisten gesellschaftsrechtlichen Modifikationen der Gesellschafterverträge lediglich bei einer negativen Entwicklung der Beteiligung eingreifen, so können die oben genannten *waterfall provisions* auch im Falle einer positiven Entwicklung der Beteiligung, etwa bei einem Weiterverkauf, den Veräußerungserlös der Rocket Internet SE schmälern. Im Rahmen einer objektiven Unternehmensbewertung dieser Anteile müsste eine Diskontierung aufgrund dieser rechtlichen Beteiligungsstruktur erwogen werden.

4. *drag-along rights*

Drag-along rights stellen eine weitere kreative Gestaltungsmöglichkeit des rechtlichen Rahmens einer Start-Up-Finanzierung dar. Den größeren Investoren wird somit das Recht eingeräumt, im Falle eines Beteiligungsverkaufs die Rocket Internet SE zu verpflichten, ihren Anteil zu den gleichen Bedingungen an einen Interessenten weiterzureichen.¹⁰ Der Hintergrund dieser Klausel ist, dass ein Erwerber i.d.R. nicht nur einen Minderheitsanteil an einer Unternehmung erwerben, sondern möglichst 100% der Anteile unter seine Kontrolle bringen möchte. Grundsätzlich scheint es so zu sein, dass ein Erwerber sich bereiterklären muss 100% der Anteile zu übernehmen, und zwar zu einem Kaufpreis, der höher liegt als das ursprüngliche Investment der externen Gesellschafter (zuzüglich einer Verzinsung von 10-20% pro Jahr).¹¹ In diesem Fall verliert die Rocket Internet SE praktisch die Verfügungsbefugnis über ihre Anteile an der jeweiligen Gesellschaft. Diese Regelungen sind für die Aktionäre des Emittenten mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, da erfolgreiche Beteiligungen jederzeit aus dem Portfolio genommen werden könnten. Im Ergebnis würden die Gewinnchancen der Muttergesellschaft an ihrer Beteiligung geschmälert.

5. *tag-along rights*

Den übrigen Gesellschafter einiger Rocket Internet-Beteiligungen stehen *tag-along rights* zu.¹² Diese Form der Gesellschaftervereinbarung stellt grundsätzlich das Gegenstück zu den soeben beschriebenen *drag-along rights* dar. Investoren der späteren Finanzierungsrunden können somit im Falle eines beabsichtigten Verkaufs der Beteiligung von Rocket Internet

¹⁰ IPO-Prospekt, S. 5.

¹¹ IPO-Prospekt, S. 156.

¹² IPO-Prospekt, S. 4.

ihren Anteil zu den gleichen Konditionen an den Erwerber veräußern. Diese Rechte können unter Umständen dazu führen, dass ein späterer Beteiligungsverkauf seitens Rocket Internet erschwert wird. Im Ergebnis stellen diese Mitverkaufsrechte der anderen Gesellschafter eine faktische Verfügungsbeschränkung für Rocket Internet dar, da im Falle eines Beteiligungsverkaufs ein Käufer gefunden werden muss, der die gesamte Beteiligung, bzw. einen Großteil der Beteiligung, erwerben möchte.

6. *side letters*

Der Emittent hat in den vorherigen Finanzierungsrunden sog. *side letters* mit anderen Gesellschaftern von Tochterunternehmen vereinbart.¹³ Hierdurch wurden verschiedenen Untergruppen von Gesellschaftern bestimmte Rechte eingeräumt. Der Börsenprospekt gibt jedoch weder eine Auskunft darüber, bei welchen Beteiligungen *side letters* vereinbart wurden, noch erfährt der Leser, welchen Inhalt diese Rechte haben. In diesem Zusammenhang wäre es aus Transparenzgesichtspunkten wünschenswert, wenn den Aktionären der Rocket Internet SE der wesentliche Inhalt dieser Vereinbarungen zugänglich gemacht werden würde.

7. Kaufoptionen

Aus dem Emissionsprospekt geht hervor, dass Rocket Internet Dritten mehrere Kaufoptionen für einzelne Beteiligungen eingeräumt hat. Weit vor dem Börsengang hatte der Emittent der Millicom International Cellular S.A. eine Kaufoption auf die Regionalgesellschaften Afrikas sowie Süd-Amerikas eingeräumt.¹⁴ Nachdem Millicom in diese Regionalgesellschaften eingestiegen war, räumten die Kaufoptionen ihr das Recht ein, bis September 2016 die restlichen Anteile dieser Regionalgesellschaften von Rocket Internet zu einem *fair value* zu erwerben. Im Börsenprospekt der Rocket Internet SE finden sich keine Informationen zu dieser Kaufoption; jedenfalls ist davon auszugehen, dass diese zum heutigen Tage nicht mehr besteht.¹⁵ Hierbei wäre es aus Aktionärssicht interessant zu erfahren, ob und inwieweit Zugeständnisse seitens Rocket Internet im Vorfeld des Börsengangs gemacht wurden, um die Millicom zu einem Verzicht auf ihre Optionsrechte zu bewegen.

Gleichwohl steht den anderen Gesellschaftern der Africa Internet Group, d.h. Millicom und der MTN- Gruppe, eine Kaufoption auf die restlichen Anteile von Rocket Internet zu.¹⁶ Die Kaufoption läuft bis September 2016 und kann für den Fall ausgeübt werden, dass der

¹³ IPO-Prospekt, S. 155.

¹⁴ Pressemitteilung Millicom vom 14. August 2012.

¹⁵ Der Verfasser hat von Millicom auf informellem Wege erfahren, dass diese Option nicht mehr bestünde.

¹⁶ IPO-Prospekt, S. 167.

Emittent nicht mehr von den Samwer-Brüdern kontrolliert wird. Zunächst stellt sich die Frage, ab welcher Beteiligungshöhe die Samwer-Brüder eine Kontrolle über die Rocket Internet SE verlieren. Mangels anderweitiger Informationen wird davon auszugehen sein, dass sich dieser Wert an der 30 % -Grenze des § 29 WpÜG orientiert. Nachdem die Global Founders-Gruppe der Samwer- Brüder nach dem Börsengang nur noch rund 41% der Anteile an Rocket Internet hielt¹⁷, ist dieser Anteil infolge der letzten Kapitalmaßnahme vom 13.02.2015 bereits auf rund 38% gesunken.¹⁸ Zwar unterliegen die Anteile der Global Founders einer 12-monatigen Haltefrist¹⁹, jedoch dürfte diese im Herbst 2015 auslaufen. Weitergehend ist zu berücksichtigen, dass die Sperrfrist nicht rechtlich verbindlich ist, und mit Zustimmung der die Emission begleitenden Banken auch vorzeitig Anteile veräußert werden können. Es ist ebenfalls nicht auszuschließen, dass sich die Samwer-Brüder dazu entschließen, einen Teil ihrer Anteile im beschleunigten Platzierungsverfahren vor Ablauf der Sperrfrist am Kapitalmarkt zu platzieren. Dieser Weg wurde jüngst bei der Schwesterbeteiligung, der Zalando SE, im März 2015 beschritten.²⁰ Sollte diese Art des Exits auch bei Rocket Internet gewählt werden, ist es denkbar, dass die Bedingungen der Kaufoption für die Regionalgesellschaft Africa Internet Group vor Ablauf der Optionsfrist erfüllt werden. Mit einem *stake-weighted LPV* von 168 Mio. € zum Dezember 2013 stellt diese Regionalgesellschaft immerhin einen gewichtigen Wert im Gesamtportfolio der Rocket Internet dar.

8. Zusammenfassung

Der Emissionsprospekt der Rocket Internet SE beinhaltet eine Vielzahl von Gesellschaftervereinbarungen, die sich im Regelfall nachteilig auf die Holdinggesellschaft auswirken. Lediglich die Dafiti-Beteiligung scheint der Rocket Internet SE teilweise vorrangige Rechte im Verhältnis zu den anderen Gesellschaftern einzuräumen.²¹ Diese faktisch nachrangige Gesellschafterstellung des Mutterkonzerns ist auf die vorherigen Finanzierungsrunden mit externen Investoren zurückzuführen. Aufgrund des immensen Kapitalbedarfs für die Expansion waren Eingeständnisse gegenüber neuen Geldgebern notwendig. Aus Sicht der Aktionäre der Rocket Internet SE stellen diese Vereinbarungen jedoch eine erhebliche Hypothek dar. Den Anteilen der externen Gesellschafter, die in

¹⁷ IPO-Prospekt, S. 177

¹⁸ Siehe Pressemitteilung der Rocket Internet AG vom 13.02.2015.

¹⁹ Siehe IPO-Prospekt, S- 53.

²⁰ Siehe Mitteilung der Zalando SE vom 10.03.2015.

²¹ Siehe IPO-Prospekt, S. 163.

mehreren Finanzierungsrunden bei den einzelnen Beteiligungen eingestiegen sind, liegt ein vergleichsweise höherer innerer Wert zugrunde, da diese Anteile mit Vorzugsrechten zulasten des Gründungsgesellschafters, der Rocket Internet SE, ausgestattet sind.

II. Unternehmenskommunikation

Seit dem Börsengang hat Rocket Internet im Rahmen seiner Investor Relations eine Vielzahl von neuen Mitteilungen herausgegeben. Überwiegend werden neue Finanzierungsrunden bei den bestehenden Beteiligungen kommuniziert. Bislang führten die Kapitalzuflüsse bei den Tochtergesellschaften stets zu einer schwindelerregenden Erhöhung des *last portfolio value* (LPV).²² Erstaunlicherweise erhöht sich der LPV auch bei Home24, einer Gesellschaft, die allem Anschein nach gewisse Probleme bei der Umsetzung ihrer Wachstumsstrategie hat.²³ Eine Finanzierungsrunde von gerade einmal 16 Mio. EUR katapultiert den *last portfolio value* um über 300 Mio. Euro nach vorne. Die Kapitalerhöhung hatte dabei lediglich einen Anteil von ca. 3% des letzten LPV, so dass die Bewertung des Unternehmens anhand dieses Maßstabs schwer nachvollziehbar ist.

Ferner dürfte eine Anpassung des LPV zumindest bei der russischen Beteiligung Lamoda in Betracht zu ziehen sein. Neben einer erheblichen Abwertung des russischen Rubels dürften sich die Geschäftsaussichten aufgrund der Ukraine-Krise zumindest getrübt haben. Im Moment ist nicht erkennbar, ob und inwieweit Rocket Internet eine Verringerung des LPVs einzelner Beteiligungen in Zukunft in Betracht ziehen wird.

Obwohl Rocket Internet im Börsenprospekt eindeutig darauf hinweist, dass es sich bei den LPVs um ungeprüfte Bewertungskennzahlen mit einer begrenzten Aussagekraft handelt, könnte sich in Zukunft die Frage stellen, ob nicht doch eine Rechtspflicht zur zumindest ansatzweisen korrekten Kommunikation der Unternehmenswerte besteht.²⁴ Letztlich steht in allen Dokumenten, die an das breite Anlegerpublikum gerichtet sind, der LPV im Zentrum der Berichterstattung.²⁵ Dem Anlegerpublikum wird ausschließlich dieser Maßstab als Mittel zur

²² Siehe Mitteilung vom 25.11.2014 – LPV Jumia 445 Mill. EUR (letzter LPV 212 Mill. EUR); Mitteilung vom 29.11.2014 – LPV Lazada 957 Mill. EUR (letzter LPV 504 Mill. EUR); Mitteilung vom 18.12.2014 – LPV Home24 814 Mill. EUR (letzter LPV 498 Mill. EUR); Mitteilung vom 07.01.2015 – LPV Westwing 449 Mill. EUR (letzter LPV 353 Mill. EUR); Mitteilung vom 06.02.2015 – LPV HelloFresh 623 Mill. EUR (letzter LPV 131 Mill. EUR); Mitteilung vom 18.12.2014 – LPV Home24 814 Mill. EUR (letzter LPV 498 Mill. EUR).

²³ So zumindest der Schweizer Tagesanzeiger in seinem Beitrag vom 28.08.2014, abrufbar unter <http://www.tagesanzeiger.ch/wirtschaft/Am-Arsch-der-Welt--und-auch-nicht-geliefert/story/30601148>.

²⁴ IPO-Prospekt, S-40.

²⁵ Siehe IPO-Prospekt S. 114, S. 141, S. 155, S. 162; Präsentation Business Update vom 12.03.2015; Rocket Internet Annual Report 2014, S.2; Full Year 2014 Presentation Webcast ab Minute 2:50 – Oliver Samwer: „Personally we believe many of our LPVs were underestimated at the time of the IPO“.

Wertermittlung der einzelnen Beteiligungen präsentiert. Daher müssten insbesondere wertmindernde Faktoren die einer objektiven Bewertung zugänglich sind, wie etwa die Abwertung des russischen Rubels, zeitnah kommuniziert werden.

Die ermittelnden LPVs dürften bei unbedarften Anlegern den Eindruck erzeugen, der Wert der Beteiligungen würde sich rasant entwickeln. Tatsächlich werden seitens Rocket Internet jedoch nur Kapitalerhöhungen durchgeführt, deren Anteil am Kapital der jeweiligen Gesellschaft sich im einstelligen Prozentbereich bewegt. Eine ausgewogenere Kommunikation hinsichtlich der Unternehmungen der Rocket Internet SE wäre insbesondere angesichts der Tatsache wünschenswert, dass die Gesellschaft ohnehin nur im schwach regulierten Entry Standard notiert ist, und geringen Publizitätspflichten unterliegt.

III. Compliance- Struktur

Die veröffentlichten Geschäftsberichte der Rocket Internet SE geben keine Hinweise darauf, inwieweit eine Compliance-Struktur im Konzern aufgebaut ist. Gerade der Umstand, dass Rocket Internet seine Geschäfte in einer Vielzahl von Schwellenländern betreibt, macht eine wirksame Compliance im Konzern zu einer absoluten Notwendigkeit. Rocket Internet ist fast ausschließlich in Ländern aktiv, in denen eine sehr geringe Rechtssicherheit besteht oder die nach dem Korruptionsindex von Transparency International zu den eher problematischen Ländern zählen.²⁶ Umso erstaunlicher ist es, dass gerade der Rocket Internet Spin-Off Zalando über ein effektives und modernes Compliance-Programm zu verfügen scheint. Zalando veröffentlicht in seinem Zahlenwerk eine detaillierte Risiko-Matrix, ein Risikobewertungstool, das sich selbst in vielen global agierenden deutschen Standardwerten noch nicht etabliert hat.

Es gibt einige Hinweise, die den Eindruck erwecken, dass Compliance nicht gerade zum Kern der Firmenkultur von Rocket Internet gehört. Es ist aus Compliance-Gesichtspunkten erstaunlich, dass der Vorstand der Gesellschaft in einem Interview offen zugibt, sich bei der Neugründung von Gesellschaften nicht an bestehende Visa-Regelungen für die Mitarbeiter gehalten zu haben.²⁷ Aus rein unternehmensstrategischer Sicht mag ein schnelles Handeln im Bereich E-Commerce in vielen Fällen notwendig sein, eine Verletzung von grundlegenden Rechtsvorschriften im Rahmen der Gründungsphase kann für eine Gesellschaft in

²⁶ Zum Korruptionsindex von Transparency International siehe: <http://www.transparency.de/Tabellarisches-Ranking.2574.0.html>.

²⁷ Siehe Artikel der Wirtschaftswoche vom 27.08.2014, abrufbar unter: <http://www.wiwo.de/unternehmen/it/die-macher-hinter-rocket-internet-das-samwer-imperium-ist-nur-eine-riskante-wette/10367022.html>.

Schwellenländern aber zu einer schweren Belastung werden. Das chinesische Unternehmen Alibaba verlor beispielsweise aufgrund formeller Mängel bei der Gründung seiner Tochtergesellschaften seinen gesamten Markt in Taiwan.²⁸ Die Einhaltung von Rechtsvorschriften in den jeweiligen Ländern sollte daher höchste Priorität genießen. Eine Nichtbeachtung von elementaren Rechtsvorschriften kann in Schwellenländern gerade den heimischen Konkurrenten der Rocket Internet-Beteiligungen eine Angriffsfläche bieten.

IV. Ausblick

Die rechtliche Ausgestaltung der Rocket Internet-Konzernstruktur ist überwiegend auf einen geradlinigen wirtschaftlichen Erfolg der einzelnen Beteiligungen ausgelegt. Dementsprechend gab es bis zum heutigen Tage auch nur positive Meldungen seitens des Unternehmens, die regelmäßig aufgrund neuer Finanzierungsrunden mit neuen Höchstständen beim LPV aufwarten konnten.

Es liegt aber nun einmal in der Natur der Sache, dass ein Startup auch schwierige Zeiten meistern muss, um sich dauerhaft am Markt zu behaupten. In diesen Fällen wird die Muttergesellschaft aufgrund der getroffenen Gesellschaftervereinbarungen vor einer Vielzahl von Problemen stehen. Die gesellschaftsrechtliche Struktur der einzelnen Beteiligungen stellt überwiegend „nachrangiges Eigenkapital“ dar. Eine Liquidation oder ein Notverkauf von Beteiligungen dürfte regelmäßig mit einer vollständigen Abschreibung seitens der Rocket Internet SE verbunden sein. Für die nach dem Börsengang beteiligten Aktionäre bedeutet dies somit „Alles oder Nichts!“.

Short- Investoren, die vom Geschäftsmodell der Gesellschaft nicht überzeugt sind, werden durch die Struktur des Börsengangs ebenfalls auf eine harte Probe gestellt. Aufgrund des geringen Streubesitzes und Handelsvolumens laufen diese stets Gefahr in eine Bärenfalle zu tapen. Bei der Eröffnung einer Short-Position dürfte dem richtigen Timing daher unbedingt Priorität einzuräumen sein.

²⁸ Hierzu etwa der Handelsblatt- Artikel vom 03.03.2015: Taiwan wirft Online-Händler raus.

Autor:
Rechtsanwalt
Roman Podhorsky

Datum der Erstveröffentlichung:
02.06.2015

Kontakt:
Sankt-Josefs-Kirchplatz 1
48153 Münster
info@rechtsanwalt-podhorsky.de
www.rechtsanwalt-podhorsky.de
Tel. 0049- 251- 97447543

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine unverbindliche Kundgabe der rechtlichen Auffassung des Verfassers. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sie dienen vielmehr allgemeinen Informationszwecken. Die sich in diesem Artikel befindlichen Inhalte geben keine Empfehlung seitens des Verfassers zum Kaufen, Verkaufen, oder Halten des betroffenen Wertpapiers ab. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Soweit einzelne Formulierungen oder Hinweise scheinbar zu einer Handlung auffordern, ist der Verfasser nicht für tatsächliche Transaktionen des Lesers verantwortlich zu machen. Allen Informationen liegen Quellen zugrunde, die der Verfasser für vertraulich erachtet. Für die Richtigkeit der Quellen und Angaben übernimmt der Verfasser keine Garantie.

Der Verfasser partizipiert durch das Halten von derivativen Finanzinstrumenten an fallenden Notierungen der Rocket Internet SE.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Ländern veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils gültigen Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den Vereinigten Staaten von Amerika sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder in den USA ansässige Personen, ist untersagt. Bei Nachdruck oder Kopien des veröffentlichten Beitrags ist ein Verweis auf den Verfasser anzugeben.