



Alibaba: Rechtliche Aspekte der Unternehmensstruktur

15.06.2015

I. Einleitung

Der Alibaba-Börsengang in New York im Herbst letzten Jahres brach mit einem Volumen von rund 25 Mrd. US-Dollar alle Rekorde.¹ Die mediale Berichterstattung und die Analysen der Finanzhäuser konzentrierten sich vorrangig auf die Superlative der Neuemission sowie auf die schier unbegrenzten Wachstumsmöglichkeiten des chinesischen E-Commerce-Marktes.² Aus rechtlicher Sicht gibt es jedoch eine Vielzahl von offenen Fragen. Seit dem Börsengang sind bereits mehrere Klagen gegen die Alibaba-Gruppe anhängig.³

Ferne weist die Unternehmensstruktur bei näherem Hinsehen Schwächen auf. Den Aktionären werden zentrale Stimm- und Kontrollrechte abgesprochen. Nicht ohne Grund hatte der Börsenplatz Hong Kong einen Börsengang von Alibaba aufgrund der eigenen, strengen regulatorischen Vorgaben für Neuemissionen abgelehnt.⁴

II. Variable Interest Entity (VIE)

Auffallend ist, dass die Alibaba Group Holding Limited an der amerikanischen NYSE notiert ist und ihre Geschäfte überwiegend in China betreibt. Dennoch hat die Alibaba Group Holding Limited ihren Sitz auf den Kaimaninseln.⁵ Diese für chinesische Unternehmen nicht ungewöhnliche Holding-Konstruktion ist dem Umstand geschuldet, dass ausländische

¹ Mitteilung der Alibaba-Gruppe vom 22. September 2014.

² Hierzu etwa die Analyse der Citigroup vom 29.10.2014; Analyse Goldman Sachs vom 08.05.2015.

³ Robbins Geller Rudman & Dowd LLP hat gegen Alibaba eine Sammelklage wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformationen anhängig gemacht, siehe Mitteilung der Robbins Geller Rudman & Dowd LLP vom 30. Januar 2015; Klage der Marken Gucci, Yves Saint Laurent der Kering SA zu gefälschten Markenprodukten in den Vereinigten Staaten, Artikel von Reuters vom 18. Mai 2015 unter <http://www.reuters.com/article/2015/05/18/us-alibaba-lawsuit-fake-idUSKBN0002E120150518>.

⁴ Eine Notierung von Aktien mit unterschiedlichen Stimmrechtsklassen wird an der Börse in Hong Kong nicht zugelassen. Hierzu Pressemitteilung der Hong Kong Exchange vom 17. März 2014. Durch die gewählte Konstruktion steht den Gründungsgesellschaftern, selbst wenn sie ihre Anteile verkaufen, die Mehrheit im Verwaltungsrat zu. Faktisch können die übrigen Aktionäre ihre Stimmrechte nicht mehr effektiv ausüben, siehe IPO-Prospekt, S. 275.

⁵ IPO-Prospekt, S. 10.

Investoren nach chinesischem Recht auf dem Internet- und Telekommunikationssektor nur einen begrenzten Zugang haben.⁶

Die Alibaba Group Holding Limited hält auf den Kaimaninseln eine Reihe von Zwischengesellschaften, die den jeweiligen Geschäftsbereichen zugeordnet sind.⁷ Diese Zwischengesellschaften halten i.d.R. 100% an einer *Wholly Foreign-Owned-Enterprise* (WFOE) mit Sitz in China.⁸ Die WFOEs bilden die Grundstruktur der Alibaba-Gruppe in China, betreiben dort jedoch allesamt kein operatives Geschäft.

Erst im nächsten Schritt treten die *Variable Interest Entities* (VIE) mit Sitz im chinesischen Inland in Erscheinung.⁹ In der Vergangenheit wurde die VIE erfolgreich genutzt um die strengen regulatorischen Regelungen des chinesischen Marktes zu umgehen.¹⁰ Aus Sicht der chinesischen Unternehmen hat die VIE-Struktur gerade den Vorteil, dass ausländisches Kapital aufgenommen werden kann, ohne dass Mitbestimmungs- und Kontrollrechte abgegeben werden müssen.¹¹

Die VIE ist eine Gesellschaft, die keine gesellschaftsrechtliche Verbindung zur Organisationsstruktur der Alibaba Group Holding Limited und ihrer Tochtergesellschaften, weder auf dem chinesischen Festland, noch im Ausland aufweist. Eigentümer der VIEs sind zu 100% natürliche und juristische Personen mit Sitz in der VR China.¹² Die VIEs betreiben das milliardenschwere operative Geschäft der Alibaba-Gruppe.¹³ Mit den chinesischen WFOEs bestehen komplizierte vertragliche Vereinbarungen, die die Früchte des operativen Geschäfts über die chinesischen Zwischengesellschaften an die in der Karibik ansässige

⁶ Zur Unternehmensstruktur IPO-Prospekt, S. 87 f.; Eine Vielzahl von chinesischen E-Commerce-Unternehmen, etwa Tencent und Baidu, nutzen die VIE-Struktur ebenfalls seit vielen Jahren.

⁷ Zu den Geschäftsbereichen der Alibaba-Gruppe siehe <http://www.alibabagroup.com/en/about/businesses>.

⁸ Die *Wholly Foreign-Owned-Enterprise* ist mit der deutschen GmbH vergleichbar und erfordert keine Beteiligung inländischer Investoren.

⁹ Der Begriff der *Variable Interest Entity* wird in der medialen Berichterstattung wiederholt ungenau wiedergegeben. Die VIE ist gerade nicht die in der Karibik ansässige Holding-Gesellschaft, sondern hat ihren Sitz in der VR China und betreibt das operative Geschäft. Etwa Artikel der Handelsblatt Finance Today vom 22. September 2014 unter <http://financetoday.handelsblatt.com/u/archive/qFkBgO2RF9c>; Artikel der Wirtschaftswoche vom 19. September 2014 unter <http://www.wiwo.de/finanzen/boerse/mega-ipo-der-anfangserfolg-von-alibaba-muss-nicht-von-dauer-sein/10727232.html>.

¹⁰ Die VIE-Struktur wurde zuerst bei dem chinesischen E-Commerce-Unternehmen Sina.com am Börsengang an der NASDAQ im Jahre 2000 erprobt (daher wird sie auch oft als *sina structure* bezeichnet).

¹¹ Roberts, David/ Hall, Thomas, VIE Structure in China: What You Need to Know, unter: http://iis-db.stanford.edu/evnts/6963/TICL_-_VIE_Structures_in_China.pdf.

¹² IPO-Prospekt, S. 89; die meisten VIEs stehen zu 80% im Eigentum von Jack Ma (Taobao 90%).

¹³ Die wichtigsten VIEs sind die Zhejiang Taobao Network Co., Ltd.; Zhejiang Tmall Network Co., Ltd.; Hangzhou Alibaba Advertising Co., Ltd.; Hangzhou Ali Technology Co., Ltd.; Alibaba Cloud Computing Ltd.

Holding weiterreichen sollen.¹⁴ Hierunter fallen etwa zinslose Darlehen, eine Kaufoption auf das operative Geschäft zu einem symbolischen Preis, eine Verpfändung der Kapitalanteile sowie verschiedene Regelungen der Vertretung und Vollmachterteilung.

Vereinfacht ausgedrückt werden mangels gesellschaftsrechtlicher Beziehung zur Holding wesentliche Gesellschafterrechte (bspw. das Recht auf einen Gewinnanteil sowie auf einen Anteil am Liquidationserlös) in vertraglichen Vereinbarungen nachgebildet.¹⁵ Im besten Fall sollen die Aktionäre der Holdinggesellschaft wirtschaftlich einem Eigentümer gleichgestellt werden. Allerdings werden vorrangig die Vermögensrechte der Aktionäre vertraglich fingiert. Die grundlegenden Mitgliedschaftsrechte (Stimmrecht, Informations- und Kontrollrechte, Klagerechte) eines Gesellschafters finden nur eine unzureichende Beachtung in den vertraglichen Vereinbarungen zur VIE. Unter Compliance-Gesichtspunkten führt dies dazu, dass den in der Geschäftsführung tätigen Gründungsgesellschaftern eine große Macht verliehen wird. Eine wirksame Kontrolle der Geschäftsführung wird mittels dieser Konstruktion wesentlich erschwert. Die außenstehenden Aktionäre können sich aufgrund der Komplexität der getroffenen Regelungen nur schwerlich ein eigenständiges Bild des Unternehmens machen.

Aus Sicht der Investoren ist zu beachten, dass soweit vertragliche Regelungen in Hinblick auf die VIEs nicht vollzogen werden können, bzw. von chinesischer Seite für ungültig erklärt werden würden, dies faktisch einer vollständigen Enteignung der ausländischen Aktionäre gleich käme. Wird die vertragliche Bindung zu den VIEs gekappt, verbleibt den Aktionären nur noch die karibische Holding als leerer Mantel. Vor dem Hintergrund, dass die VIE-Struktur gerade entworfen wurde, um geltendes chinesisches Recht zu umgehen, liegt die Rechtswidrigkeit der Konstruktion auf der Hand. Die Praxis hat jedoch gezeigt, dass die VIE-Strukturen von chinesischer Seite überwiegend geduldet werden.¹⁶

¹⁴ Genauer hierzu IPO-Prospekt, S. 90 f. Das chinesische Unternehmen Sina.com hat die VIE-Struktur im Jahre 2000 auf breiter Ebene eingeführt.

¹⁵ Der Gewinn des operativen Geschäfts soll etwa aufgrund eines *Exclusive Technical Service Agreement* zur Muttergesellschaft zurückfließen. Die Kaufoption mit einem symbolischen Bezugspreis soll die Eigentumsrechte vermitteln. Hierzu IPO-Prospekt, S. 91.

¹⁶ Die VIE-Struktur sorgte in der Vergangenheit dennoch öfters für Aufsehen: Im April 2008 sorgten Gerüchte bei der chinesischen Agria Corporation, die auf einen Kontrollverlust ihrer VIEs hindeuteten, für einen Kurssturz. Das chinesische E-Commerce-Unternehmen Sina.com hatte im Jahre 2001 ebenfalls Schwierigkeiten mit seiner VIE-Struktur. Aufgrund einer außergerichtlichen Einigung mit dem Gründungsgesellschafter entstand der Gesellschaft in der Folge kein Schaden. 2010 verlor die GigaMedia Ltd. aufgrund von Auseinandersetzungen mit der Geschäftsführung die Kontrolle über ihre VIEs.

Eine bleibende Erfahrung hinsichtlich der Risiken einer VIE-Struktur dürften die Großaktionäre von Alibaba, Yahoo! Inc. und die japanische Softbank im Jahre 2010 gemacht haben. Alipay (seinerzeit das chinesische Pendant zu Paypal) stand als einer der aussichtsreichsten Geschäftsbereiche von Alibaba im Fokus einer Auseinandersetzung zwischen dem Gründungsgesellschafter Jack Ma und den ausländischen Großaktionären.¹⁷ Der Geschäftsbereich Alipay wurde vom besagten Gründungsgesellschafter gegen den Willen von Yahoo! Inc. (40%) und Softbank (34%) aus der bestehenden VIE ausgegliedert. Aufgrund der rechtlichen Selbstständigkeit der VIE dürfte dieses Vorgehen nicht gegen chinesische Vorschriften verstoßen haben. Im Ergebnis konnten die Streitigkeiten nur durch einen Vergleich beigelegt werden. Alipay nimmt seitdem eine Sonderstellung im Alibaba-Konzern ein und wird nicht mehr von Yahoo! Inc. und Softbank kontrolliert.¹⁸

III. American Deposit Receipt (ADR)

Der deutsche Anleger, der eine Alibaba-Aktie an einem deutschen Börsenplatz kauft, erwirbt kein Bruchteilseigentum an der Globalurkunde der karibischen Holdinggesellschaft, sondern vielmehr ein *American Deposit Receipt* (ADR). Ein ADR ist ein Zertifikat, das dem Erwerber mittelbar die Rechte an den hinterlegten Aktien vermittelt. Die Originalaktien sind bei einer amerikanischen Depotbank hinterlegt. Diese stellt eine Hinterlegungsbestätigung in Form des ADR aus. Für den deutschen Anleger haben ADRs den Nachteil, dass diese bei der Geltendmachung von kapitalmarktrechtlichem Schadensersatz regelmäßig einen Gerichtsstand in den Vereinigten Staaten begründen.

¹⁷Etwa Financial Times vom 7. Mai 2014 unter <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7a8c4816-d5df-11e3-a017-00144feabdc0.html#axzz3cxKDI0yS>.

¹⁸Gemeinsame Mitteilung von Alibaba, Yahoo! und Softbank vom 29. Juli 2011 „Agreement on Alipay“.

IV. Bankgeschäft

Mit der Einführung des Online-Dienstes Yu'E Bao (was sinngemäß „Übrig gebliebener Schatz“ bedeutet) ist der Alibaba-Konzern im Juni 2013 in großem Stil in das chinesische Einlagengeschäft eingestiegen.¹⁹ Das Angebot richtet sich vornehmlich an den chinesischen Verbraucher, der mit seinem Smartphone bequem Tagesgeld zu einer attraktiven Verzinsung anlegen kann. Yu'E Bao bietet seinen Anlegern eine im Vergleich zu den Großbanken höhere Verzinsung. Zwischenzeitlich verwaltete dieser Geldmarktfonds umgerechnet rund 100 Mrd. US-Dollar an Einlagen.²⁰ Vor dem Hintergrund, dass es in China bis zum heutigen Tage keine Einlagensicherung gibt, stellt das hohe Volumen der Einlagen ein erhebliches Risiko dar.²¹

Alibaba tritt mit seinem Einlagengeschäft in direkte Konkurrenz zu den etablierten chinesischen Staatsbanken. Zwar legt Yu'E Bao den Großteil seiner Gelder über Rahmenverträge wieder über die Großbanken an, jedoch schrumpfen deren Gewinnmargen empfindlich.²²

Die verwaltende Kapitalanlagegesellschaft Tianhong Asset Management gibt in ihren Veröffentlichungen einen überraschend offenen Einblick in ihre Investments.²³ Hierbei fällt auf, dass sich das Fälligkeitsprofil der Anlagen mit der Abnahme von Spannungen auf dem chinesischen Geldmarkt stetig verlängert hat. Obwohl Yu'E Bao vornehmlich Tagesgelder entgegennimmt, beträgt die durchschnittliche Fälligkeit der wiederangelegten Gelder zum 2. Quartal 2014 rund 80 Tage.²⁴ Zu diesem Zeitpunkt wurden bereits ca. 25% der Gelder für einen Zeitraum zwischen 90-180 Tagen wiederangelegt. Der Anteil der Gelder, die am chinesischen Schattenmarkt angelegt wurden, ist ebenfalls stetig gestiegen. Er betrug zum 2. Quartal 2014 bereits besorgniserregende 9%. Angesichts der enormen Einlagensumme, die Yu'E Bao verwaltet, ist letztlich auch Alibaba stark vom chinesischen Bankensystem abhängig. Soweit am chinesischen Geldmarkt Spannungen auftreten, könnte sich dies auf das Geschäftsmodell von Yu'E Bao negativ auswirken. Ergänzend könnten etwaige

¹⁹ Das Einlagengeschäft wird unter der Finanzsparte des Konzerns Ant Financial in Kooperation mit Alipay und Tianhong Asset Management geführt. Siehe Mitteilung der Alibaba-Gruppe vom 16. Oktober 2014.

²⁰ Laut Bericht der Tianhong Asset Management vom 24. Oktober 2014 verwaltete die Gesellschaft zum Ende des 2. Quartals 2014 umgerechnet rund 87 Mrd. US-Dollar an Einlagen.

²¹ Die Einführung einer Einlagensicherung wird seitens der chinesischen Regierung gleichwohl in Betracht gezogen.

²² Siehe Artikel der China Business Review vom 21. Juli 2014 unter <http://www.chinabusinessreview.com/internet-finance-in-china-will-it-disrupt-traditional-banking>.

²³ Auf der Webseite von Tianhong Asset Management gibt die Gesellschaft ausführlich Auskunft über die Wiederanlage der Einlagen. Die Informationen sind nur in chinesischer Sprache verfügbar.

²⁴ Der Artikel des Economist vom 24. Juli 2014 gibt einen guten Überblick über die Problematik der Fristenkongruenz in englischer Sprache unter <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2014/07/chinese-finance>.

Zahlungsausfälle auf dem chinesischen Schattenbankenmarkt für Alibaba ein milliarden schweres Risiko darstellen.

V. Zusammenfassung

Die hier angesprochenen rechtlichen Aspekte der Konzernstruktur der Alibaba-Gruppe behandeln nur einen kleinen Ausschnitt der zugrundeliegenden Risiken. Aus der Sicht eines deutschen Rechtsanwenders erscheinen die gewählten Konstruktionen abenteuerlich. Auf der anderen Seite verdeutlicht der Alibaba-Börsengang exemplarisch das flexible chinesische Rechtsverständnis und die pragmatische Herangehensweise an die Rechtsgestaltung.

Während Risiken hinsichtlich der VIE-Struktur wohl nur auf dem Papier bestehen, sollte gerade die verstärkte Ausrichtung auf das Bankgeschäft nachdenklich stimmen. Das Einlagengeschäft verstößt zumindest aus deutscher Sicht gegen die Grundprinzipien des Bankwesens. Risiken des Bankgeschäfts, die mit einer mangelnden Fristenkongruenz verbunden sind, haben sich in der Vergangenheit in vielen Fällen schmerzhaft realisiert. Alibaba wird mit dem eingeschlagenen Weg zeigen müssen, dass für das Online-Bankgeschäft andere Regeln gelten.

Trotz bestehender Unsicherheiten steht das Geschäftsmodell von Alibaba für eine spannende Börsenstory. Aufgrund der breiten Aufstellung der Alibaba-Gruppe bietet der Wert die Möglichkeit, von einem anhaltenden Aufschwung des chinesischen E-Commerce-Marktes zu profitieren.

Aus Sicht der Short-Anleger macht gerade die Vielzahl an rechtlichen und tatsächlichen Risiken die Aktie interessant. Die Volatilität der Aktie erscheint im Vergleich zu anderen E-Commerce-Unternehmen recht niedrig. Dies wirkt sich in der Folge positiv auf die zugrundeliegenden Optionspreise aus. Ergänzend kommt hinzu, dass die Alibaba-Aktie als Hedge gegen eine Abschwächung des chinesischen Marktes, und den damit verbundenen globalen Folgen, geeignet ist.

Autor:
Rechtsanwalt
Roman Podhorsky

Datum der Erstveröffentlichung:
15.06.2015

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 Alibaba Holding.

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.