

„Vis à VIE“ – Ein Überblick über das Investitionsmodell der Variable Interest Entities

Christian Atzler¹ / Kai Schlender²

Abstract

Variable Interest Entities (VIEs) haben sich in den letzten zwei Dekaden als weitere Form ausländischer Investitionen neben den traditionellen Investitionsvehikeln für ausländische Investoren in China etabliert. Sie bilden den Kern der Geschäftsmodelle einiger der größten chinesischen Unternehmen wie Alibaba, Sina oder Weibo. Den augenscheinlichen Vorteilen der VIE-Strukturen, wie etwa der Ermöglichung eines erfolgreichen „Offshore Listing“, stehen verschiedene Unwägbarkeiten gegenüber. Der Anfang 2015 veröffentlichte Entwurf für ein „Gesetz der Volksrepublik China für ausländische Investitionen“ stellt nun gleichermaßen eine Anerkennung bereits bestehender VIEs als auch eine Einschränkung der Errichtung neuer VIEs in Aussicht. Diese Aussicht nimmt der Artikel zum Anlass, einen Überblick über das Investitionsmodell der VIEs zu bieten.

I. Einleitung

Erstmalig eingesetzt durch den chinesischen Internetkonzern „Sina“³ um die Jahrtausendwende, in 2014 mitverantwortlich für den bis dato größten Börsengang der Geschichte durch „Alibaba“⁴ an der New York Stock Exchange (NYSE) und Anfang 2015 der scheinbar evidenteste Adressat des „Entwurfes für ein ‚Gesetz der Volksrepublik China für ausländische Investitionen‘“⁵ (Entwurf): Das Investitionsmodell der „Variable Interest Entities“⁶ (VIE) hat es in den letzten zwei Dekaden aus einem wenig regulierten Bereich auf die größten Handelsplätze dieser Welt und in den Fokus des chinesischen Gesetzgebers geschafft. Doch was verbirgt sich hinter diesem Investitionsmodell und wie steht es angesichts des Entwurfes zukünftig um dieses bestellt?

Auf diese und weitere Fragen wird dieser Artikel Antworten zu geben versuchen. Als Grundlage für diese Antworten soll zunächst eingeführt werden in die Entstehung des Investitionsmodells der VIEs vor dem Hintergrund bestehender Investitionsrestriktionen. Anschließend werden die Struktur der VIEs so-

wie die hierbei regelmäßig verwendeten Vertragswerke erläutert. Daran anknüpfend werden die Risiken und rechtlichen Grenzen einer VIE-Konstruktion beschrieben. Den Abschluss bildet ein Ausblick auf die Zukunft der VIEs.

II. Die Entstehung von VIEs

Eine statistische Erhebung aus dem Jahr 2010 indiziert, dass seinerzeit bei ca. 40% der an den New Yorker Handelsplätzen NYSE, NASDAQ⁷ und AMEX⁸ gelisteten chinesischen Unternehmen das Geschäftsmodell auf VIE-Strukturen basierte.⁹ Untergliedert nach dem US-amerikanischen SIC¹⁰ Klassifikationsschema, welches die gelisteten Unternehmen nach Industriezweigen differenziert, legt diese Statistik zudem nahe, dass VIE-Strukturen besonders häufig in Branchen wie „Business Services“ (verwendet von 86 Prozent der chinesischen Unternehmen), „Retail“ (100 Prozent) oder „Real Estate“ (100 Prozent) zum Einsatz gebracht werden. In Bereichen wie „Industry Machinery and Equipment“ (33 Prozent) hingegen sind diese eher selten anzutreffen. Während sich bei diesen VIE-lastigen Branchen zunächst keine evidenten Gemeinsamkeiten aufdrängen mögen, wird, wenn man den Blick von den Handelsplätzen in New York zu den Ursprüngen der gelisteten Unternehmen nach China wirft, ersichtlich, dass es sich hierbei sämtlich um Industriezweige handelt, die für ausländische Investitionen in der Volksrepublik nicht oder nur beschränkt zugänglich

¹ Rechtsanwalt und Partner im Frankfurter Büro der Kanzlei Baker & McKenzie sowie Lehrbeauftragter der Sinologie an der Freien Universität zu Berlin.

² Referendar am OLG Frankfurt, juristischer Mitarbeiter im Frankfurter Büro der Kanzlei Baker & McKenzie sowie Lehrbeauftragter der Sinologie an der Humboldt und der Freien Universität zu Berlin.

³ „新浪“.

⁴ „阿里巴巴“.

⁵ „中华人民共和国外国投资法 (草案征求意见稿)“. In chinesisch-deutscher Übersetzung abgedruckt im Heft 3/2015, S. 285 ff.; Vgl. zudem den Artikel von Christian Atzler / Kai Schlender / Rebecka Zinser, „Der Entwurf für ein ‚Gesetz der Volksrepublik China für ausländische Investitionen‘“, im selben Heft auf S. 252 ff., sowie Christian Atzler und Rebecka Zinser, „Neuordnung des Investitionsrechts der VR China“, in: Recht der internationalen Wirtschaft (RIW) 2016, Heft 3, S. 118 ff.

⁶ „可变利益实体“.

⁷ „National Association of Securities Dealers Automated Quotations“.

⁸ „American Stock Exchange“.

⁹ Fredrik Öqvist, „Statistics on VIE usage“, auf: China Accounting Blog, veröffentlicht am 11.04.2011, abrufbar unter: <<http://www.chinaaccountingblog.com/weblog/statistics-on-vie-usage.html>>, eingesehen am 3.06.2016.

¹⁰ „Standard Industrial Classification“.

sind: So umfasst etwa der Bereich „Business Services“ die Internetservice-Industrie¹¹ und der Bereich „Retail“ das Segment der Onlinehandelsplattformen¹²; beides Bereiche, die nach dem chinesischen „Catalogue for the Guidance of Foreign Investment Industries“¹³ (Investitionskatalog) für ausländische Investitionen überwiegend nicht zugänglich sind.¹⁴

Genau in diese Bereiche fallen jedoch fünf der größten Börsengänge chinesischer Unternehmen in den USA: Alibaba Group Holding Limited, JD.com, Inc., Jumei International Holding Ltd., Weibo Corporation und Momo Inc.¹⁵ Diesem Umstand lassen sich sodann auch die wesentlichen Gründe für die Errichtung von VIE-Strukturen entnehmen: In chinesischen Industrien, die für ausländische Investitionen nur beschränkt zugänglich sind, bieten VIE-Strukturen den betreffenden chinesischen Unternehmen die Möglichkeit, erfolgreich „Offshore Listings“ durchzuführen. Gleichzeitig bieten sie ausländischen Investoren die Gelegenheit, sich an chinesischen Unternehmen in interessanten, jedoch beschränkten Industrien zu beteiligen.¹⁶

Verdeutlicht sei die Entstehung der VIEs am Beispiel eines der ersten chinesischen Unternehmen, das eine VIE-Struktur zum Einsatz brachte: dem Internetdiensteanbieter Sina. Wie für zahlreiche weitere der um die Jahrtausendwende in China gegründeten Internetunternehmen, ergaben sich auch für Sina bei dem Versuch eines Börsengangs zunächst praktische Schwierigkeiten: Während der Gang an die heimischen Börsen in Shanghai und Shenzhen aussichtslos erschien, da diese privat gehaltenen Unternehmen Anfang der 2000er nur eingeschränkt offen standen,¹⁷ stellte ein Börsengang an einem ausländischen Handelsplatz, Hongkong eingeschlossen, ebenfalls keine Alternative dar, da ausländische Investitionen in der chinesischen Internet-

industrie nicht zulassungsfähig waren.¹⁸ Nichtsdestotrotz gelang es der Sina Corporation (Sina Corp.) im Frühjahr 2000 als eines der ersten chinesischen Unternehmen den Gang an den NASDAQ zu vollziehen. Dabei wies das Unternehmen in seinem Prospekt vom 20. April 2000 das wesentliche Geschäftsfeld wie folgt aus:

„[Sina Corp.] is a leading Internet media and services company for Chinese communities worldwide. We offer a portal network of four localized Web sites targeting China, Taiwan, Hongkong and overseas Chinese in North America. [...] Our total average daily page views have grown from approximately 5 million in June 1999 to approximately 34 million in June 2000. [...] We generate revenue primarily through the sale of advertisements, promotions and sponsorships to advertisers and merchants [...]“¹⁹

Ausweislich des Börsenprospektes lagen die für die Bewertung der Investoren erheblichen Haupt-Geschäftstätigkeiten und -Einnahmequellen der Sina Corp. demnach im Betreiben verschiedener Webseiten, allen voran www.sina.com.cn, eine der zwanzig weltweit am häufigsten besuchten Webseiten,²⁰ sowie der Schaltung von Werbung auf diesen Webseiten. Doch obgleich die am NASDAQ gelistete Sina Corp., eine Gesellschaft nach dem Recht der Cayman Islands, die Umsätze aus diesen Geschäftsfeldern im Wesentlichen konsolidierte,²¹ wurden diese – ebenfalls ausweislich des Prospekts – ausgeübt von zwei chinesischen Gesellschaften, an denen die Sina Corp. keine bzw. nur geringfügige Geschäftsanteile hielt: So zeichnete für die Betreibung der Webseiten die „Beijing SINA Internet Information Services Co., Ltd.“²² (ICP Company) verantwortlich, während die Schaltung von Werben von der „Beijing SINA Interactive Advertising Co., Ltd.“²³ (Ad Company) betrieben wurde. Im Falle der ICP Company, welche ab 2002 nach Erhalt der

¹¹ „Services-Computer Programming, Data Processing, Etc., SIC-Code No. 7370“.

¹² „Retail Stores, Not Elsewhere Classified, SIC-Code No. 5990“.

¹³ „外商投资产业指导目录“; verabschiedet von der „Nationalen Entwicklungs- und Reformkommission“ (国家发展和改革委员会) (NDRC), der „Staatlichen Planungskommission“ (国家计划委员会), der „Staatlichen Wirtschafts- und Handelskommission“ (国家经济贸易委员会) und dem „Ministerium für Außenhandel und wirtschaftliche Kooperation“ (对外贸易经济合作部) (MOFTEC) am 20. Juni 1995; gegenwärtig in der Fassung der sechsten Revision vom 10. März 2015, gemeinsam erlassen vom „Staatsrat“ (国务院), dem „Handelsministerium“ (商务部) (MOFCOM) und der NDRC (2015er Investitionskatalog).

¹⁴ Das Anbieten von Services wie etwa Handelsplattformen im Internet ist nach dem 2015er Investitionskatalog, mit Ausnahme der Zurverfügungstellung von Musik, vollständig verboten für ausländische Investitionen vgl. Nr. 31 der Sektion verbotener Industrien im 2015er Investitionskatalog: „新闻网站、网络出版服务、网络视听节目服务、互联网上网服务营业场所、互联网文化经营（音乐除外）“.

¹⁵ William Hennelly und Zhou Yishen, „Chinese IPOs in US could cool“, auf: China Daily USA, veröffentlicht am 5.2.2015, abrufbar unter: <http://usa.chinadaily.com.cn/business/2015-02/05/content_19503223.htm>, eingesehen am 3.6.2016.

¹⁶ Vgl. anstatt vieler Li Guo, „Chinese Style VIEs: Continuing to Sneak under Smog“, in: Cornell International Law Journal, 2014, Vol. 47, S. 569–606 (S. 575).

¹⁷ Vgl. Paul L. Gillis, „The Big Four and the Development of the Accounting Profession in China“, 2014, S. 134.

¹⁸ Vgl. Tang Rui (唐瑞), „On the possibility of the Chinese state clamping down on the use of VIE-structures“ (论 VIE 框架在我国逆向适用的可能性), in: „Chinese Yearbook of Commercial Law 2014“ (2014 年——中国商法年刊), 2014, S. 326–331.

¹⁹ S. 2 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2000.

²⁰ Vgl. das Ranking der Alexa Internet, Inc., abrufbar unter: <<http://www.alexa.com/siteinfo/sina.com.cn>>, eingesehen am 3.6.2016.

²¹ Konsolidiert wurden zunächst nur die Umsätze der Ad Company, da Sina Corp., nach eigenen Angaben, vermittelt durch BSRS, im Wege einer auf 10 Jahre abgeschlossenen „Proxy“ für die Ad Company die Mehrheit deren Stimmrechte besaß, was nach US-GAAP zur Konsolidierung verpflichtete: „BSRS does not hold an equity interest in the ICP Company and does not have a legal agreement to control the ICP Company. Therefore, the financial statements of the ICP Company are not consolidated with those of SINA.com.“ [...] „Through a ten-year proxy, BSRS has complete voting control over the Ad Company despite owning only 25% of the equity. The 75% owner does not have participating rights as defined in EITF 96–16 with respect to the management of the Ad Company. Therefore, the financial position and results of operations of the Ad Company are consolidated with the financial statements of SINA.com“; Vgl. S. 50 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr von 2000.

²² „北京新浪互联信息服务有限公司“.

²³ „北京新浪互动广告有限公司“.

„Internet Advertising Business License“²⁴ (AD License) im Übrigen auch die Geschäfte der Ad Company fortführte,²⁵ verfügte die Sina Corp. zu keinem Zeitpunkt über Geschäftsanteile, während sie bei der Ad Company lediglich mittels eines chinesisch-ausländischen „Equity Joint Ventures“²⁶ (EJV), der „Beijing Stone Rich Sight Information Technology Co. Ltd.“²⁷ (BSRS), an deren chinesischen EJV-Partner „Beijing Stone Electronic Technology Co., Ltd.“ sie wiederum keine Anteile hielt, mit einem Geschäftsanteil von 25 Prozent beteiligt war.²⁸ Die übrigen Geschäftsanteile an beiden Gesellschaften wurden wiederum von chinesischen natürlichen Personen gehalten: dem Mitgründer und CEO von Sina, WANG Zhidong²⁹ sowie einem der leitenden Manager, WANG Yan³⁰.

Der Umstand, dass die Aktien von Sina Corp. beim IPO in 2000 dennoch um das 28-Fache überzeichnet waren³¹ legt jedoch nahe, dass die Sina Corp. den Investoren auf anderem Wege als mittels Anteilsinhaberschaft vermochte, einen Zugang zum chinesischen Markt in Aussicht zu stellen. Ausweislich des Prospektes geschah dies wie folgt:

„We have attempted to comply with the strict licensing and registration requirements of the PRC government by entering into agreements with two Chinese entities majority owned by our employees [die ICP Company und die Ad Company, Anmerkung der Verfasser]; [...] Because we are restricted by the Chinese government from providing Internet and advertising services directly in China, we are dependent on the Ad Company, of which we own 25% and the ICP Company, of which we have no ownership interest, to provide such services through contractual agreements between the parties.“³²

Welche „contractual agreements“ dabei zum Einsatz kamen und zwischen welchen Parteien diese abgeschlossen wurden erwähnte das Prospekt seinerzeit lediglich in wenigen Worten.

Der Umstand, der später dazu führte, dass Sina als eines der ersten chinesischen Unternehmen angesehen wurde, das eine VIE-Struktur implementierte und die-

se oftmals gar als das „Sina-Modell“ bezeichnet wird,³³ ließ sich seinerzeit ebenfalls lediglich erahnen: Dieser Umstand hat seinen Ursprung, wie auch der Begriff der „Variable Interest Entities“ selbst, im Bereich des „Accounting“ nach den US-amerikanischen „Generally Accepted Accounting Principles“ (GAAP), genauer den vom „Financial Accounting Standards Board“ (FASB) Anfang 2003 in Reaktion auf spektakuläre Unternehmenszusammenbrüche in den USA (insb. Enron) erlassenen Interpretation zu den GAAP mit dem Titel „Consolidation of Variable Interest Entities“ (FASB Interpretation No. 46, FIN 46).³⁴ Die FIN 46 sah vor, dass Unternehmen künftig auch solche Einheiten (Entities) zu konsolidieren hatten, an denen sie zwar kein mehrheitliches Stimmrecht („majority voting interest“), etwa in Folge mehrheitlicher Anteilsinhaberschaft besaßen, an denen sie jedoch auf anderem Wege ein „controlling financial interest“ innehatten.³⁵ Während dies für viele US-amerikanische Unternehmen den Nachteil mit sich brachte, dass sie nunmehr zum Teil verlustbringende „special purpose vehicles“ konsolidieren mussten, eröffnete diese Neuerung chinesischen Unternehmen die Möglichkeit, künftig die operativen Gesellschaften in der Volksrepublik (die „variable interest entities“) auch dann zu konsolidieren, wenn sie an diesen keine bzw. nur Minderheitsanteile hielten.

Während einige wenige im Ausland gelistete chinesische Unternehmen, wie Sina Corp. oder auch „Sohu“³⁶, dies in Teilen bereits vor Erlass der FIN 46 taten, stieg die Zahl der an ausländischen Handelsplätzen gelisteten chinesischen Unternehmen, deren Geschäftsmodell eine VIE-Struktur umfasste, nach Erlass der FIN 46 deutlich an.³⁷ Zudem wurde die VIE-Struktur von den chinesischen Unternehmen fortan, auch unter ausdrücklicher Referenz auf diese Struktur, bereits beim Börsengang offen dargelegt. Beispielhaft sei hier das bereits eingangs erwähnte „Weibo“³⁸ genannt, ein Tochterunternehmen von Sina, dessen Haupteinkünfte aus dem Betreiben einer Social-Media Plattform stammen und die im April 2014 gleichermaßen den Schritt an den NASDAQ vollzog. Auch hier handelt es sich bei dem gelisteten Unternehmen um eine Gesellschaft nach dem Recht der Cayman Islands, die Weibo Corp., während die Haupt-Geschäftstätigkeiten und -Einnahmequellen von ausschließlich chinesisch investierten Gesellschaften in der Volksrepublik generiert werden. An diesen wiederum besaß die Weibo Corp.

²⁴ „网络广告经营许可“.

²⁵ S. 49 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2004.

²⁶ „合资经营企业“.

²⁷ „北京四通利方信息技术有限公司“; Nunmehr „Beijing SINA Information Technology Co., Ltd.“ (北京新浪信息技术有限公司).

²⁸ S. 13 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2000.

²⁹ „王志东“; dieser hielt 70 Prozent der Geschäftsanteile an der ICP Company; Vgl. S. 14 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2000.

³⁰ „汪延“; dieser hielt die übrigen 75 Prozent der Geschäftsanteile an der Ad Company sowie 30 Prozent der Geschäftsanteile an der ICP Company; Vgl. S. 14 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2000.

³¹ Vgl. die entsprechende Pressemitteilung der Sina Corp. vom 28.6.2000, abrufbar unter: <<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=121288&p=irol-newsArticle&ID=101569>>, eingesehen am 3.6.2016.

³² S. 18 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2000.

³³ Vgl. Jing Li, „Venture Capital Investments in China: The Use of Offshore Financing Structures and Corporate Relocations“, in: Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law, Vol. 1, Issue 1, 2012, S. 1–60 (S. 47).

³⁴ Vgl. Christoph Hütten und Hilke Stromann, „Umsetzung des Sarbanes-Oxley Act in der Unternehmenspraxis“, in: Betriebs Berater (BB), 2003, Heft 42, S. 2223–2227.

³⁵ Vgl. den Originaltext der zwischenzeitlich revidierten FIN 46 abrufbar unter: <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220134120&acceptedDisclaimer=true>, eingesehen am 3.6.2016.

³⁶ „搜狐“.

³⁷ Vgl. Li Guo (2014) (s.o. Fn. 16), S. 571 f.

³⁸ „微博“.

keine Geschäftsanteile, was sie in ihrem Börsenprospekt vom 14. März 2014 wie folgt erläuterte:

„[Weibo Corp.] holds 100% of the equity of Weibo Hongkong Limited, or Weibo HK, which in turn holds 100% of the equity in Weibo Internet Technology (China) Co., Ltd., or Weibo Technology, our wholly owned subsidiary in China. We are a holding company, and we conduct our business in China through Weibo Technology and our VIE, Beijing Weimeng Technology Co., Ltd. [...] We gained control and became the primary beneficiary of Weimeng in 2010 through a series of contractual arrangements between Weibo Technology and Weimeng and Weimeng's shareholders [...] including loan agreements, share transfer agreements, loan repayment agreements, agreements on authorization to exercise shareholder's voting power, share pledge agreements, exclusive technical services agreement, exclusive sales agency agreement and trademark license agreement.“³⁹

Auch Sina Corp. referenziert mittlerweile die ursprünglich von ihr selbst mitgeprägte VIE-Struktur in ihren obligatorischen „SEC Filings“: So heißt es etwa im „Annual Report“ für das Fiskaljahr 2014 ausdrücklich „Because PRC regulations restrict our ability to provide internet content [...] directly in China, we are dependent on our VIEs“⁴⁰.

III. Die Struktur der VIEs

VIEs haben sich in den letzten zwei Dekaden neben den traditionellen Investitionsvehikeln für ausländische Investoren in China (EJVs, den „Wholly Foreign Owned Enterprises“⁴¹ (WFOE) und den „Co-operative Joint Ventures“⁴² (CJV)) als weitere Form von ausländischen Investitionen etabliert. Da es ihnen jedoch anders als den drei letztgenannten an einer gesetzlichen Grundlage fehlt, existiert weder eine obligatorische Organisationsstruktur noch ein obligatorisches Vertragswerk, wie etwa der „Joint Venture Vertrag“ bei den EJVs⁴³ und den CJVs⁴⁴. Obgleich bestimmte Vertragswerke in einer Vielzahl von Fällen bei VIE-Strukturen zum Einsatz gebracht werden, besteht zudem kein *numerus clausus* für die verwendeten Verträge. Nichtsdestotrotz lassen sich sowohl in organisatorischer Hinsicht als auch mit Blick auf die in der Praxis verwendeten Vertragswerke einige genuine und charakteristische Merkmale der VIE-Strukturen erkennen, die im Folgenden näher erläutert werden sollen.

³⁹ S. 8 des „Form F-1 Registration Statement“ der Weibo Corp. vom 14. März 2014.

⁴⁰ S. 22 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2014.

⁴¹ „外资独资企业“.

⁴² „中外合作企业“.

⁴³ „合营企业合同“.

⁴⁴ „合作企业合同“.

1. Die Anatomie der VIEs

Eine VIE-Struktur besteht regelmäßig aus vier Gesellschaften, von denen die beiden für die VIE Struktur prägenden Gesellschaften, die „Variable Interest Entity“ im engeren Sinne (VIE-Gesellschaft) und die sie mittels Verträgen kontrollierende Gesellschaft stets ihren Sitz in China haben und nach den Gesetzen der Volksrepublik errichtet sind:

a) Die VIE-Gesellschaft

Im operativen Zentrum einer VIE-Struktur steht zunächst mit der VIE-Gesellschaft die „Variable Interest Entity“ im engeren Sinne. Hierbei handelt es sich regelmäßig um eine nach chinesischem Recht gegründete „Gesellschaft mit beschränkter Haftung“⁴⁵, auf die die allgemeinen chinesischen Gesetze (insb. das „Company Law“⁴⁶ (Gesellschaftsgesetz)) Anwendung finden. Diese Gesellschaft hält zumeist das Geschäft, für welches das im Ausland gelistete Unternehmen bekannt ist und auf welches dessen für den Aktienkurs erhebliche Bewertung zurückgeht. Als Beispiel sei hier die bereits oben erwähnte ICP Company genannt, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach chinesischem Recht, die mit sina.com.cn eine der vier am häufigsten besuchten Webseiten Chinas betreibt,⁴⁷ welche den Großteil der Bekanntheit der Sina Corp. als Ganzes ausmacht. Die ICP Company hält sowohl die für den Betrieb einer Webseite in China erforderliche „Internet Content Provision License“⁴⁸ (ICP), als mittlerweile auch, wie bereits erwähnt, die zum Schalten von Werbung erforderliche AD License. Ein weiteres Beispiel ist die „Beijing Weimeng Technology Co., Ltd.“⁴⁹ (Weibo Weimeng). Auch diese hält die zum Anbieten von Internetservices erforderliche ICP und betreibt hiermit die in China weithin bekannte Social-Media-Plattform „Weibo“⁵⁰. Sie ist dementsprechend die VIE-Gesellschaft der am NASDAQ gelisteten Weibo Corp.

Die VIE-Gesellschaften werden für gewöhnlich gehalten von chinesischen natürlichen Personen, welche oftmals zum Management der Unternehmensgruppe im weiteren Sinne gehören.⁵¹ Im Falle der ICP Company zählten etwa ausweislich des „Annual Reports“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2015 dessen „Executive Officer“, Frau DU Hong, mit 27.1% der Geschäftsanteile und WANG Gaofei, der CEO von Weibo, mit 22.8% der Geschäftsanteile zu den wesentlichen Gesellschaftern. Hinzu kamen WANG Yan, ein Direktor des Un-

⁴⁵ „有限责任公司“.

⁴⁶ „公司法“; verabschiedet durch den Ständigen Ausschuss des NVK am 29. Dezember 1993; in Kraft getreten am 1. Juli 1994; Gesetze und Rechtsnormen der Volksrepublik China werden hier wie im Folgenden zunächst entweder in der englischen Übersetzung des jeweiligen Gesetzgebers oder der von der Peking Universität (北京大学) betriebenen Webseite www.lawinfochina.com (北大法律英文网) angegeben. Sofern eine solche Übersetzung nicht vorhanden ist, wird eine eigene deutsche Übersetzung angegeben.

⁴⁷ Fn. 20.

⁴⁸ „网络内容提供许可“.

⁴⁹ „北京微梦创科网络技术有限公司“.

⁵⁰ „微博“.

⁵¹ Vgl. Li Guo (2014) (s.o. Fn. 16), S. 577.

ternehmens, mit 0.2% der Geschäftsanteile, sowie mit D. Lin und F. Cao zwei „Treuhandergesellschafter“⁵² des Unternehmens, mit jeweils 22.8% und 27.1% der Geschäftsanteile.⁵³ Ähnlich verhält es sich im Falle der Weibo Weimeng: Auch hier sind ausweislich des „Annual Reports“ der Weibo Corp. für das Fiskaljahr 2015, chinesische natürliche Personen die alleinigen Gesellschafter. Im Falle von Weibo Weimeng allerdings vier „non-executive PRC employees“ der Weibo Corp. oder der Sina Corp., namentlich Y. Liu, W. Wang, W. Zheng und Z. Cao.⁵⁴

b) Die Holdinggesellschaft

Das am anderen Ende der VIE-Struktur stehende und zumeist an den ausländischen Handelsplätzen gelistete Unternehmen (Holdinggesellschaft) ist – in ersichtlich allen Fällen – zumindest in geographischer Hinsicht von den VIE-Gesellschaften weit entfernt: Hierbei handelt es sich regelmäßig um eine nach dem Recht der Cayman Islands errichtete Kapitalgesellschaft, deren Gesellschafter bereits ausländische Investoren umfassen.⁵⁵ Dies ist sowohl bei den bereits erläuterten Sina Corp. und Weibo Corp. der Fall, als auch bei den eingangs erwähnten Alibaba (Alibaba Group Holding Limited), JD.com (JD.com, Inc.), Jumei (Jumei International Holding Limited), und Momo (Momo Inc.). Zwar geben diese alle im Rahmen der obligatorischen SEC-Filings als „Address of principal executive offices“ Geschäftsadressen in Beijing, Shanghai oder Hongkong an. Inkorporiert sind sie jedoch zumeist nach dem Recht der Cayman Islands. In eher seltenen Fällen kommen bei VIE-Strukturen auch Gesellschaften gegründet nach dem Recht der British Virgin Islands zum Einsatz.⁵⁶

Gedanklich stehen die VIE-Strukturen damit in der Nähe der bereits deutlich früher aufgekommenen sog. „Roundtrip-Investments“ oder „Red-Chip Restructurings“⁵⁷, bei welchen chinesische Unternehmen im Ausland als Holding-Gesellschaft restrukturiert wurden, um dann am Ende des „Roundtrips“ die Anteile der chinesischen operativen Gesellschaften zu erwerben.

⁵² „Nominee Shareholders“.

⁵³ S. 71 des „Annual Report“ der Sina Corp. für das Fiskaljahr 2015.

⁵⁴ Die Geschäftsanteile betragen in der genannten Reihenfolge jeweils 30 Prozent, 30 Prozent, 20 Prozent und 20 Prozent; S. 27 des „Annual Report“ der Weibo Corp. für das Fiskaljahr 2015.

⁵⁵ So etwa die japanische SoftBank Corp. und die US-amerikanische Yahoo! Inc. im Falle der Alibaba Corp.; siehe S. 71 des Börsenprospektes von Alibaba Corp.

⁵⁶ Beispielhaft sei hier die bereits in 2005 gelistete „Focus Media Holding Limited“ aus Jiangsu genannt, die in 2003 zunächst auf den British Virgin Islands inkorporiert wurde. Ausweislich des Börsenprospektes vom 14. Juni 2005 nahm die Focus Media Holding Limited dann jedoch folgende Änderungen an ihrem Geschäftsmodell vor: „In conjunction with the change in our business model in May 2003 and to facilitate foreign investment in our company, we established our offshore holding company, Focus Media Holding Limited as a company registered in the British Virgin Islands. On April 1, 2005, we completed the process of changing Focus Media Holding Limited’s corporate domicile to the Cayman Islands and we are now a Cayman Islands company“; S. 47 des Börsenprospektes.

⁵⁷ „返程投资“ oder „红筹重组“.

ben.⁵⁸ Nur am Rande sei erwähnt, dass das Investitionsmodell der VIEs gewissermaßen auch als Fortentwicklung der „Roundtrip-Investments“ gesehen werden kann, nachdem diese durch die in 2006 erlassenen „Regulations for Merger with and Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors“⁵⁹ (2006er M&A-Bestimmungen) erheblich erschwert wurden.⁶⁰

c) Die Offshore- und Onshore-Zwischengesellschaften

Die Verbindung zwischen der inländischen VIE-Gesellschaft und der ausländische Holding-Gesellschaft an den äußersten Punkten der VIE-Struktur wird durch regelmäßig zwei weitere Gesellschaften hergestellt, die sich als Offshore- und Onshore-Zwischengesellschaften bezeichnen lassen. Diese Zwischengesellschaften können wiederum auf beiden Seiten der Grenze unterschiedlich häufig auftreten, wobei die überwiegende Mehrheit der VIE-Strukturen lediglich eine solche Gesellschaft aufweist. Erläutert sei dies am Beispiel des am NASDAQ gelisteten Unternehmens JD.com Inc., bei welchem sich gleich mehrere mögliche Konstellationen erkennen lassen. Auch hier handelt es sich zunächst bei dem in New York gelisteten Unternehmen um eine nach dem Recht der Cayman Islands gegründete Corporation. Eine „einfache“ VIE-Struktur wird von JD.com Inc. zunächst im Falle der die ICP haltenden und die Webseite JD.com betreibenden „Beijing Jingdong 360 Degree E-Commerce Co., Ltd.“⁶¹ (Jingdong 360) implementiert. Die Gesellschafter von Jingdong 360, der VIE-Gesellschaft, sind auch hier chinesische natürliche Personen, genauer der CEO von JD.com, Herr Richard Qiangdong Liu, mit 45% der Geschäftsanteile und Herr Jiaming Sun, ein ehemaliger Angestellter von JD.com, mit 55% der Geschäftsanteile.⁶² Jingdong 360 wird wiederum durch zahlreiche Verträge kontrolliert von der „Beijing Jingdong Century Trade Co., Ltd.“⁶³ (Jingdong Century), einer WFOE, der Onshore-Zwischengesellschaft. Jingdong Century wird wiederum zu 100% gehalten von der Offshore-Zwischengesellschaft, der „JD.com International Limited“, einer Limited-Gesellschaft nach dem Recht Hongkongs. Das vierte und letzte Glied in der Kette stellt dann die ausländische Holdinggesellschaft,

⁵⁸ Siehe allgemein Tang Weixia (唐伟霞), „A Study on the Issue of Fake Foreign Investments and Tax Avoidance of Foreign Enterprises among FDI“ (FDI 中的假外资和外资避税问题研究), in: Journal of Capital University of Economics and Business (首都经济贸易大学学报), 2009, Vol. 10, S. 28–33.

⁵⁹ „关于外国投资者并购境内企业的规定“; verabschiedet vom MOFCOM am 8. August 2006; in Kraft getreten am 8. September 2006.

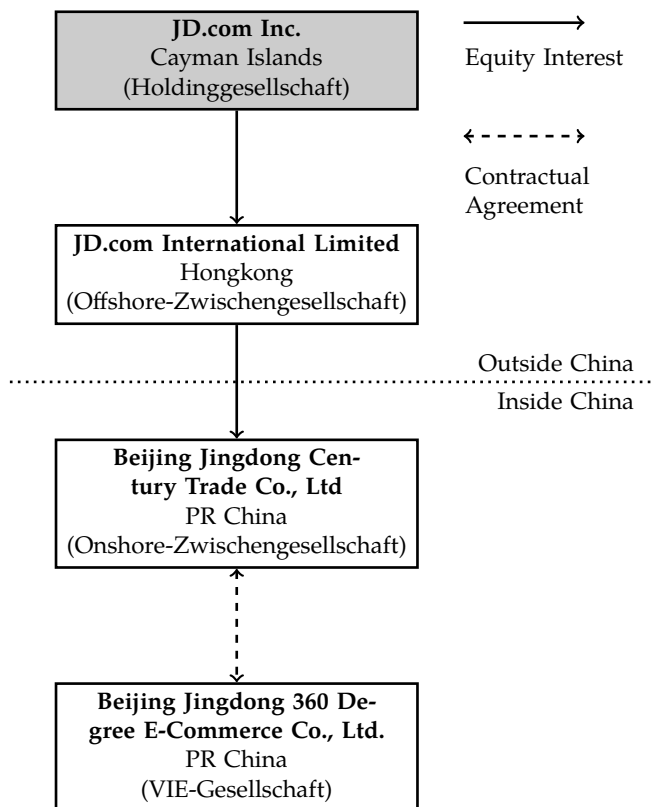
⁶⁰ Die 2006er M&A-Bestimmungen sahen in § 11 u.a. vor, dass eine inländische Gesellschaft oder natürliche Person, oder ein inländisches Unternehmen, das im Namen einer ausländischen Gesellschaft beabsichtigt, die mit ihr verbundenen inländischen Unternehmen zu erwerben, der Genehmigung durch das MOFCOM bedurfte.

⁶¹ „北京京东叁佰陆拾度电子商务有限公司“.

⁶² S. 27 des „Annual Report“ von JD.com Inc. für das Fiskaljahr 2015.

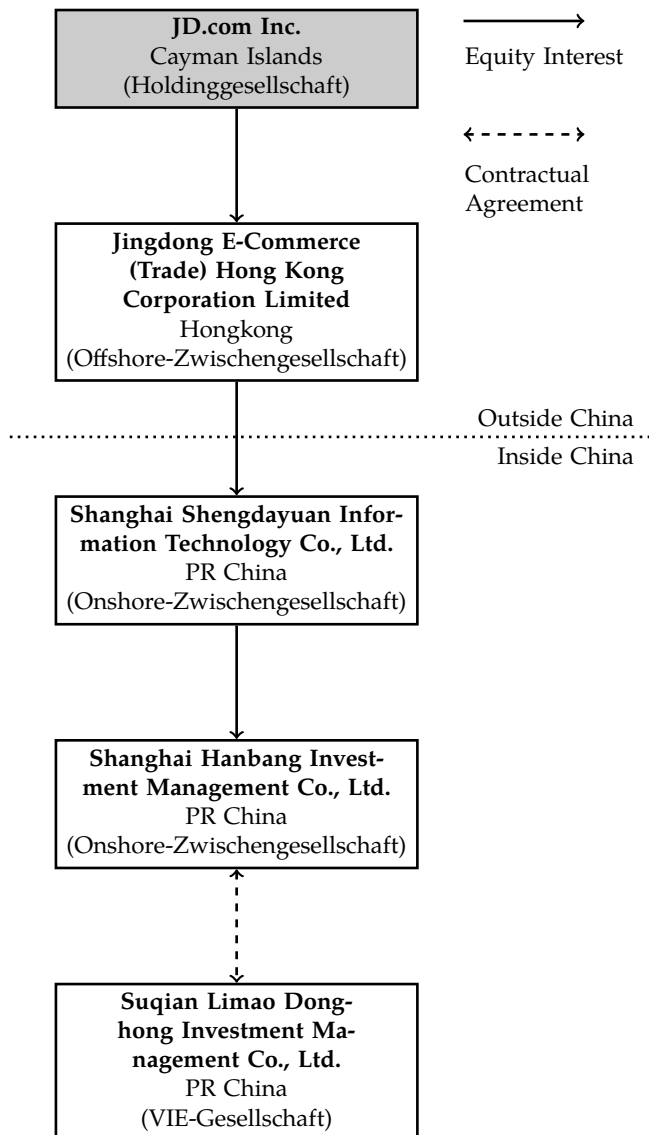
⁶³ „北京京东世纪贸易有限公司“.

JD.com Inc., dar, welche 100% der Geschäftsanteile an der Hongkonger JD.com International Limited hält.⁶⁴



Eine um eine Einheit erweiterte VIE-Struktur wendet JD.com Inc. wiederum im Falle der „Suqian Limao Donghong Investment Management Co., Ltd.“⁶⁵ (Suqian Limao) an.⁶⁶ Auch Suqian Limao ist in einem Geschäftsbereich aktiv, der für ausländische Investitionen eingeschränkt ist und hält die hierfür erforderliche Lizenz: Sie ist verantwortlich für den Bereich der Online Payment Systeme und hält die hierfür erforderliche „Payment Service License“⁶⁷ (Payment License). Sie stellt somit die VIE-Gesellschaft dar. Suqian Limao wird wiederum durch zahlreiche Verträge kontrolliert von „Suqian Hanbang Investment Management Co., Ltd.“⁶⁸ (Suqian Hanbang), einer Onshore-Zwischengesellschaft. Im Unterschied zu der vorgenannten VIE-Struktur wird Suqian Hanbang jedoch nicht unmittelbar zu 100% von einer Offshore-Zwischengesellschaft gehalten, welcher wiederum eine 100%ige Tochter der JD.com Inc. ist, sondern zunächst von einer weiteren Onshore-Zwischengesellschaft, der „Shanghai Shengdayuan Information Technology Co., Ltd.“⁶⁹. Diese ist wiederum eine 100%ige Tochter der „Jingdong E-Commerce (Trade) Hongkong Corporation Limited“. Das letzte und in diesem Fall fünfte Glied

in der Kette ist wiederum die ausländische Holdinggesellschaft JD.com Inc. auf den Cayman Islands.



Darüber hinaus lassen sich bei JD.com Inc. auch Konstellationen erkennen, die als klassische „Red Chip“ Restrukturierungen angesehen werden könnten. Beispielhaft genannt sei die „Tianjin Star East Corporation Limited“⁷⁰ (Star East), eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach chinesischem Recht, die im Bereich der „Errichtung und Verwaltung automatischer und dreidimensionaler Lagereinrichtungen“⁷¹ tätig ist. Diese wird direkt und zu 100% gehalten von der „Jingdong E-Commerce (Logistics) Hongkong Corporation Limited“, welche wiederum eine indirekte 100%ige Tochter der JD.com Inc. auf den Cayman Islands ist. Ein möglicher Grund dafür, dass in diesem Fall keine VIE-Struktur eingesetzt wird und Shanghai Shengdayuan direkt von einer Hongkonger Gesellschaft gehalten wird könnte darin liegen, dass die betreffende

⁶⁴ Die vorstehenden Informationen sind sämtlich dem „Annual Report“ von JD.com Inc. für das Fiskaljahr 2015 entnommen.

⁶⁵ „宿迁利贸东弘投资管理有限公司“.

⁶⁶ Auch Suqian Limao wird zu 45% gehalten von Richard Qiangdong Liu und zu 55% von Jiaming Sun; Siehe S. „Annual Report“ von JD.com Inc. für das Fiskaljahr 2015.

⁶⁷ „支付业务许可“.

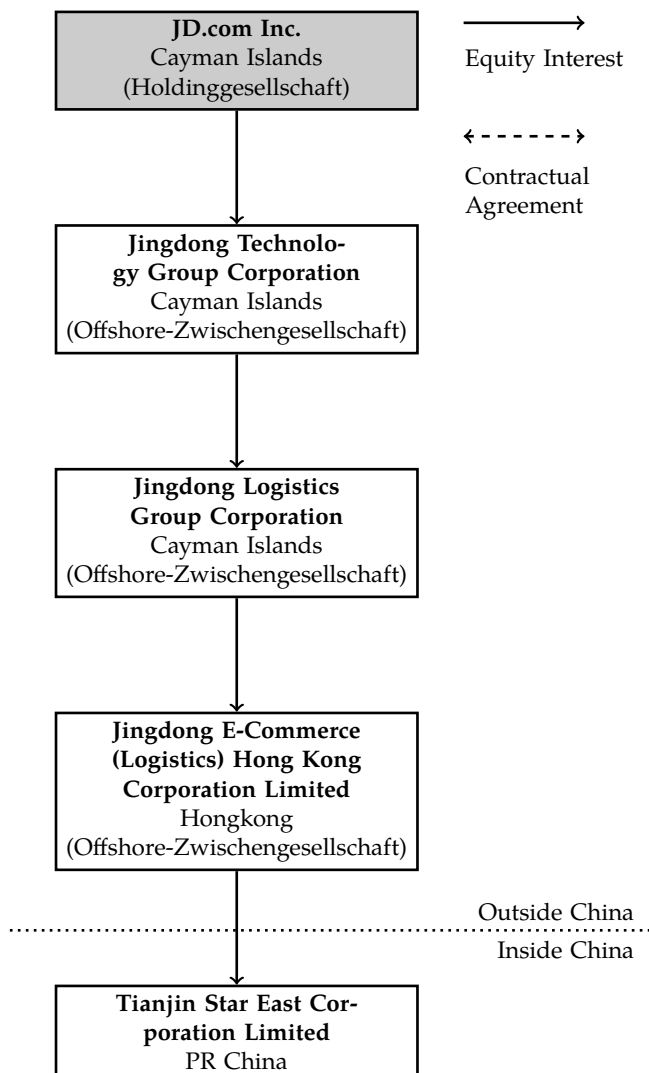
⁶⁸ „宿迁汉邦智能科技有限公司“.

⁶⁹ „上海晟达元信息技术有限公司“.

⁷⁰ „天津煜东信德物流有限公司“.

⁷¹ „自动化高架立体仓储设施“.

Industrie nach dem Investitionskatalog eine „geförderte“⁷² Industrie ist.⁷³



2. Die Vertragswerke der VIE-Strukturen

Die bei VIE-Strukturen zum Einsatz kommenden Vertragswerke lassen sich, entsprechend der unterschiedlichen Zielrichtungen, in zwei Kategorien unterteilen: Zum einen die Verträge, durch die, insbesondere vor dem Hintergrund der bereits erläuterten Konsolidierungsvoraussetzungen nach US-GAAP, eine faktische Kontrolle über die VIE-Gesellschaften erlangt werden soll. Zum zweiten, Verträge, durch die sichergestellt wird, dass die wirtschaftlichen Erträge aus der VIE-Gesellschaft zugunsten der Holdinggesellschaft verfügbar gemacht werden können. Vertragsparteien sämtlicher Verträge sind – in unterschiedlichen Konstellationen – die VIE-Gesellschaft, deren Gesellschafter und die Onshore-Zwischengesellschaft.

⁷² „鼓励“.

⁷³ „Siehe Nr. 314 der geförderten Industrien im 2015er Investitionskatalog“.

a) Verträge zur Erlangung einer faktischen Kontrolle

Den Verträgen zur Erlangung einer faktischen Kontrolle über die VIE-Gesellschaft kommt eine elementare Bedeutung für die VIE-Strukturen zu, insbesondere da sie den regelmäßig an ausländischen Handelsplätzen gelisteten Unternehmen die Möglichkeit bieten, die operativen Gesellschaften in China nach US-GAAP zu konsolidieren. Gleichzeitig sind sie aber auch aus vielerlei Gründen das vermutlich kritischste Element einer VIE-Struktur. Zunächst schafft die teilweise bestehende Offenlegungspflicht dieser Verträge die Möglichkeit, dass die chinesischen Behörden, sofern dies nicht ohnehin bereits der Fall ist, Kenntnis von einer VIE-Struktur erlangen. Darüber hinaus bestehen bereits *de lege lata* Gründe, die zur Annahme einer Unwirksamkeit dieser Verträge führen könnten. Zudem hat die chinesische Regierung in ihrer neueren Gesetzgebung bereits mehrfach zu verstehen gegeben, dass sie VIEs künftig als ausländische Investitionen erfassen möchte und diese den entsprechenden Beschränkungen unterworfen werden sollen.

(1) Call Option Agreements

Wirft man einen Blick in die SEC-Filings der eingangs erwähnten, am NASDAQ gelisteten chinesischen Unternehmen, Alibaba Group Holding Limited, JD.com, Inc., Jumei International Holding Ltd., Weibo Corporation und Momo Inc., so lässt sich erkennen, dass diese zur Ausgestaltung der faktischen Kontrolle über die jeweiligen VIE-Gesellschaften zunächst alleinstimmig „Call Option Agreements“⁷⁴ einsetzen. Vertragsparteien dieser „Call Option Agreements“ sind die Onshore-Zwischengesellschaft, die VIE-Gesellschaft sowie deren Gesellschafter. Gegenstand des Vertrages ist das Recht der Onshore-Zwischengesellschaft, oder einer von dieser zu benennenden Person, sämtliche oder Teile der Geschäftsanteile an der VIE-Gesellschaft zu erwerben. Der Kaufpreis wird dabei regelmäßig als „the minimum price as permitted by applicable PRC laws“ angegeben.⁷⁵

Ein „Call Option Agreement“ ist gegenüber den chinesischen Behörden nicht offenzulegen. Eine Offenlegung wird erst dann erforderlich, wenn die betreffende Option gezogen wird und dadurch bedingt ein Gesellschafterwechsel eintritt. Dieser wäre gem. § 32 Abs. 3 des Gesellschaftsgesetz sowie § 34 der „Regulations on Company Registration“⁷⁶ bei der „Staatlichen Kommission für Industrie und Handel“⁷⁷ (SAIC) oder deren lokalen Behörden (AIC) zu registrieren.

⁷⁴ „独家购买股权协议“. Während die Verträge sich von der Beschreibung her ähneln, weichen die Bezeichnungen bei allen sechs bisher genannten Unternehmen leicht ab: Alibaba „Call Option Agreement“; JD.com und Jumei „Exclusive Purchase Option Agreement“; Momo „Exclusive Call Option Agreement“; Weibo und Sina „Share Transfer Agreement“.

⁷⁵ Siehe etwa S. 73 des Börsenprospektes von Alibaba.

⁷⁶ „公司登记管理条例“; verabschiedet vom Staatsrat am 24. Juni 1994; gegenwärtig in der Fassung vom 19. Februar 2014.

⁷⁷ „国家工商行政管理总局“.

(2) Equity Pledge Agreements und Proxies

Ein weiteres regelmäßig zur Ausgestaltung der faktischen Kontrolle über die VIE-Gesellschaften zum Einsatz gebrachtes Vertragswerk ist ein Anteilspfandungsvertrag („Equity Pledge Agreement“)⁷⁸. Dieser wird ebenfalls zwischen der Onshore-Zwischengesellschaft, der VIE-Gesellschaft und deren Gesellschaftern abgeschlossen. Die Gesellschafter der VIE-Gesellschaft verpfänden dabei ihre Geschäftsanteile zu Gunsten der Onshore-Zwischengesellschaft, oder einer von dieser zu benennenden Person, als Sicherheit für die Pflichten und Obliegenheiten aus anderen Verträgen der VIE-Struktur, wie etwa den Darlehensverträgen.⁷⁹ Ergänzt wird das „Equity Pledge Agreement“ zumeist durch eine Vollmacht („Proxy“ oder „Power of Attorney“), welche es der Onshore-Zwischengesellschaft oder der von dieser zu benennenden Person ermöglicht, die Übertragung der verpfändeten Geschäftsanteile im Namen der Gesellschafter der VIE-Gesellschaft selbst zu vollziehen.⁸⁰ Im Rahmen dieser Vollmachten erlauben die Gesellschafter der VIE-Gesellschaft zudem zumeist auch die Ausübung weiterer Gesellschafterrechte, wie etwa Stimmrechte, Informationsrechte usw.⁸¹

Im Gegensatz zu den „Call Option Agreements“ sind die „Equity Pledge Agreements“ gemäß § 226 des „Property Rights Law“⁸² (Sachenrechtsgesetz) und § 1 der „Measures for the Registration of Equity Pledge with the Administrative Organs for Industry and Commerce“⁸³ gegenüber der SAIC oder den lokalen AICs offenzulegen. Zwar dürfte dieser Offenlegung zumindest für diejenigen Unternehmen keine gesonderte Bedeutung zukommen, die an einem ausländischen Handelsplatz gelistet sind und bereits dort im Rahmen der obligatorischen Berichte ausdrücklich auf die VIE-Strukturen und die dazugehörigen Vertragswerke hinweisen. Allerdings könnte eine solche Offenlegung bei denjenigen Unternehmen, die nicht-öffentlich eine VIE-Struktur implementieren, dazu führen, dass diese von den Behörden erstmalig erkannt wird.

(3) Loan Agreements

Die Darlehensverträge („Loan Agreements“) ergänzen die faktische Kontrolle um ein weiteres Element. Sie werden abgeschlossen zwischen der Onshore-Zwischengesellschaft und den Gesellschaftern der VIE-Gesellschaft. Die Laufzeit beträgt häufig 10 Jahre, wobei regelmäßig eine automatische Laufzeitverlänge-

rung vorgesehen ist. Den Gesellschaftern der VIE-Gesellschaft werden im Rahmen der Darlehensverträge zinsfreie Darlehen gewährt, deren Ziel die ausreichende Kapitalisierung der VIE-Gesellschaft ist.⁸⁴ Die Stärkung der faktischen Kontrolle über die VIE-Gesellschaften durch die Darlehensverträge ergibt sich wiederum daraus, dass die Gesellschafter regelmäßig zur Rückzahlung der Darlehen nur im Wege eines Verkaufs der Anteile an der VIE-Gesellschaft an die Onshore-Zwischengesellschaft, oder eine von dieser zu benennende Person, befugt sind. Die Rückzahlungsmodalitäten sind dabei teilweise in einem separaten Vertrag geregelt, einem „Loan Repayment Agreement“⁸⁵.

b) Verträge zur Erlangung sämtlicher wirtschaftlicher Erträge

Zu den Verträgen, durch welche die faktische Kontrolle über die VIE-Gesellschaften etabliert und gefestigt wird, kommen weitere Dienstleistungs- und Lizenzverträge hinzu, auf Basis derer die VIE-Gesellschaft Zahlungen leistet. Hierzu gehören zumeist „Exclusive Technical Services and Consulting Agreements“, „License Agreements“ sowohl für materielle als auch immaterielle „Assets“, sowie diverse weitere Verträge, wie etwa „Spousal Contents Agreements“⁸⁶ oder „Exclusive Sales Agency Agreements“⁸⁷. Im Einzelnen:

(1) Exclusive Technical Services Agreements

Die „Exclusive Technical Services Agreements“⁸⁸ stehen im Zentrum der Austauschbeziehungen zwischen den Gesellschaften einer VIE-Struktur. Sie werden abgeschlossen zwischen der Onshore-Zwischengesellschaft und der VIE-Gesellschaft. Die Onshore-Zwischengesellschaft verpflichtet sich darin zunächst gegenüber der VIE-Gesellschaft zur Erbringung bestimmter technischer Dienstleistungen. Als Gegenleistung für diese technischen Dienstleistungen wird sodann ein Betrag festgesetzt, der regelmäßig den gesamten vorsteuerlichen Gewinnen der VIE-Gesellschaft entspricht, ausgenommen der Vergütung für die besagten Dienstleistungen.⁸⁹ Die Exklusivität dieses Austauschverhältnisses wird wiederum

⁸⁴ Vgl. *Li Guo* (2014) (s.o. Fn. 16), S. 578.

⁸⁵ Siehe etwa S. 72 des „Annual Reports“ für das Fiskaljahr 2015 von Sina Corp., oder S. 75 des „Annual Reports“ für das Fiskaljahr 2015 von Weibo Corp.

⁸⁶ Siehe etwa S. 56 des Börsenprospektes von Momo.

⁸⁷ Siehe etwa S. 74 des „Annual Reports“ für das Fiskaljahr 2015 von Sina Corp.

⁸⁸ „独家业务合作协议“ oder „独家技术咨询服务协议“; Auch hier weichen die Bezeichnungen bei allen sechs Unternehmen leicht ab: Alibaba und Weibo „Exclusive Technical Services Agreements“; JD.com „Exclusive Technology Consulting and Services Agreement“; Jumei „Exclusive Consulting and Services Agreement“; Sina „Technical Services Agreements“.

⁸⁹ So formuliert etwa Alibaba auf S. 74 des Börsenprospektes „the variable interest entity pays a service fee to the wholly-foreign owned enterprise which typically amount to what would be substantially all of the variable interest entity’s pre-tax profit (absent the service

⁷⁸ „股权质押协议“; Auch hier weichen die Bezeichnungen bei allen sechs Unternehmen leicht ab: Alibaba, JD.com und Jumei „Equity Pledge Agreement“; Momo „Equity Interest Pledge Agreement“; Weibo und Sina „Share Pledge Agreement“.

⁷⁹ Siehe etwa S. 74 des Börsenprospektes von Alibaba.

⁸⁰ Siehe etwa S. 75 des Börsenprospektes von JD.com Inc.

⁸¹ A.a.O.

⁸² „物权法“; verabschiedet durch den NVK am 16. März 2007; in Kraft getreten am 1. Oktober 2007; In chinesisch-deutscher Übersetzung abgedruckt im Heft 1/2007, S. 78 ff.

⁸³ „工商行政管理机关股权出质登记办法“; verabschiedet durch SAIC am 1. September 2008; gegenwärtig in der Fassung vom 29. April 2016.

dadurch erlangt, dass die VIE-Gesellschaft einen Vertrag über vergleichbare Dienstleistungen nur im Falle der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Onshore-Zwischengesellschaft abschließen kann. Zudem ist es der VIE-Gesellschaft regelmäßig nicht erlaubt, die befristet abgeschlossenen Verträge (meist für eine Laufzeit von 10 Jahren) vorzeitig zu kündigen, sofern sich die Onshore-Zwischengesellschaft kein grobes Verschulden zukommen lässt. Der Onshore-Zwischengesellschaft wiederum steht es zumeist anheim, die Laufzeit des Vertrages einseitig durch schriftliche Anzeige gegenüber der VIE-Gesellschaft zu verlängern.⁹⁰

(2) License Agreements

Zusätzlich zu den vorstehend genannten „Exclusive Technical Services Agreements“ werden im Rahmen von VIE-Strukturen regelmäßig „License Agreements“ bzgl. materieller sowie immaterieller „Assets“ abgeschlossen. Vertragsparteien sind dabei die Onshore-Zwischengesellschaft und die VIE-Gesellschaft. Die Onshore-Zwischengesellschaft lizenziert dabei gegen eine Lizenzgebühr verschiedene „Assets“⁹¹, zumeist die für das operative Geschäft erforderlichen gewerblichen Schutzrechte. Um die Kontrolle über die VIE-Gesellschaft zu stärken, steht es der Onshore-Zwischengesellschaft dabei meist anheim, die oftmals bedeutenden Lizenzen einseitig und jederzeit zu kündigen. Im Gegensatz zu den vorstehend erwähnten „Exclusive Technical Services Agreements“ sind die im Rahmen der „License Agreements“ gewährten Lizenzen zudem meist nicht exklusiv.⁹² Die Lizenzzahlungen für die „License Agreements“ sind häufig im Vergleich zu den Zahlungen unter den „Technical Services Agreements“ eher niedrig.⁹³

3. Risiken der VIE-Strukturen

Die Risiken der VIE-Strukturen sind augenscheinlich und haben bereits in verschiedenen öffentlich ausgetragenen Streitigkeiten der näheren Vergangenheit Ausdruck gefunden. Schon jetzt – das kommt auch in den

fee), resulting in a transfer of substantially all of the profits from the variable interest entity to the wholly-foreign owned enterprise“.

⁹⁰ Auf S. 76 des Börsenprospektes formuliert dies wie folgt: „The term of this agreement will expire on May 28, 2022 and may be extended unilaterally by Jingdong Century [die WFOE, Anmerkung der Verfasser] with Jingdong Century’s written confirmation prior to the expiration date. Jingdong 360 [die VIE-Gesellschaft, Anmerkung der Verfasser] cannot terminate the agreement early unless Jingdong Century commits fraud, gross negligence or illegal acts, or becomes bankrupt or winds up.“

⁹¹ Für diesen und die im Folgenden verwendeten Fachbegriffe vgl. jeweils Jörg Risse/Florian Kästle/Olaf Gebler, „M&A und Corporate Finance von A–Z“, 2. überarbeitete Auflage, 2010.

⁹² Vgl. etwa S. 76 des Börsenprospektes von JD.com Inc.

⁹³ So führt etwa Weibo in seinem „Annual Report“ für das Fiskaljahr 2015 auf S. 75 auf, dass die Onshore-Zwischengesellschaft Weibo Technology von der entsprechenden VIE-Gesellschaft zusammen aus den „Service Agreements“ und den „License Agreements“ in den Jahren 2013, 2014 und 2015 Gebühren in Höhe von USD 79,2 Mio., USD 187,8 Mio. und USD 232,4 Mio. erhalten hat.

Börsenprospekten und „Annual Reports“ der börsennotierten VIE-Strukturen zum Ausdruck – bestehen *de lege lata* zahlreiche Argumente, aus denen sich Zweifel an der Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der VIE-Strukturen und der diese begründenden Verträge ableiten ließen. Nachdem VIEs von der chinesischen Regierung mittelbar zuletzt bereits mehrfach gesetzgeberisch adressiert wurden, gab zudem spätestens der Anfang 2015 erschienene Entwurf für ein „Gesetz der Volksrepublik China für ausländische Investitionen“ klar zu verstehen, dass VIEs künftig als ausländische Investitionen angesehen werden sollen. Auch wenn gerade letzterer Umstand nicht selten als nahendes Ende für VIE-Strukturen gesehen wird,⁹⁴ bedeutet es vor allem auch die Möglichkeit einer gesetzlichen Anerkennung von VIEs – zumindest für die bereits bestehenden VIEs.

a) Adressierung der Risiken durch die Legal Counsel der Holdinggesellschaften

Die an den ausländischen Handelsplätzen gelisteten chinesischen Unternehmen beziehen in ihren obligatorischen Berichten regelmäßig unter Bezugnahme auf ihre chinesischen Rechtsberater umfassend Stellung zu den für VIE-Strukturen in der Volksrepublik bestehenden rechtlichen Unsicherheiten. Beispielhaft sei hier ein Auszug aus dem Börsenprospekt von Alibaba vom 6. Mai 2014 angeführt:

„In the opinion of [...] our PRC counsel, the ownership structures of our material wholly-foreign owned enterprises and our material variable interest entities in China, both currently and immediately [...] do not and will not violate any applicable PRC law, regulation or rule currently in effect; and the contractual arrangements between our material wholly-foreign owned enterprises, our material variable interest entities and their respective equity holders governed by PRC law are valid, binding and enforceable [...] However [our PRC counsel] has also advised us that there are substantial uncertainties regarding the interpretation and application of current PRC laws, rules and regulations. Accordingly, the PRC regulatory authorities and PRC courts may in the future take a view that is contrary to the opinion of our PRC legal counsel. [...] We have been further advised by our PRC legal counsel that if the PRC government finds that the agreements that establish the structure for operating our Internet-based business do not comply with PRC government restrictions on foreign investment in the aforesaid business we engage in, we could be subject

⁹⁴ So titelte etwa Steve Dickinson auf dem „China Law Blog“ am 22.1.2015 kurz nach Erscheinen des Entwurfes „China VIEs Are Dead. Done. Over. Stick A Fork In Them“, abrufbar unter <<http://www.chinalawblog.com/2015/01/china-vies-are-dead-done-over-stick-a-fork-in-them.html>>, eingesehen am 3.6.2015.

to severe penalties including being prohibited from continuing operations“⁹⁵

Im Zentrum der Unsicherheit, die chinesische Regierung könnte zu dem Schluss kommen, die Verträge, mit denen die VIE-Struktur etabliert wird, liefen den Beschränkungen für ausländische Investitionen in den jeweiligen Industrien zuwider, stehen vor allem die Bestimmungen des Investitionskataloges, welcher bestimmte Branchen und Industrien für ausländische Investoren beschränkt und reguliert. Darüber hinaus wäre es auch auf Basis des chinesischen „Contract Laws“⁹⁶ (Vertragsgesetz), insbesondere dessen § 52 Nr. 3 denkbar, die Wirksamkeit der oben genannten Verträge in Zweifel zu ziehen. Demnach können Verträge als „unwirksam“⁹⁷ angesehen werden, wenn sie „in legaler Form rechtswidrige Zwecke verfolgen“^{98,99}. In der Literatur wird daher zum Teil vertreten, dass ein solcher rechtswidriger Zweck darin liegen könnte, dass bestimmte Beschränkungen des Investitionskatalogs unterlaufen werden.¹⁰⁰

Diesen Unwägbarkeiten ließe sich ersichtlich auch nicht mit einer Rechtswahlklausel zugunsten eines fremden, nicht-chinesischen Rechts in den Verträgen entkommen. Zwar können nach § 145 der „General Principles of the Civil Law“¹⁰¹ (Allgemeine Zivilrechtsgrundsätze) „[d]ie Beteiligten an Verträgen mit Auslandsberührung, soweit das Gesetz nichts anderes bestimmt, das Recht wählen, das zur Regelung von Vertragsstreitigkeiten angewandt wird“¹⁰². Würden bei VIE-Strukturen wiederum, wie noch beim Beispiel der Ad Company, EJVs als Onshore-Zwischengesellschaft eingesetzt, so ergäbe sich bereits aus § 126 des Vertragsgesetzes, dass ausschließlich chinesisches Recht anwendbar ist. Da § 126 jedoch lediglich EJVs und CJVs erfasst, während bei den Verträgen der gegenwärtigen VIE-Strukturen lediglich WFOEs sowie ausschließlich chinesisch kapitalisierte chinesische GmbHs zum Ein-

satz kommen, scheint eine Rechtswahlklausel zunächst noch möglich.

Die entscheidende Frage ist allerdings, ob es sich bei den betreffenden Verträgen – wie von § 145 der Allgemeinen Zivilrechtsgrundsätze gefordert – um solche mit Auslandsberührung handelt. Dass dies wiederum im Falle von WFOEs nicht der Fall ist, wird erst auf den zweiten Blick ersichtlich. § 41 der Allgemeinen Zivilrechtsgrundsätze regelt zunächst, dass „auf dem Gebiet der VR China errichtete [...] Unternehmen mit ausländischem Kapital, die die Bedingungen für juristische Personen erfüllen [...] die Eigenschaft einer chinesischen juristischen Person erlangen“¹⁰³. Gleichlautend sieht auch § 8 des „Law on Foreign-Capital Enterprises“¹⁰⁴ (Gesetz über Unternehmen mit ausländischem Kapital) vor, dass ein Unternehmen mit ausländischem Kapital „in Übereinstimmung mit dem Gesetz den Status einer chinesischen juristischen Person erlangt, sofern es die Voraussetzungen des chinesischen Rechts betreffend juristische Personen erfüllt“¹⁰⁵. Da es sich bei einem WFOE um ein eben solches Unternehmen mit (ausschließlich) ausländischem Kapital handelt, das zudem zwangsläufig in der Form einer chinesischen GmbH und somit einer juristischen Person errichtet werden muss,¹⁰⁶ besitzt ein WFOE folglich nach beiden Regelungen die Eigenschaft als chinesische juristische Person. Da es sich wiederum auch bei der VIE-Gesellschaft regelmäßig um eine chinesische juristische Person handelt, ist die von § 145 der Allgemeinen Zivilrechtsgrundsätze geforderte Auslandsberührung somit bei den zwischen diesen abgeschlossenen Verträgen nicht gegeben. Eine Rechtswahlklausel stellt daher keine gangbare Lösung zur Umgehung der oben aufgezeigten Unwägbarkeiten dar.

b) Fallbeispiele zu VIEs

In der Praxis relevant für die beteiligten ausländischen Investoren ist die Frage, inwieweit die Verträge der VIE-Struktur auch rechtlich durchsetzbar sind. Beispielhaft dafür, dass die Verträge in Einzelfällen an ihre Grenzen stoßen können, seien hier die Fälle von „Alipay“¹⁰⁷, einer VIE-Gesellschaft von Alibaba, und „T2CN Information Technology (Shanghai) Co., Ltd.“ (T2CN), einer Onshore-Zwischengesellschaft des taiwanesischen Internetspiele-Anbieters „GigaMedia“¹⁰⁸ genannt.

Ein aktueller und von der Presse umfassend aufgegriffener Fall im Zusammenhang mit VIE-Strukturen betrifft eine VIE von Alibaba. Bei dieser VIE handelte es sich um Alipay, einem Onlinebezahlsystem, ähn-

⁹⁵ S. 40 f. des Börsenprospektes.

⁹⁶ „合同法“; verabschiedet vom NVK am 15. März 1999; in Kraft getreten am 1. Oktober 1999.

⁹⁷ „无效“.

⁹⁸ „以合法形式掩盖非法目的“.

⁹⁹ Eine im Wortlaut nahezu identische Regelung enthalten im Übrigen auch die Allgemeine Zivilrechtsgrundsätze in § 58 Nr. 7. Für unwirksam erachtet werden hier allerdings „Zivilrechtshandlungen“ (民事行为), wenn sie „in legaler Form rechtswidrige Zwecke verfolgen“. Da es sich hier wiederum um Verträge handelt, findet die entsprechend auf Verträge gemünzte Regelung des Vertragsgesetzes Anwendung.

¹⁰⁰ Vgl. Li Guo (2014) (s.o. Fn. 16), S. 591 f.; Yu-Hsin Lin und Thomas Mehaffy, „Open Sesame: The Myth of Alibaba’s Extreme Corporate Governance and Control“, in: Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, 2016 (noch nicht erschienen), S. 13, abrufbar unter <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2685512>, eingesehen am 3.6.2016.

¹⁰¹ „民法通则“; verabschiedet vom NVK am 12. April 1986; in Kraft getreten am 1. Januar 1987.

¹⁰² „涉外合同的当事人可以选择处理合同争议所适用的法律, 法律另有规定的除外“. Ergänzend ließe sich erwähnen, dass die Möglichkeit einer freien Rechtswahl den Parteien, zumindest seit Inkrafttreten am 1. April 2011, auch durch § 41 des „Law on Choice of Law for Foreign-related Civil Relationships“ (涉外民事关系法律适用法) eingeräumt wird, freilich auch nur im Falle einer vorhandenen Auslandsberührung (涉外民事).

¹⁰³ „在中华人民共和国领域内设立的 [...] 外资企业, 具备法人条件的 [...] 取得中国法人资格“.

¹⁰⁴ „外资企业法“; verabschiedet vom NVK am 12. April 1986; gegenwärtig in der Fassung vom 31. Oktober 2001.

¹⁰⁵ „外资企业符合中国法律关于法人条件的规定的, 依法取得中国法人资格“.

¹⁰⁶ Siehe für das Erfordernis der Errichtung eines WFOEs als chinesische GmbH § 4 des WFOE-Gesetzes (外资独资企业法).

¹⁰⁷ „支付宝“.

¹⁰⁸ „信超媒体“.

lich dem hierzulande bekannten Paypal. Wie bereits bei den eingangs erläuterten Beispielen hielt auch im Falle von Alipay die VIE-Gesellschaft, „Alipay (China) Networking Technologies Co., Ltd.“¹⁰⁹ (Alipay Co.), die für diesen Geschäftsbereich in China notwendige Lizenz, genauer die „Payment License“. Alleiniger Geschäftsführer der VIE-Gesellschaft war Jack Ma.¹¹⁰ Da die betreffende Lizenz ausschließlich von Gesellschaften mit chinesischen Gesellschaftern gehalten und ausgeübt werden durfte, wurde Alipay Co. ausschließlich von chinesischen (natürlichen) Gesellschaftern gehalten, genauer Jack Ma und Simon Xie¹¹¹. Darüber hinaus wurde sie in VIE-typischer Weise im Wege von Verträgen durch eine Onshore-Zwischengesellschaft kontrolliert. Alleiniger Geschäftsführer dieser Onshore-Zwischengesellschaft war wiederum ebenfalls Jack Ma. In 2009 und 2010 übertrug Jack Ma dann gemeinsam mit Simon Xie, in seiner Position als Gesellschafter der Alipay Co., sämtliche Anteile an Alipay Co. an die „Zhejiang Alibaba E-Commerce Co.“¹¹², eine ebenfalls ausschließlich von ihm und Simon Xie selbst gehaltene Gesellschaft. Da die für die VIE-Struktur essentiellen Verträge jedoch zumeist zwischen der Onshore-Zwischengesellschaft und der VIE-Gesellschaft abgeschlossen waren, hatte der Gesellschafterwechsel auf Seiten der VIE-Gesellschaft zunächst noch kaum Einfluss auf die faktische Kontrolle über diese. Erst als Jack Ma, diesmal in seiner Position als beidseitiger Geschäftsführer, in 2011 die bestehenden Verträge zwischen der Onshore-Zwischengesellschaft und der VIE-Gesellschaft aufkündigte, endete die faktische Kontrolle durch Alibaba. Als Grund gab Jack Ma an, dass die Maßnahmen erforderlich seien, da die „People’s Bank of China“ (PBOC)¹¹³ Alipay Co. die erforderliche Lizenz nicht weiter gewähren würde, wenn Alipay weiterhin ausländisch kontrolliert bleiben würde.¹¹⁴

Ein weiteres Beispiel des Risikos von VIE-Strukturen ist das von GigaMedia: Hier ging die Kontrolle der ausländischen Investoren über die VIE-Gesellschaften bereits auf der Ebene der Onshore-Zwischengesellschaft, einer WFOE, verloren. Ähnlich wie bei Alipay Co. war es jedoch auch hier letztlich eine chinesische natürliche Person, die zur Beendigung der Kontrolle über die VIE-Gesellschaft geführt hat. Alleiniger Geschäftsführer der betreffenden Onshore-Zwischengesellschaft T2CN war der damalige „Head of Online Games Business“ für die VR China, Ji Jim Wang.¹¹⁵ T2CN war bis

Ende 2010 die einzige Onshore-Zwischengesellschaft der am NASDAQ gelisteten GigaMedia, und übte über insgesamt 3 VIE-Gesellschaften im Wege von Verträgen Kontrolle aus. Nachdem Ji Jim Wang im Jahr 2010 jedoch zunächst von seinen Posten abberufen und ihm später gekündigt wurde, eskalierte ein Streit zwischen ihm und GigaMedia. Dieser Streit führte letztlich offenbar dazu, dass Ji Jim Wang diverse Dokumente, die in den Büroräumen von T2CN gelagert waren, u.a. auch die oben erläuterten „License Agreements“ und „Technical Services Agreements“, entwendete.¹¹⁶ Da GigaMedia in der Folge nicht in der Lage war, die erforderlichen Finanzkennzahlen der drei von T2CN kontrollierten VIE-Gesellschaften zu erhalten, sah es sich gezwungen, T2CN und die betreffenden VIE-Gesellschaften im Rahmen der nächsten obligatorischen SEC-Filings zu entkonsolidieren. Die Beschreibung dieses Kontrollverlustes über die eigene Onshore-Zwischengesellschaft im „Annual Report“ für das Jahr 2010 zeigt die praktische Problematik:

„Due to our ongoing dispute with the former chief executive officer of T2CN, we have lost effective control over the T2CN Operating Entities and we may not be able to regain effective control over the T2CN Operating Entities or T2CN’s assets. [...] We believe that Wang Ji currently has in his possession, among other things, the company seals, financial chops and business registration certificates of the T2CN Operating Entities. We also believe that Wang Ji has in his possession all documents, records and data and tangible property, including license agreements, trademark and domain name documentation, held in the offices of the T2CN Operating Entities.“¹¹⁷

c) VIE-bezogene Gesetzgebung

Nicht zuletzt die Bekanntheit und wirtschaftliche Bedeutung der eine VIE-Struktur implementierenden chinesischen Unternehmen legt nahe, dass die chinesische Regierung Kenntnis von diesem Investitionsmodell hat. Das Beispiel der PBOC legt nahe, dass es mitunter chinesische Behörden gibt, die rechtliche Bedenken gegen dieses Modell haben. Zudem kam es in der nahen Vergangenheit bereits mehrfach zu gesetzgeberischen Versuchen chinesischer Regierungsorgane mit dem Ziel, VIE-Strukturen zu regulieren. Die erste weitreichende Regelung stellt nun der Anfang 2015 erlassene Entwurf für ein „Gesetz der Volksrepublik China für ausländische Investitionen“ (der Entwurf bzw. das Gesetz) dar.

Der Entwurf adressiert die VIE-Strukturen gleich in mehrfacher Hinsicht: Insbesondere werden die einzelnen Akteure sowie die eingesetzten Vertragswerke der VIE-Strukturen im Rahmen der Legaldefinitionen zu

¹⁰⁹ „支付宝 (中国) 网络技术有限公司“.

¹¹⁰ Vgl. Li Guo (2014) (s.o. Fn. 16), S. 587.

¹¹¹ „谢世煌“.

¹¹² „浙江阿里巴巴电子商务有限公司“.

¹¹³ „中国人民银行“.

¹¹⁴ Hierbei stützte er sich vor allem auf die in 2010 von der PBOC erlassenen „Administrative Measures for the Payment Services Provided by Non-financial Institutions“ (非金融机构支付服务管理办法). Vgl. AO Xiangfei (敖祥菲) und TIAN (田旭婷), „Über die „Related Party Transactions“ vor dem IPO und deren Probleme“ (IPO 前关联交易或是其心中的痛), erschienen auf: Economy & Nation Weekly (财经国家周刊) am 29.4.2014, abrufbar unter <<http://www.tmtpost.com/107776.html>>, eingesehen am 3.6.2015.

¹¹⁵ Alle folgenden Informationen entstammen dem „Annual Report“ von GigaMedia für das Fiskaljahr 2010.

¹¹⁶ Vgl. Li Guo (2014) (s.o. Fn. 16), S. 585.

¹¹⁷ S. 6 des „Annual Report“ von GigaMedia für das Fiskaljahr 2010.

den drei wesentlichen Adressaten des künftigen Gesetzes durch klare Formulierungen sowohl als „ausländischer Investor“¹¹⁸ und „ausländische Investitionen“¹¹⁹, als auch als „ausländisch investierte Unternehmen“¹²⁰ erfasst. Dadurch würden die VIE-Strukturen in ihrer jetzigen Form in Gänze dem Anwendungsbereich des Gesetzes unterworfen. Den Anfang diesbezüglich macht zunächst § 11 des Entwurfes, welcher den „ausländischen Investor“ definiert. Hierzu zählen insbesondere „natürliche Personen, die nicht die chinesische Staatsangehörigkeit besitzen“¹²¹ (Nr. 1), sowie „Unternehmen, die nach dem Recht eines anderen Staates gegründet wurden“¹²² (Nr. 2). § 11 Abs. 2 erweitert diesen Begriff dann auch auf VIE-Gesellschaften, welche im Grunde ausschließlich chinesisch investierte und in China gegründete Gesellschaften sind, indem er auch „inländische Unternehmen“¹²³ „als ausländische Investoren ansieht, wenn diese von einer der vorstehend genannten Subjekte kontrolliert werden“¹²⁴. Dass hierdurch die VIE-Gesellschaften erfasst werden sollen, ergibt sich spätestens aus der Definition des Begriffs der „Kontrolle“ in § 18 des Entwurfes. Dieser sieht in § 18 Abs. 3 vor, dass eine Kontrolle im Sinne des Entwurfes unter anderem auch dann vorliegt, wenn „mittels Verträgen, Treuhand oder ähnlichen Mitteln ein entscheidender Einfluss auf den Betrieb, die Finanzen, die Personalangelegenheiten oder die Technologie des betreffenden Unternehmens ausgeübt werden kann“¹²⁵. Die Konsequenzen dieser Einordnung der VIE-Gesellschaften als „ausländische Investoren“ wären erheblich: Die VIEs würden hierdurch unter anderem dem künftigen Investitionskatalog unterworfen, dem „Katalog besonderer Steuerungsmaßnahmen“¹²⁶, mit der wahrscheinlichen Folge, dass Branchen und Industrien, in die ausländische Investoren nicht oder nur eingeschränkt direkt investieren können, vermutlich auch nicht über VIE-Strukturen zugänglich wären.

Darüber hinaus erfasst der Entwurf auch die weiteren Akteure einer VIE-Struktur, die Onshore-Zwischengesellschaft, sowie die Offshore-Zwischengesellschaft und die ausländische Holdinggesellschaft. Diese werden im Rahmen der Definition der „ausländischen Investitionen“¹²⁷ erfasst, dem zweiten wichtigen Anknüpfungspunkt des Entwurfes neben dem „ausländischen Investor“. Als ausländische Investition erfasst werden dabei in § 15 Abs. 1 Ziffer 6 unter anderem das „Kontrollieren von inländischen Unternehmen mittels Verträgen, Treuhand oder ähnlichen Mitteln oder das Halten von Rechten oder Interessen an einem inländischen Unternehmen [auf diese

Weise]“¹²⁸. Da dieses Kontrollieren sowohl auf „direktem“¹²⁹ (Onshore-Zwischengesellschaft), als auch auf „indirektem“¹³⁰ (Offshore-Zwischengesellschaft und ausländische Holdinggesellschaft) Wege erfasst ist, wären somit alle weiteren Akteure der VIE-Struktur ebenfalls den Regelungen des Gesetzes unterworfen.

Doch der Entwurf bietet nichtsdestotrotz auch positive Aussichten für diejenigen Unternehmen, die bereits zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine VIE-Struktur implementieren: So widmen die „Erklärungen zu dem Entwurf für ein Gesetz über ausländische Investitionen zur öffentlichen Kommentierung“¹³¹ (die Erklärungen) des MOFCOM den VIEs einen ganzen Abschnitt, in welchem unter anderem drei mögliche Szenarien in Aussicht gestellt werden, auf welchem Wege die VIE-Strukturen, „die bereits vor Inkrafttreten des Gesetzes existierten, jedoch nach Inkrafttreten noch immer in eine beschränkte oder verbotene Industrie fallen“¹³² legalisiert werden können: Die erste und deutlich mildeste Variante sähe vor, dass die VIE-Struktur fortgeführt werden darf, wenn die Onshore-Zwischengesellschaft „der zuständigen Behörde für ausländische Investitionen des Staatsrats“¹³³ das Bestehen einer VIE-Struktur „anzeigt“¹³⁴. Die zweite Variante wiederum sähe bereits die „Beantragung einer Anerkennung“¹³⁵ der VIE-Struktur durch die Onshore-Zwischengesellschaft vor, während die dritte Variante gar die „Beantragung einer Genehmigungslizenz“¹³⁶ erforderlich machen würde. MOFCOM kündigte in den Erklärungen dabei an, dass es die Entscheidung, in welcher Weise mit den VIE-Strukturen künftig zu verfahren sei „auf der Grundlage umfangreichen Gehörs für die Ansichten der Allgemeinheit“ treffen werde. Ganz gleich, welche der drei Varianten letztlich gewählt wird, verdeutlichen die vorstehenden Ausführungen, dass die chinesische Regierung keinesfalls beabsichtigt, sämtliche bereits bestehende VIE-Strukturen aufzulösen; dass sie jedoch gleichzeitig dieses seit fast zwei Dekaden praktizierte und tolerierte Investitionsmodell weiter regulieren möchte.

IV. Konklusion

VIE-Strukturen haben sich seit ihrer Entstehung vor fast zwei Dekaden erheblich verbreitet und bilden den Kern der Geschäftsmodelle einiger der größten chinesischen Unternehmen. Nicht zuletzt dieser Umstand verdeutlicht, dass eine vollständige Umstrukturierung bestehender VIE-Strukturen auch durch das künftige Gesetz für ausländische Investitionen nicht zu erwarten ist. Vielmehr könnte dies, zumindest

118 „外国投资者“.

119 „外国投资“.

120 „外国投资企业“.

121 „不具有中国国籍的自然人“.

122 „依据其他国家或者地区法律设立的企业“.

123 „境内企业“.

124 „受前款规定的主体控制的境内企业, 视同外国投资者“.

125 „通过合同、信托等方式能够对该企业的营、财务、人事或技术等施加决定性影响的“.

126 „特别管理措施目录“.

127 „外国投资“.

128 „通过合同、信托等方式控制境内企业或者持有境内企业权益“.

129 „直接或者间接“.

130 „直接或者间接“.

131 „关于《中华人民共和国外国投资法(草案征求意见稿)》的说明“; veröffentlicht durch MOFCOM am 19. Januar 2015.

132 „本法生效前既存的以协议控制方式进行的投资, 如在本法生效后仍属于禁止或限制外国投资领域“.

133 „国务院外国投资主管部门“.

134 „申报“.

135 „申请认定“.

136 „申请准入许可“.

für die bereits bestehenden VIE-Strukturen – ähnlich den CJVs in den 1980er Jahren –¹³⁷ ein weiteres Beispiel dafür sein, dass sich Investitionsmodelle zunächst in der wirtschaftlichen Praxis etablieren, bevor sie durch den Gesetzgeber Anerkennung finden. Für die zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht errichteten VIE-Strukturen wiederum könnte die Entwicklung eingedenk des Entwurfes jedoch eine ähnliche nehmen wie bei den „Roundtrip-Investments“, welche durch die 2006er M&A-Bestimmungen nach langen Jahren der Praxis erheblich erschwert wurden.¹³⁸

¹³⁷ Vgl. Tarrant Mahony, „Foreign Investment Law in China: Regulation, Practice and Context“, 2015, S. 8 f.

¹³⁸ Vgl. Fn. 59.

* * *

“Vis à VIE” – An Overview of the Variable Interest Entity Investment Vehicle

Over the past two decades, Variable Interest Entities (VIEs) have become commonplace among foreign investors as a means for investing in China alongside the established investment vehicles. They have been implemented by many of China’s most well-known companies, including Alibaba, Sina or Weibo, and oftentimes serve as the core of a business model. Aside from the obvious advantages, such as the facilitation of an offshore listing, VIE structures also bring along several uncertainties. The Draft Foreign Investment Law published at the beginning of 2015 holds the prospect of existing VIEs being formally recognized while, at the same time, restricting the establishment of new VIEs. With this perspective as a backdrop, the article aims to provide an overview of this increasingly popular investment model.