



PRIVATE EQUITY E M&A IN CINA

Milano, Spazio Bigli, 16 maggio 2007

Federico Palazzari e Corrado Gotti Tedeschi
PCO - Tamburi Investment Partners S.p.A.

Marco Gubitosi e Giampaolo Naronte
Studio Legale - LCA Lega Colucci & Associati

INDICE

1.	Merger & Acquisition e Private Equity in Cina	p. 3
2	Il quadro normativo di riferimento	p. 10
2.1	Introduzione	p. 10
2.2	Le norme principali	p. 12
2.3	Le modalità operative di investimento	p. 15
3	Le problematiche più comuni alle operazioni di M&A in Cina	p. 21
3.1	Il processo di valutazione di un'azienda cinese	p. 21
3.2	Rischi connessi nell'affrontare una <i>due diligence</i>	p. 22
3.3	Il concetto di controllo societario nel diritto cinese	p. 23
3.4	Verifica sulla effettiva proprietà degli immobili	p. 23
3.5	Verifica sulla ampiezza della <i>business licence</i>	p. 24
3.6	Diritti di uso del terreno	p. 24
3.7	Passività fiscali e finanziarie ed incentivi	p. 24
3.8	Differenze culturali da considerare	p. 25
4	Conclusioni	p. 26
	Glossario	p. 28

1. *MERGERS & ACQUISITIONS E PRIVATE EQUITY IN CINA*

Nel corso dell'ultimo quinquennio nella Repubblica Popolare Cinese (“*Cina*”) e nella Grande Cina ⁽¹⁾ si è registrato un significativo incremento del numero e valore delle operazioni di M&A ⁽²⁾ e di Private Equity ⁽³⁾ realizzate da Investitori cinesi ed esteri ⁽⁴⁾ in società a capitale interamente cinese e di proprietà dello Stato (“*SOE*” acronimo di *State Owned Enterprises*) o di proprietà privata cinese (“*POE*” acronimo di *Private Owned Enterprises*) così come in società a capitale solo parzialmente cinese, quali principalmente le Equity Joint Venture (indicate con l’acronimo “*EJV*”), o le società a capitale interamente straniero (“*WOFE*” acronimo di *Wholly Owned Foreign Enterprises*).

Le EJV e le WOFE, insieme ad altri veicoli societari tipizzati dal diritto cinese, rientrano nella più ampia categoria delle società di diritto cinese a capitale estero (meglio conosciute come “*FIE*” acronimo di *Foreign Invested Enterprises*) a cui si applica la particolare disciplina giuridica del “diritto degli investimenti esteri”.

Lo sviluppo del settore di M&A e di quello del Private Equity in Cina è stato attribuito a numerosi fattori, la maggior parte dei quali derivanti della graduale realizzazio-

⁽¹⁾ La locuzione Grande Cina (*Mainland China*) indica convenzionalmente la Repubblica Popolare Cinese, Hong Kong e Taiwan.

⁽²⁾ La locuzione “*Mergers & Acquisitions*” o “*M&A*” comprende il vasto processo a fasi sequenziali e l’ampia serie di operazioni ai sensi delle quali due o più entità giuridiche possono associare o unire (economicamente e/o giuridicamente) le proprie strutture e/o attività per raggiungere determinati obiettivi strategici quali, ad esempio, la espansione delle attività d’impresa verso nuovi prodotti o servizi e verso nuovi mercati, la riduzione di costi di produzione o di amministrazione tramite il raggiungimento di economie di scala, l’aumento o l’aggiunta di ulteriori capacità di ricerca e sviluppo, l’ottenimento di nuova tecnologia o di nuovi particolari segni distintivi o l’ingresso in nuovi canali distributivi e paesi.

⁽³⁾ “*Private Equity*” è generalmente inteso secondo la generica definizione di AIFI (Associazione italiana del Private Equity e Venture Capital) quale “*attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l’obiettivo della valorizzazione dell’impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine*” che comprende, quindi, anche le operazioni propriamente riferibili al *venture capital* (secondo la miglior dottrina tra *venture capitale* e *private equity* c’è un rapporto da species a genus, cfr. Gervasoni-Sattin-Agnoli, *Private Equity e Venture Capital*, Milano, 2004). Per contro, nel prosieguo del presente lavoro, in considerazione delle particolarità del mercato cinese, verrà utilizzata la locuzione *venture capital* per riferirsi specificamente alle operazioni concernenti “*l’investimento e finanziamento delle imprese nel loro avvio o comunque nelle loro prime fasi di attività*”.

⁽⁴⁾ Ai fini del presente lavoro il termine “*Investitori*” indica, per semplicità redazionale, sia gli investitori finanziari che industriali.

ne (anche se con non poche difficoltà e titubanze) da parte del Governo Cinese della nota “Politica della Porta Aperta”, annunciata da Deng Xiao Ping nel 1978, consistente nell’aprire la Cina alle relazioni internazionali ed alle riforme economiche al fine di superare la profonda crisi sociale ed economica provocata dal regime maoista appena conclusosi.

Naturale prosecuzione di tale apertura politica è stato il tedioso e complesso ingresso della Cina nell’Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO) formalizzato nel 2004, che ha rafforzato lo storico ed impetuoso sviluppo economico (da quindici anni il PIL cinese cresce costantemente a valori medi di circa il 9,5% n.d.r.) proiettando il Paese sotto i riflettori del palcoscenico internazionale nel ruolo di *leader*, insieme al Giappone, dell’area asiatica in cui si sviluppano le più significative dinamiche del globo.

Oggi la situazione è profondamente mutata rispetto al 1978: la Cina non ha più impellente bisogno di attrarre risorse, investimenti e finanza estera bensì ha la capacità e la volontà di investire all’estero le notevoli risorse economiche di cui dispone ed al tempo stesso assicurare una crescita sostenibile armoniosa al Paese, scongiurando il pericolo di una implosione del sistema dalle conseguenze difficilmente gestibili.

La politica della “Porta Aperta” ed ora quella della “Crescita Sostenibile” hanno gettato le basi per la creazione di un diritto cinese moderno (in particolare, ai presenti fini, del diritto della economia tenendo conto della economia del diritto) anche si è assistito ad un florilegio impetuoso - a volte distonico e contraddittorio ove anche l’interprete cinese fatica ad operare - di norme primarie, secondarie, attuative e regolamentari che non sempre risulta in un disposto giuridico certo. Il *trait d’union* che lega gli eterogenei interventi normativi è costituito, prevalentemente, dalla necessità del Governo cinese di conferire piena legittimità, sia sostanziale che formale, alla propria intensa ed innovativa (rispetto al recente passato n.d.r.) azione, nonché dalla volontà di rendere sempre più appetibile agli Investitori esteri il rivolgersi al mercato cinese.

In tale contesto negli ultimi cinque anni in Cina si è registrato un incremento esponenziale del valore degli investimenti diretti esteri (“*FID*”, acronimo di *foreign direct investment*) specialmente eseguiti mediante operazioni di Private Equity o M&A inizialmente con prevalenza in SOE e successivamente in POE e FIE, a discapito degli investimenti c.d. “*green fields*”, segno tangibile che il sistema economico e giuridico cinese inizia ad essere più consono allo svolgimento di tali operazioni.

A tale riguardo va registrato che nell'anno 2003 la Cina è divenuto il paese beneficiario del maggior flusso mondiale di FID e nel 2004 tale flusso rappresentava il 10 per cento dell'intero FID globale ⁽⁵⁾.

L'aumento considerevole delle operazioni di Private Equity ed M&A realizzate in Cina negli ultimi anni può essere ricollegato (senza finalità esaustive) ai seguenti fattori:

- o l'enorme crescita economica cinese a cui si è recentemente affiancato un sempre più significativo ruolo politico e culturale del Paese del mezzo, nonché, ed ancor più, alle proiezioni degli analisti occidentali ed orientali secondo cui l'economia cinese cresce in modo consistente, più delle nazioni "economicamente mature" come Stati Uniti ed Unione Europea;
- o il crescente peso, aumentato in maniera esponenziale con il passare del tempo, del ruolo della Cina nella produzione, distribuzione e consumo mondiale di beni e servizi, dovuta anche alla sempre più intensa integrazione economica della Grande Cina con le nazioni dell'ASEAN (acronimo di *Association of South East Asian Nations* comprendente gli Stati del Brunei, Cambogia, Indonesia, Laos, Myanmar, Malesia, Filippine, Singapore, Thailandia e Viet Nam) il Giappone, gli USA e l'Unione Europea;
- o la globalizzazione della produzione e distribuzione dei prodotti e servizi ed il crescente interesse mostrato dalle multinazionali nei confronti della Cina e del suo mercato;
- o l'apertura graduale e controllata di alcuni settori di attività produttive o di servizi cinesi, in precedenza ristretti (se non addirittura proibiti) agli Investitori esteri;
- o la preferenza, sotto i profili della tempistica ed opportunità, per un potenziale Investitore estero ad investire sul territorio cinese mediante operazioni di M&A rispetto all'effettuazione di un investimento "*green field*";

⁽⁵⁾ Dal 1978 Hong Kong e Taiwan rappresentano i due paesi che effettuano i maggiori investimenti diretti in Cina. Nel 2004 i dieci maggiori paesi nell'ordine del valore di investimento estero erano: Hong Kong, Giappone, Taiwan, Virgin Islands, Singapore, Corea del Sud, Inghilterra, Germania e Francia. Molti investimenti effettuati tramite Hong Kong e le Virgin Islands sono comunque investimenti di origine cinese effettuati mediante strutture meglio note come *round tripping*.

- o la sottoscrizione da parte della Cina di numerosi trattati internazionali bilaterali o multilaterali (ad es. in tema di tutela della proprietà intellettuale o delle procedure per i riconoscimenti di lodi arbitrali) e la storica entrata della stessa, dopo lunghissime e difficoltose trattative, nell'Organizzazione Mondiale del Commercio che ha comportato una profonda rivisitazione del diritto commerciale, societario nonché della proprietà intellettuale cinese;
- o la monumentale, vasta e complessa riorganizzazione e privatizzazione da parte del Governo cinese di migliaia di SOE ⁽⁶⁾ (ovvero le imprese di Stato cinesi, n.d.r.) gestita dalla SASAC, *State Assets Supervision and Administration Commission* (autorità governativa che ha peraltro semplificato le linee guida per le relative dismissioni di Sua competenza) che ha peraltro comportato la loro trasformazione in società di capitali di diritto cinese. In particolare il Governo si è mosso in due direttive: 1) le SOE attive in settori industriali, finanziari e di servizi strategici per il Paese sono state ristrutturare, consolidate con altre SOE (tramite acquisizioni e fusioni domestiche) o accresciute tramite acquisto di POE concorrenti, allo scopo di creare forti gruppi nazionali in grado di reggere la concorrenza estera e competere a livello globale fino a poter espandersi sui mercati esteri acquistando concorrenti ivi stabiliti (simile a ciò che è avvenuto in Corea del Sud); 2) le SOE operanti in settori non strategici o vitali per il Paese sono state ristrutturate in parte e al fine di ridurre o concentrare la partecipazione statale, le società suddette sono state vendute ad Imprenditori cinesi e esteri per rilanciarle sul mercato e renderle efficienti;
- o la crescita della nuova ed impetuosa imprenditoria privata cinese (nata in primis nei settori ad alta tecnologia ed internet) che portato alla creazione di POE generalmente dotate di minore capitalizzazione, minore burocratizzazione e costi fissi, ma capaci di esprimere una efficienza maggiore rispetto alle SOE, grazie ad una ottima conoscenza del mercato in cui operano (al punto che in alcuni settori minori le POE competono pienamente sul mercato interno con le SOE concorrenti). La crescita delle POE porterà sicu-

⁽⁶⁾ Una delle più importanti riforme del sistema economico cinese moderno è rappresentato dalla sfida della ristrutturazione e modernizzazione delle più grandi e strategiche aziende di stato SOE compiuto anche ad opera del Consiglio di Stato che ha creato la *State Assets Supervision and Administration Commission* (SASAC) ed ha rimesso le partecipazioni di circa 1900 aziende di stato centrali e migliaia di aziende municipalizzate a tale Commissione che cerca di reperire potenziali Investitori esteri per rendere più competitive, nonché finanziariamente più trasparenti, le Società Cinesi dal punto di vista societario e finanziario.

mente novità importanti al mercato del Private Equity e del M&A in Cina anche se ad oggi c'è da registrare che gli Investitori privati cinesi sono generalmente disposti a cedere prevalentemente partecipazioni di minoranza;

o l'emanazione, nell'ambito del "Diritto degli Investimenti Esteri", di norme innovative in tema (secondo una arbitraria sistematica a noi familiare) commerciale, societario bancario, assicurativo e dei mercati finanziari e la profonda modifica del principale documento per gli investimenti esteri che si avvicinano al sistema cinese ovvero le *Interim Regulation on Foreign Investment and Industrial Guidelines for Foreign Investments* ("Catalogo"), il cui ultimo aggiornamento risale al 2004, che raggruppa gli investimenti esteri in tre categorie (*permessi, incoraggiati e vietati*) a cui consegue un diverso regime giuridico (ad esempio, solo l'investimento estero compiuto in un settore che il *Catalogo* considera incoraggiato comporta agevolazioni ed esenzioni fiscali e per contro alcuni settori sono permessi ma solo in partenariato con una entità cinese e secondo varie percentuali).

o l'accresciuta sensibilità giuridica del mercato e della società cinese verso il diritto positivo rispetto alle prescrizioni del confucianesimo unita ad una più efficace, anche se ancora embrionale, formazione accademica, professionale e culturale degli organi e autorità preposte o connesse alla tutela e concreta applicazione, *inter alia*, del Diritto degli Investimenti Esteri: avvocatura, magistratura e sezioni speciali della stessa, corti arbitrali, unità operative speciali di polizia giudiziaria quali autorità doganali e amministrative.

Per quanto sopra accennato il trend di crescita in Cina del settore delle operazioni di M&A da parte degli Investitori esteri e cinesi è confermato dai dati: negli ultimi cinque anni il totale delle operazioni di M&A in Cina è cresciuto alla media del 30% all'anno.



Si consideri altresì che nel 1990 sono state perfezionate solo quattro operazioni di M&A di valore superiore al milione di dollari statunitensi (“USD”); per contro nel 2004 le operazioni di M&A di valore pari o superiore al milione di USD sono state 1.373.

Con riferimento al mercato del Private Equity il crescente interesse da parte di Investitori esteri e cinesi verso operazioni di Private Equity e Venture Capital risulta evidente dai numeri e operazioni occorsi in tale settore nell’ultimo quinquennio in Cina.

Mercato inizialmente contraddistinto da operazioni di Venture Capital, prevalentemente compiute nelle più avanzate aree urbane e, principalmente, aventi ad oggetto società attive in settori ad alta tecnologia (i.e. IT, telecomunicazioni, internet ecc.) recentemente si è decisamente orientato verso operazioni di Private Equity con ormai un elevato numero di fondi di Private Equity attivi sul territorio cinese che nel solo 2005 hanno raggiunto un valore di investimento pari a quattro miliardi di dollari, traguardo ottenuto anche mediante rilevanti operazioni di buy-out nei confronti di SOE generalmente attive in settori di attività considerati “maturi”.

A conferma di quanto in precedenza si pensi che nel solo anno 2006 in Cina si sono registrati 80 nuovi fondi di Venture Capital e Private Equity che hanno complessivamente raccolto circa 18 miliardi di dollari ed investiti 15 miliardi, mediante circa 450 operazioni di tal tipo. Gli Investitori attivi nel Venture Capital e nel Private Equity agiscono in Cina tramite un notevole numero di fondi cinesi ed esteri, quest’ultimi in particolare agiscono sia direttamente sia indirettamente attraverso meri uffici di rappresentanza. Corona il quadro il fatto che, anche se solo recentemente, hanno iniziato ad operare sul territorio cinese i c.d. *business angels*, compiendo investimenti nelle prime fasi di avvio di impresa in un valore compreso tra i 40.000 e 350.000 euro. Esistono alcuni fondi italiani che

dedicano e rivolgono le proprie attività al mercato cinese come i fondi Mandarin, Sopaf China Opportunity e Cape-Natexis.

Inoltre si ricorda che esistono da diversi anni alcune associazioni di settore tra cui spicca per attivismo la CVCA, ovvero *China Venture Capital Association*, associazione privata con sede ad Hong Kong che conta ad oggi 108 iscritti che complessivamente gestiscono un patrimonio superiore a 100 milioni USD, Scopo di tale associazione è, *inter alia*, promuovere e diffondere la pratica e conoscenza all'interno della Grande Cina del Venture Capital e del Private Equity (⁷).

Oltre ai numeri rilevanti sulle fasi salienti di raccolta ed investimento delle operazioni di Private Equity e Venture Capital è ancor più essenziale registrare che anche la fase principe di un processo di Private Equity, ovvero del disinvestimento in Cina, benchè non semplice risulta comunque difficile a causa di una serie di limitazioni e regolamenti alcune volte controversi tra loro. In ogni caso il mercato cinese ha visto nel solo anno 2006 numerose operazioni di disinvestimento compiute nelle diverse opzioni conosciute in occidente ed a disposizione dell'Investitore estero e cinese: ammissione alla quotazione sui mercati di borsa, vendite ad investitori industriali, o vendite sull'importante mercati secondario ad altri investitori finanziari). Infatti nel 2006 sono state perfezionate un centinaio di operazioni di disinvestimento di cui una trentina tramite IPO ed una quarantina sono invece riferibili a vendite industriali o su mercati secondari con valori anche estremamente elevati.

In particolare ed in stretta sintesi nel disinvestimento in Cina i maggiori problemi derivano più che altro da: (i) norme regolamentari generali nonché l'adeguamento delle Autorità alle nuove norme della nota Circolare 75 emanate da SAFE in tema di Round-Tripping al fine di limitare le incertezze per gli investitori soprattutto cinesi dettate dalle Circolari 11 e 29 del 2005 che limitavano tali pratiche; le restrizioni ed i meccanismi di governo societario di ordine imperativo per i quali i soci possono avere il diritto di prelazione o in relazione alle modifiche statutarie che comunque richiederebbero l'unanimità dei consensi in determinate circostanze; le restrizioni agli investimenti su determinati set-

(⁷) La CVCA supporta l'organizzazione di uno dei maggiori eventi di *capital-raising* in Cina del 2007 ovvero il *First China International Private Equity Forum* che si terrà il 6-8 giugno 2007 a Tianjin con formule d'incontro Speed Dating tra Investitori e società potenziali oggetto d'investimento. L'evento è stato organizzato e sponsorizzato dal Consiglio di Stato – una delle massime cariche governative cinesi - e dalla Municipalità di Tianjin ai fini di promuovere ulteriormente la raccolta di capitali esteri e cinesi da destinare alle POE.

tori e dunque alle percentuali vendibili in alcune aree di attività; ristrette possibilità di accesso a diverse forme di indebitamento e per gli Investitori esteri le norme che regolano la possibilità di rimpatrio dei mezzi finanziari investiti.

Per assicurarsi l'effettiva possibilità di disinvestimento gli Investitori esteri tendono ad utilizzare previsioni contrattuali simili a quelle conosciute in occidente, ovvero clausole di *put* e *call*, accordi di *drag-along* e *tag-along* ed altri simili accordi. C'è in tal senso da registrare che è preferibile regolare tali accordi da leggi differenti da quella cinese a causa di alcune incertezze applicative in caso di controversie e, pertanto, l'introduzione di una holding estera in tal senso potrebbe favorire. Infine vi è da sottolineare che la liquidazione di una FIE non è un processo automatico in quanto è comunque soggetta ad autorizzazione del MOFCOM con alcune incertezze in termini di tempistiche ed esecuzione.

2. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

2.1. Introduzione

Ai fini di una compiuta comprensione della normativa di riferimento delle operazioni di Private Equity ed M&A giova ricordare che il diritto societario cinese ed in particolare la parte di diritto comunemente riferita come Diritto degli Investimenti Esteri prevede l'obbligo da parte di un Investitore estero (sono considerati tali dalla legge cinese anche i cittadini residenti ad Hong Kong e Taiwan) di investire ed operare in Cina esclusivamente attraverso veicoli societari tipici, tutti ricompresi nelle FIE, ciascuno soggetto ad una propria e specifica disciplina giuridica che deve essere tenuta in debita considerazione nello strutturare e eseguire le operazioni in esame.

Più in particolare le FIE generalmente utilizzate dagli Investitori esteri per operare sul territorio cinese sono prevalentemente (anche se non le uniche) le seguenti:

1. EJV (*Foreign equity joint venture*) ⁽⁸⁾

⁽⁸⁾ Le EJV rappresentano forse il più noto strumento di investimento estero in Cina, essendo state oggetto nel 1979 del primo testo normativo cinese promulgato all'indomani della proclamazione della Politica della Porta Aperta. La EJV è una società a capitale misto, costituita da (almeno) un sog-

2. WOFE (*Wholly foreign-owned enterprises*) ⁽⁹⁾ e in via residuale
3. *Foreign investment enterprises limited by shares* ⁽¹⁰⁾

Il perfezionamento di un'operazione di Private Equity o M&A, nel rispetto delle condizioni di forma e nelle tempistiche previste dalla legge cinese, da parte di un Investitore estero in una SOE o in una POE comporta che tale società dovrà trasformarsi in uno dei veicoli societari FIE restando, conseguentemente, assoggettata allo specifico regime giuridico.

Fino ai primi anni '90 l'ordinamento giuridico cinese, anche per il diritto dei contratti era strutturato secondo il principio del *doppio binario* accennato in tema societario, nel senso che i rapporti tra cittadini (o entità giuridiche) cinesi erano regolati da leggi *diverse* rispetto a quelle applicabili ai rapporti contrattuali con gli stranieri.

In linea di prima approssimazione si può affermare che si distingueva tra *domestic law* e *foreign law* (al cui interno si distingueva ulteriormente tra *economic contract law* e *technology contract law*) anche dal punto di vista delle fonti di produzione del diritto.

Nel campo civile e commerciale il *trait d'union* tra questi sistemi paralleli era rappresentato dalla PRC *General Principles of Civil Law* del 1986 che, all'epoca, costituiva uno dei pochi testi normativi applicabili a tutti coloro che operavano sul territorio cinese, senza alcuna distinzione in base alla nazionalità.

L'assenza di una piattaforma giuridica comune rischiava di rallentare gli investimenti esteri indiretti (anche diretti n.d.r.) sicché il 30 settembre 1999, all'esito di un iter formativo protrattosi per quattro anni, fu approvata la PRC *Uniform Contract Law* (ora UCL) che detta una disciplina applicabile, senza distinzione di nazionalità, a quanti (persone fisiche o giuridiche) concludano un contratto in Cina.

getto straniero (sia esso persona fisica o giuridica) e da una persona giuridica cinese, da cui deriva la costituzione di un soggetto terzo, autonomo centro di imputazione di diritti ed obblighi. La EJV si sostanzia in una srl di diritto cinese. La legge istitutiva delle EJV è stata novellata da ultimo nel 2004.

⁽⁹⁾ Il termine WFOE indica le società di diritto cinese a capitale interamente straniero costituite nella forma di srl. E' importante evidenziare che il diritto cinese considera "*investitore straniero*" non solo il cittadino cinese residente all'estero ma anche quello residente a Taiwan, Hong Kong o Macao. La prima legge istitutiva delle WOFE risale al 1986, mentre l'ultima novella è del 2001.

⁽¹⁰⁾ A far data dalla fine degli anni '90 il Governo cinese ha promosso una politica di privatizzazione delle SOE, trasformare in S.r.l. o S.p.a. dalla *Company Law* del 1993, prevedendo la possibilità che le stesse fossero acquisite da investitori esteri.

La UCL è composta da 428 articoli, suddivisi in otto capi, convenzionalmente raggruppati in due parti: la prima, dedicata ai principi generali e la seconda alle specifiche fattispecie contrattuali (i.e. vendita, contratti di finanziamento, trasporto...).

Qualcosa di analogo si è verificato nel campo del diritto commerciale: fino alla prima metà degli anni '90 ogni compagine societaria era regolata da una normativa cinese *ad hoc* a seconda della struttura e della natura giuridica (es. impresa collettiva, impresa statale, ad investimento estero...): rispetto alle varie leggi speciali la *Company Law* del 1993 si poneva in rapporto di sussidiarietà, trattandosi di una normativa generale.

Oggi il diritto commerciale e societario cinese è più uniforme essendosi coagulato, in linea di prima approssimazione, attorno a tre principali tipologie: la società per azioni, la srl e la società di persone. Sebbene alcune forme societarie – principalmente le imprese a partecipazione estera (tutti i tipi di FIE) – siano tuttora regolate da leggi *ad hoc* è palpabile la tendenza verso un sistema societario unico, anche perché sempre più spesso gli Investimenti esteri non avvengono costituendo nuovi soggetti giuridici bensì acquisendo quote di capitale di società cinesi già esistenti anche tramite holding estere.

Si deve altresì considerare che in base all'art. 126 UCL i contratti di joint venture (sia *equity* che *cooperative*), nonché quelli aventi ad oggetto l'espletamento di attività per la ricerca di nuove risorse naturali sono inderogabilmente soggetti alla Legge Cinese.

2.2. Le norme principali

Nell'ambito delle riforme economiche e del vasto fenomeno avente ad oggetto la privatizzazione delle SOE il Legislatore Cinese ha emanato numerosi provvedimenti legislativi riferibili o espressamente regolanti operazioni di M&A e Private Equity¹¹ da parte di Investitori esteri in società a capitale cinese, quali le SOE e le POE o società a capitale cinese ma parzialmente partecipate da Investitori esteri quali le EJV oppure le WOFE (società a capitale interamente estero).

¹¹ Il Governo cinese nel gennaio 2003 ha pubblicato una sorta di interpretazione autentica delle Venture Capital Regulations del 2003 che si sostanzia nella volontà di promuovere gli investimenti in alta tecnologia, semplificando le procedure per la sottoscrizione del relativo capitale.

In tale ambito i principali testi normativi di riferimento sono i seguenti (pur tenendo presente, in estrema sintesi, che tali leggi non si applicano alle acquisizioni o investimenti in Società Cinesi quotate sui mercati di Shanghai o Shenzhen):

- La *PRC Company Law* del 29 dicembre 1993;
- Le *Equity Change Regulations* del 1997;
- Le *Using Foreign Investment to Reorganize State Owned Enterprises Tentative Provisions* emanate l'8 novembre 2002;
- Le *Regulations for the Administration of Venture Capital Enterprises with Foreign Investment* approvata nel corso del 2003;
- Le *Provisions on the Merger and Division of Foreign Investment Enterprises*, promulgate 2003;
- Le *Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors Tentative Provisions* approvate il 7 marzo 2003;
- La *PRC Security Law* approvata il 27 ottobre 2005;
- Le *Provisional Measures for the Administration of Venture Capital Enterprises* del 15 novembre 2005;
- Le *Regulations regarding the Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors* ⁽¹²⁾, emanate l' 8 agosto 2006;
- Le *Measure for the Administration of the Takeover Listed Companies*;
- Le *Measures for the Administration of Strategic Investment in Listed Companies by Foreign Investors*;
- Le *Measures for the Administration of Initial Public Offering and Listing of Stocks*, emanate il 17 maggio 2006.

L'ultimo provvedimento legislativo in tema di acquisizioni di capitale di società di diritto cinese da parte degli Investitori esteri, rubricato "*Regulations regarding the Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors*", è entrato in vigore nel settembre 2006 e si distingue per alcune interessanti novità rispetto alla disciplina previgente che, in

⁽¹²⁾ La nuova normativa, composta da 61 articoli, è suddivisa in cinque capi che comprendono una parte generale della disciplina, esempi tipici di operazioni, il procedimento di verifica, approvazione e registrazione da parte dell'Autorità, la disciplina speciale per i veicoli societari (SPV), le acquisizioni effettuate utilizzando lo scambio di azioni ("*share swap*").

estrema sintesi e senza fini di esaustività, si possono compendiare nei seguenti punti:

Il ruolo profondamente pregnante ed invasivo del Ministero Cinese per il Commercio Estero (“*MOFCOM*”) ⁽¹³⁾ cui spetta il compito di Autorità di controllo sulle operazioni straordinarie tra cui quelle di M&A e di Private Equity, quanto precede anche in funzione anti-trust ⁽¹⁴⁾. Il MOFCOM è investito di un potere decisionale e discrezionale in base al quale rilascia le autorizzazioni di cui necessitano gli Investitori esteri per procedere ad operazioni di ristrutturazione societaria, finanziamento, fusioni, acquisizioni e quotazioni sui mercati di Borsa ⁽¹⁵⁾.

In ragione delle diverse modalità di una operazione di investimento (sia essa M&A o Private Equity) ed in base alla tipologia societaria, nonché del settore di attività in cui opera la società oggetto della acquisizione, l’operazione può comportare il coinvolgimento e l’assoggettamento ad Autorità centrali diverse dal MOFCOM ⁽¹⁶⁾.

La durata del procedimento di approvazione, necessario per qualsiasi operazione, dipende anche dal valore della somma investita.

Prima facie la regola generale prevede che:

⁽¹³⁾ Invero nel testo delle *Regulations* del 2006 compare si parla genericamente di “*examination and approval organ*” anche se l’art. 10 della legge ha cura di specificare che si tratta del MOFCOM.

⁽¹⁴⁾ Il capo V (artt. 51-54) della legge cinese sulle acquisizioni di società cinesi da parte di investitori esteri è rubricato *antitrust review* e prevede una serie di controlli che il MOFCOM deve esercitare sulla documentazione che deve corredare la domanda di autorizzazione presentata dall’investitore estero per impedire che l’acquisizione crei concentrazioni di imprese superiori al 25% o comunque comprometta la libera concorrenza (*fair competition*) sul mercato cinese. Tale testo subirà probabilmente modifiche alla luce della imminente emanazione di una più ampia legge cinese sulla concorrenza.

⁽¹⁵⁾ Si può concordare con quanti hanno rilevato come il controllo del MOFCOM sia principalmente diretto a scongiurare il pericolo di turbamenti del mercato e del tessuto imprenditoriale cinese provocati dalle operazioni di M&A e Private Equity concluse dagli investitori esteri: cfr. V. Wong, *Insight Magazine*, novembre 2006, p. 35 ss.

⁽¹⁶⁾ Ad esempio la Commissione di Regolamento per le Operazioni su Titoli in Cina (CSRC – *China Securities Regulatory Commission*) ha il compito di monitorare e regolare i mercati regolamentati dei capitali e controlla le operazioni [di acquisizione?] concernenti le società quotate effettuate tramite scambio azionario. Inoltre l’Amministrazione Nazionale della Valuta Estera (SAFE – *State Administration of Foreign Exchange*) interviene nelle operazioni di acquisizione qualora siano utilizzati particolari metodi di pagamento dall’estero.

- Operazioni che comportano un investimento totale superiore a 100 milioni di US\$ (nei settori che il *Catalogo* considera “incoraggiati” o “permessi”) o 50 milioni di US\$ (nei settori “protetti”), richiedono l’approvazione del MOFCOM e del SDRC (*State Development and Reform Commission*);
- Nel caso di operazioni che prevedono investimenti inferiori alle soglie indicate nel punto precedente, la normativa cinese prevede che l’approvazione dell’operazione sia rilasciata da filiali regionali o provinciali delle autorità sopraindicate. Questa regola subisce specifiche eccezioni in ragione della natura del progetto o del settore di investimento, potendo essere richiesto un livello maggiore di approvazioni che coinvolga anche istituzioni diverse dal MOFCOM e dal SDRC.

Applicazione di regimi giuridici differenziati in base alla specifica forma societaria della impresa oggetto della operazione di acquisizione (il trattamento differenziato dei regimi giuridici in base alle diverse forme societarie è una pratica legislativa abbastanza comune nel moderno ordinamento giuridico cinese).

Introduzione di una nuova tipologia di pagamento a favore degli Investitori esteri: ottenuta la positiva verifica ed approvazione del SAFE, è possibile perfezionare una operazione di acquisizione di una SOE, POE o FIE mediante scambio azionario, purché siano rispettati determinati limiti temporali e ricorrano specifici requisiti previsti dalla legge applicabile ⁽¹⁷⁾;

Riconoscimento alle persone fisiche cinesi della possibilità di detenere una partecipazione societaria in una FIE a seguito di una operazione di acquisizione; tale partecipazione è soggetta a limiti temporali ed è subordinata alla previa autorizzazione rilasciata dalle competenti autorità governative;

⁽¹⁷⁾ Il capo IV della legge che disciplina l’acquisizione di Società di diritto cinese da parte di Investitori stranieri detta le *conditions for equity payment based takeover*: in particolare l’art. 27 prevede che gli azionisti di una società estera possano acquistare le partecipazioni di una Società di diritto cinese non pagando con denaro, bensì effettuando uno scambio azionario o procedendo ad un aumento del capitale (*increased capital*) della Società Cinese.

2.3 Modalità operative di investimento

Un Investitore estero può, generalmente, utilizzare diverse tecniche operative per investire in una Società di diritto cinese, in particolare mediante:

- A) Acquisto di parte o dell'intero capitale sociale;
- B) Acquisto dei beni aziendali di un ramo d'azienda;
- C) Fusione societaria.

La scelta della tecnica operativa di investimento dipende da numerosi fattori tra i quali, ad esempio: (i) le condizioni finanziarie della società oggetto di investimento; (ii) i requisiti di approvazione interni societari e esterni governativi relativi alle diverse modalità; (iii) la necessità del consenso dei terzi per l'effettuazione dell'operazione; (iv) la trasferibilità dei beni aziendali; (v) le potenziali conseguenze fiscali dell'operazione; e (vi) le tempistiche commerciali di ingresso e conoscenza del mercato.

Dallo schema successivo emerge che tra il 1990 ed il 2004 il mercato cinese delle operazioni di investimento estero è stato caratterizzato per almeno due terzi da operazioni di acquisto di beni aziendali, seguito a lunga distanza (15 per cento) da acquisizioni di partecipazioni di minoranza e (10 per cento) mentre le operazioni di fusione hanno rappresentato circa il 5 per cento di tale mercato.

Tecnica operativa	Valore operazione (in milioni dollari)	%	Numero di operazioni
Acquisto beni aziendali	132,740	65	2.959
Fusioni	20.174	10	210
Acquisizioni di maggioranza	17.360	9	430
Acquisizioni parziali	29.956	15	692
Acquisizioni di minoranza	3.155	1	196

A) *Acquisto di una partecipazione al capitale sociale*

L’acquisizione di una partecipazione al capitale sociale di una SOE, POE o di una FIE da parte di un Investitore estero può avvenire:

a) mediante aumento del “capitale registrato” della società oggetto di investimento riservato all’Investitore estero e conseguente allocazione della nuova partecipazione allo stesso oppure

b) tramite l’acquisto e trasferimento di detta partecipazione all’Investitore estero.

In termini generali può sostenersi che una operazione di Private Equity o di M&A realizzata da un Investitore estero è comunque subordinata alla concessione di due autorizzazioni: la prima rilasciata dal MOFCOM, e successivamente registrata presso la SAIC (a seconda dei casi a livello centrale o presso le rispettive filiali locali); la seconda ad opera dei competenti organi societari quali, ad esempio, i soci.

Ottenute entrambe le autorizzazioni sopra indicate la POE o la SOE oggetto dell’investimento estero dovrà essere trasformata assumendo, a seconda dei casi, una delle forme giuridiche previste per le FIE e presentare la documentazione per ottenere la essenziale *business licence* (la procedura di trasformazione coinvolge varie autorità e deve adeguarsi alle prescrizioni dettate dal *Catalogo* in tema di svolgimento dell’attività di impresa).

Dal punto di vista pratico, l’acquisizione di una società di diritto cinese, sia essa SOE, POE o una delle FIE, da parte di un Investitore Estero può avvenire in forma diretta o indiretta:

➤ La **acquisizione indiretta** si verifica nel caso di investimento in una FIE (non è, pertanto, configurabile in relazione ad operazioni su SOE o POE) mediante acquisizione di una partecipazione nella relativa holding estera senza alcun intervento diretto nella compagine azionaria della FIE. Tale metodo, di norma, non richiede approvazioni da parte del MOFCOM né registrazioni presso la SAIC e non dovrebbe far valere i diritti di prelazione, riconosciuti *ex lege*, in capo agli altri soci. L’acquisizione indiretta, dal punto di vista cinese, è considerata una operazione “estero su estero” che non comporta dirette implicazioni giuridiche per l’ordinamento cinese;

➤ Si parla di **acquisizione diretta** ogni qual volta l'investitore estero acquisti direttamente, senza utilizzare *holding* estere intermedie, una partecipazione al capitale sociale di una SOE, POE o FIE (in quest'ultimo caso da un azionista estero o cinese) o, in alternativa, versi nuovo capitale registrato mediante aumento del capitale a servizio della operazione.

L'acquisizione diretta richiede necessariamente la valutazione e l'autorizzazione da parte delle Autorità governative che hanno competenza sulle operazioni in esame¹⁸, tenendo presente le pregnanti previsioni normative per cui in caso di investimento nel capitale di una SOE il relativo corrispettivo dell'investimento sarà influenzato dalla valutazione sull'oggetto di cessione effettuata dagli esperti nominati dalla State Asset Administration Bureau – SAAB. Ne consegue che i margini della trattativa tra l'Investitore Estero ed il venditore in quanto tale sono limitati dal prezzo stimato dalle Autorità i cui possibili discostamenti sono alquanto ridotti.

Qualora l'operazione sia realizzata da una FIE, la valutazione e autorizzazione dovranno essere necessariamente rilasciate dalle stesse Autorità che in precedenza avevano autorizzato la costituzione della FIE oggetto della acquisizione. Inoltre, gli altri soci della società oggetto di investimento hanno, *ex lege*, il diritto di prelazione sulla partecipazione oggetto di acquisizione.

B) Acquisito di beni aziendali o ramo d'azienda

La disciplina giuridica cinese di riferimento prevede la possibilità per gli Investitori esteri di strutturare i loro investimenti mediante una operazione simile ad una acquisizione di azienda o di ramo d'azienda (*takeover asset-based*) all'esito della quale la FIE appositamente creata (o già costituita) rileva una quota delle attività e delle passività da una SOE, POE o altra FIE, versando il corrispettivo per tali beni direttamente alla società proprietaria dei beni aziendali venduti.

L'operazione sopra descritta (ampiamente utilizzata in passato, oggi superata nei numeri dalle operazioni di investimento sul capitale) sebbene richieda tempistiche più lunghe risulta, comunque, interessante perché - rispetto all'ipotesi in cui si proceda alla

¹⁸ Tra le varie, MOFCOM; SAAC; SAT; SAIC; CSRC; SAFE con non sempre chiare ripartizioni dei compiti e poteri delle stesse.

acquisizione diretta del capitale sociale - tutela in modo più efficace il potenziale Investitore estero ⁽¹⁹⁾ dal rischio di eventuali passività nascoste di carattere fiscale, finanziario e lavoristico/previdenziale ⁽²⁰⁾.

Le precedenti considerazioni sono ancora attuali, poiché continua ad essere di estrema difficoltà individuare in modo compiuto ed analitico le voci passive di una società di diritto cinese. In ogni caso è utile sottolineare che sussiste un diritto simile a quello di sequela sui beni aziendali ed inoltre la possibilità di assoggettamento degli stessi ad azioni revocatorie a beneficio dei creditori della società venditrice, purché le relative dismissioni siano state perfezionate a condizioni non di mercato.

Tale operazione avviene mediante tre modalità:

1. Acquisizione e successivo conferimento del ramo d'azienda in una FIE da costituirsi: in tal caso è opportuno regolamentare in modo accurato il trasferimento della proprietà del ramo d'azienda in costanza della autorizzazione alla costituzione della FIE, condizionando il passaggio della titolarità del ramo d'azienda in capo all'Investitore estero all'avvenuta autorizzazione e costituzione della FIE che dovrà possedere tali beni;
2. Creazione di una EJV con un socio cinese, nella quale il socio cinese conferisce beni aziendali di interesse dell'Investitore estero;
3. Costituzione di una FIE e successiva acquisizione da parte della FIE stessa del ramo d'azienda con la possibile limitazione di controlli ed autorizzazioni a carattere decisionale delle Autorità competenti.

C) La fusione societaria

La legge cinese approvata nel 2003 recante *The Provisions on the Merger and Division of Foreign Investment Enterprises* regola le fusioni tra FIE, SOE e POE.

Le principali ipotesi di fusione contemplate dalla normativa cinese sono due:

- ✓ la fusione per incorporazione con cui la società incorporante acquisisce le attività e passività dell'incorporata,

⁽¹⁹⁾ L'acquisizione di un ramo di azienda di una Società Cinese (cfr. art. 20 ss.) implica una serie di formalità il cui espletamento richiede particolari tempistiche disciplinate in modo esclusivo dalla legge cinese.

⁽²⁰⁾ In base all'art. 13 della legge sulle acquisizioni di Società Cinesi da parte di Investitori esteri, nel caso di *takeover asset-based* l'investitore acquista i crediti ed i debiti della Società Cinese.

✓ la fusione che conduce alla costituzione di una nuova società con il patrimonio delle due compagini societarie.

Per realizzare la fusione devono essere soddisfatti taluni requisiti: l'accordo (*agreement*) tra le parti coinvolte deve prevedere specifiche clausole (ad esempio deve essere disciplinato il trattamento post-fusione del personale dipendente...), il capitale registrato della costituenda società deve essere interamente sottoscritto, i creditori della società incorporanda devono essere informati dell'operazione ⁽²¹⁾ e possono subordinare il perfezionamento della fusione al pagamento dei debiti residui ovvero alla presentazione di adeguate garanzie. L'investitore straniero dovrà possedere almeno il 25% del capitale registrato della società post-fusione affinché la stessa possa qualificarsi come FIE e fruire dei benefici fiscali e doganali conseguenti.

La fusione per incorporazione è soggetta ad un processo di approvazione che si articola in diverse fasi (*multi-step approval process*) tipicamente “*time consuming*”: è necessario ottenere un'approvazione preliminare dalle Autorità governative della società incorporante e della società incorporata nonché un'approvazione finale dell'Autorità competente sulla società incorporante.

Rinviando ai punti successivi l'approfondimento delle problematiche più comuni connesse alle operazioni di M&A e di Private Equity in Cina, ai nostri fini è sufficiente accennare che in Cina, quale che sia la modalità operativa prescelta, il processo formativo dell'investimento in partecipazioni sociali da parte di un Investitore estero tenta di adeguarsi in conformità alla prassi internazionale, restando inteso che tale processo ha il pregnante intervento invasivo da parte delle Autorità competenti: la fase preliminare (in cui sono formalizzati i patti di riservatezza e di esclusiva nelle trattative, nonché previste forme di garanzia ed indennizzi di natura risarcitoria conseguenti alla violazione delle suddette obbligazioni), la fase di *due diligence* (forse la più complessa per l'Investitore estero a causa della scarsità di informazioni reperibili sul mercato cinese), l'accordo di investimento in quanto tale (*equity transfer agreement*), nonché in base al pacchetto azionario

⁽²¹⁾ Ottenuta l'approvazione da parte del competente organo di controllo, la Società Cinese oggetto della fusione è tenuta ad avvisare i propri creditori mediante una notifica ovvero pubblicando un annuncio sui giornali provinciali o di diffusione nazionale. Le stesse garanzie sono imposte dalla legge cinese qualora la Società Cinese, nell'ambito di un'operazione di M&A, venda ad un investitore estero il proprio patrimonio aziendale o il ramo di azienda.

acquistato (maggioranza o minoranza) *equity joint venture agreement* o altri patti parasociali di diversa natura oltre che lo statuto dell'oggetto di investimento.

E' bene ricordare ancora che le trattative in Cina non si svolgono unicamente tra le parti coinvolte bensì prevedono l'intervento delle autorità governative a cui la legge attribuisce pregnanti (e talvolta invasivi) poteri di controllo e di verifica. Si pensi, a titolo esemplificativo, al potere del MOFCOM di modificare *unilateralmente* le clausole contrattuali ritenute *sconvenienti* per la parte cinese: se l'Investitore estero non accetta le modifiche imposte dall'autorità di controllo, questa non rilascia il certificato di approvazione (o autorizzazione) e la trattativa negoziale può avere termine.

Anche la fase di disinvestimento (che rappresenta la normale conclusione di una operazione di Private Equity e Venture Capital) è soggetta al controllo delle Autorità governative cinesi: in particolare si segnala, per completezza espositiva, che in Cina le ammissioni alla quotazione di una società sui mercati regolamentati, Initial Public Offering o *IPO* sono sottoposte alla *Security Law of PRC* (approvata il 27 ottobre '05) nonché, più in generale, alle disposizioni contenute nel capo V (rubricato *Company bonds*, art. 159 ss.) della già citata *Company Law of PRC* del 29 dicembre 1993.

Per ovviare a tali difficoltà, spesso gli Investitori esteri concludono patti parasociali ma con controversa efficacia in Cina oppure costituiscono una *holding* all'estero (si ricordi che anche le regioni amministrative speciali di Kong Kong e Macao sono considerate *estero* ai sensi della legge cinese), rimettendo alla relativa giurisdizione la risoluzione di eventuali controversie in tal riguardo.

3. LE PROBLEMATICHE PIÙ COMUNI ALLE OPERAZIONI DI M&A E PRIVATE EQUITY IN CINA

3.1. Il processo di valutazione di un'azienda cinese

La valutazione di una società di diritto cinese (o di un ramo d'azienda) richiede un procedimento complesso e problematico. Dal punto di vista squisitamente finanziario, una dei principali ostacoli consiste nel fatto che in Cina esistono poche operazioni comparabili

e sono parimenti poche le società quotate utilizzabili come valore di riferimento e come storico per settore.

Il potenziale Investitore che non vuole incappare in una analisi distorta, deve considerare i diversi scenari dei potenziali sviluppi del settore in questione. Un metodo ideale consiste nell'utilizzare differenti criteri di valutazione, che assicurino un sufficiente grado di flessibilità, nonché nel verificare le possibili conseguenze di una scelta in una prospettiva futura, senza eccedere nel sovrastimare le potenzialità del mercato cinese.

3.2. Rischi nell'affrontare una *Due Diligence*

In Cina, solo una operazione su cinque prosegue oltre la fase della *due diligence* (rispetto al rapporto di uno a due riscontrato nei mercati occidentali). Ciò dipende dalle seguenti difficoltà con cui deve confrontarsi l'Investitore estero:

- le informazioni necessarie per effettuare le fondamentali verifiche sulle società oggetto dell'intervento sono spesso limitate ed inaffidabili (la valutazione della Società Cinese oggetto di investimento è ulteriormente complicata da pratiche contabili poco attendibili);
- i sistemi IT delle società cinesi sono limitatamente efficaci e molte volte i database aziendali sono carenti;
- il quadro normativo di riferimento ed i requisiti richiesti dalla legge cinese sono poco chiari e talvolta rinviano alla interpretazione discrezionale delle Autorità locali o nazionali di volta in volta coinvolte ⁽²²⁾, a cui la legge conferisce compiti di controllo e verifica delle richieste di autorizzazione ad eseguire le operazioni di M&A e di Private Equity presentate da Investitori esteri.

²² Le differenze tra Governo centrale, Amministrazioni locali ed Enti di vigilanza nella interpretazione e nell'implementazione delle norme incrementano il margine di incertezza nonché la discrezionalità delle scelte degli Uffici locali.

3.3. Il concetto di “controllo societario”

Una delle peculiarità delle dinamiche del mercato cinese consiste nel fatto che il controllo societario non è strettamente correlato alla quota di partecipazione nella società.

In Cina, peraltro, agli Investitori esteri è vietato acquisire una partecipazione di maggioranza in una SOE, POE oppure in una FIE se la società suddetta operi in uno dei settori che il Catalogo considera strategici per il Paese, proibendone o limitandone l’accesso agli Investitori esteri (ai sensi del *Catalogo* sono più di 20 le aree ristrette di attività, tra cui: il settore bancario, assicurativo, delle telecomunicazioni, e della industria automobilistica).

In tali casi il divieto per l’Investitore estero di acquisire una partecipazione di maggioranza pone il problema di trovare altri strumenti societari che permettano di esercitare un controllo, o quantomeno poteri di veto negativo, sulla gestione della società oggetto di investimento: uno di tali strumenti consiste nello strutturare l’operazione di investimento in modo che all’Investitore estero venga attribuita un’adeguata rappresentazione all’interno del Consiglio di Amministrazione o gli sia riconosciuto il diritto ad occupare cariche dirigenziali essenziali nell’ambito della realtà cinese come il *chief financial officer* oppure il *chief technology officer* o ancora di più il direttore generale della società.

3.4. Verifica sull’effettiva proprietà degli immobili

Diverse società di diritto cinese di nuova costituzione non presentano adeguata documentazione a supporto della proprietà degli immobili. I potenziali investitori esteri devono previamente verificare l’effettiva proprietà degli immobili²³, devono indagare sulle possibili operazioni con società correlate e devono infine accertare se gli immobili siano o meno oggetto di garanzia reale (considerato i diritti di sequela).

⁽²³⁾ Le immobilizzazioni iscritte a bilancio della società cinese possono essere di proprietà di società collegate/terze parti o certe attività possono essere gravate da diritti di terzi, in pegno od oggetto di garanzia per finanziamenti ottenuti da società collegate.

3.5. Verifica sull'ampiezza della licenza di esercizio (*business licence*)

Generalmente alle società di diritto cinese è consentito utilizzare un oggetto sociale specifico per lo svolgimento della particolare attività, prevista dallo Statuto e dalla relativa *business licence*. Per svolgere talune attività è necessaria una specifica autorizzazione governativa e la normativa cinese non prevede che il perfezionamento di operazioni straordinarie determini il trasferimento automatico della *business licence*. Inoltre, la proprietà da parte di un Investitore estero, nel concreto, spesso influisce pesantemente sul processo di rinnovo della *business licence*.

3.6. Diritti di uso del terreno

La recente riforma sulla proprietà privata ⁽²⁴⁾ approvata il 16 marzo 2007 dall'Assemblea Nazionale del Popolo (organo legislativo riconducibile al nostro parlamento), persegue l'obiettivo di offrire una maggior protezione alla proprietà statale ed attua il coevo riconoscimento giuridico di tre forme di proprietà: la proprietà statale, quella collettiva e quella privata individuale. In Cina la terra resta di proprietà dello Stato ⁽²⁵⁾ sicché la società che intenda delocalizzare ed operare in Cina deve preventivamente acquistare il diritto di utilizzo del terreno. La proprietà di un immobile è marginale rispetto al possesso del diritto sul terreno su cui l'immobile è stato edificato: ne consegue che se il socio cinese effettuasse un conferimento di cespiti, è necessario per l'Investitore estero comprendere se detto conferimento includa il diritto di utilizzo del terreno o meno.

3.7. Passività fiscali e finanziarie, incentivi

L'Investitore estero può tutelarsi da potenziali passività nascoste della società oggetto di investimento, prevedendo che la parte cedente sottoscriva un accordo collaterale a tempo determinato con cui si assume l'obbligo di risarcimento/accollo qualora, successivamente al perfezionamento dell'operazione emergessero debiti preesistenti della società.

⁽²⁴⁾ La legge dovrebbe avere efficacia nel mese di ottobre 2007.

⁽²⁵⁾ Un corpus di 11 articoli elenca i beni inalienabili: le risorse naturali e le infrastrutture appartenenti allo Stato, i dipartimenti governativi, le istituzioni sponsorizzate dallo Stato.

Occorre, altresì, valutare i differenti regimi fiscali e finanziari ed i benefici concessi dall'amministrazione locale o dal governo centrale, in base alla tipologia della società oggetto di acquisizione e successivamente quelli disponibili post-investimento.

Gli incentivi spesso decadono, in quanto non trasferibili, qualora la società cambi tipologia societaria (nel caso di acquisizione da parte di Investitore estero, tale evento si verifica spesso in quanto si passa al regime di FIE, disciplinato in maniera differente rispetto alle SOE e POE).

3.8. Differenze culturali da considerare

La difficoltà insita nel concludere con successo un'operazione straordinaria in Cina è in parte riconducibile alle differenze culturali rispetto all'Occidente anche se questo fattore spesso viene erroneamente ritenuto marginale dagli Investitori esteri. Ignorare i valori ed i principi che permeano la cultura cinese significa rischiare di perdere tempo e risorse (sia economiche che umane) e non riuscire a comprendere come mai le lunghe trattative commerciali non hanno dato i frutti sperati

Senza alcuna velleità esaustiva, i principali aspetti culturali che devono essere adeguatamente ponderati dall'Investitore estero sono i seguenti ⁽²⁶⁾:

1. *Rapporti gerarchici.* Secondo Confucio la società cinese nasce diseguale ed è suddivisa in cinque classi (simboleggiate dalle cinque stelle della bandiera nazionale) a cui corrispondono altrettanti valori: in ogni classe c'è chi impartisce gli ordini (il padre, il marito, l'imperatore...) e chi deve ubbidire (il figlio, la moglie, il suddito...). Se ciascuno si comporta rispettando le regole della classe di appartenenza, la società è in armonia e non c'è neppure bisogno di fare ricorso alla legge;
2. *La società cinese si fonda sul gruppo.* Il famoso principio cartesiano *cogito ergo sum* in bocca a Confucio sarebbe suonato «pensiamo dunque siamo». La suddivisione dei ruoli all'interno del gruppo deve essere rispettata soprattutto nei rapporti interpersonali: anche nelle relazioni commerciali ogni persona parla con il suo pari. Per tale motivo è

⁽²⁶⁾ Secondo un recente sondaggio realizzato dall'*Economist Intelligence Unit* (EIU) il 67% degli intervistati (231) tra cui *board members*, *chief executives* e *chief financial officers*, sia cinesi che stranieri) ritiene che l'integrazione culturale sia uno dei fattori critici per garantire il successo di una operazione *M&A*.

buona regola conoscere in anticipo i ruoli ed i compiti del gruppo cinese con cui andiamo a confrontarci per discutere un affare;

3. *Il guanxi.* E' un concetto fondamentale nella cultura cinese poiché indica il rapporto di mutuo beneficio che lega due individui, generando reciproco rispetto e stima. Se taluno fa un piacere all'altro, questi non si adopera per restituirlo prima possibile (e togliersi un obbligo, come accade secondo gli stereotipi occidentali) ma, al contrario, attende che si verifichi l'occasione per restituire un favore più grande.

4. *La reputazione (mianzi).* La reputazione è un concetto essenziale nella cultura cinese, diretta conseguenza del *collettivismo* di cui si è detto al precedente punto n. 2. Offendere l'altrui reputazione davanti al gruppo di appartenenza ci preclude qualunque possibilità di futura relazione: non occorre all'uopo un'offesa in senso stretto, essendo sufficiente mettere in difficoltà il nostro interlocutore. Bisogna ricordare la regola di Sun Tzu secondo cui la guerra migliore è quella che si vince senza dover combattere

5. Secondo la cultura cinese è preferibile non fornire risposte dirette ed immediate e, soprattutto, non rispondere mai “no” (per non offendere la nostra controparte); per questo motivo spesso il linguaggio cinese utilizza frasi vaghe che, ad un buon intenditore, fanno capire che la risposta è negativa. Mostrare le proprie emozioni (es. gesticolando) durante una conversazione è considerato un segno di debolezza e, come tale, non viene apprezzato;

6. La protezione della proprietà intellettuale è estranea alla cultura cinese, poiché la religione confuciana impone di condividere con il gruppo di appartenenza quello che si produce. Ciononostante uno dei più antichi “marchi” è cinese (nel 320 aC la famiglia Liu dello Shandong per distinguere le proprie merci dagli altri produttori le *marchiava* con un simbolo che rappresentava un coniglio bianco) e sul fronte della tutela della IP la Cina ha registrato alcune tra le più recenti novità legislative (si pensi, a titolo esemplificativo, alle novelle in tema di protezione di marchi e brevetti entrate in vigore tra il 2001 ed il 2004 in Cina).

4. CONCLUSIONI

Bisogna riconoscere che il Legislatore Cinese sta compiendo notevoli sforzi per adeguare il sistema paese, nonché il quadro normativo relativo, alle operazioni di M&A e Private Equity, ampliando progressivamente la tipologia delle operazioni straordinarie

permesse dal diritto cinese, allineandosi agli impegni presi nel corso delle negoziazioni svolte in seno al WTO.

Poiché il sistema bancario cinese sconta evidenti arretratezze ed utilizza gran parte delle proprie risorse a favore delle SOE, lo strumento del M&A e del Private Equity riveste un ruolo importante sul mercato finanziario, colmando questo gap, come testimonia il fatto che nell'undicesimo piano quinquennale approvato nel novembre dello scorso anno è contenuto un esplicito riferimento alla stretta correlazione tra le operazioni di investimento eseguite da Investitori stranieri e l'esigenza di assicurare la stabilità del mercato economico interno che ha condotto all'approvazione di nuovi documenti destinati a regolamentare le procedure di M&A.

Residuano, tuttavia, aspetti di vetustà che potrebbero suscitare legittime perplessità negli Investitori esteri. Si pensi, a titolo esemplificativo, alla precisa volontà di rimettere al MOFCOM il compito di verificare ed approvare tutte le operazioni straordinarie realizzate da Investitori esteri su società di diritto cinesi.

Nell'attuale stato dell'arte resta comunque a carico degli Investitori esteri l'onere di svolgere un'accurata strutturazione e valutazione dei diversi fattori critici insiti in un'operazione di M&A e di Private Equity realizzata nel contesto del mercato cinese. Gli Investitori esteri dovranno impegnarsi con meticolosità a strutturare un'adeguata pianificazione di tutte le fasi dell'operazione di investimento (fino al disinvestimento).

In conclusione, un'integrazione di lungo termine tra le parti coinvolte nell'investimento è possibile se gli obiettivi sono i seguenti: visione ed ambizioni comuni, condivisione sulle priorità riguardanti le operazioni ed i processi, una singola struttura organizzativa, un sistema manageriale e culturale unificato (si veda il seguente grafico).



Glossario

ASEAN	<i>Association of South East Asian Nations</i> (东盟) Associazione costituita a Bangkok nel 1967 a cui attualmente aderiscono dieci paesi del <i>Far East</i>
CLS	<i>Company Limited by shares</i> (股份有限公司) Nuova forma societaria introdotta dalla <i>Company Law</i> del 29 dicembre '93
EJV	<i>Equity Joint Venture</i> (中外合资) Società cinese a responsabilità limitata con capitale misto.
FID	<i>Foreign Investment Direct</i> (外商直接投资) Investimenti stranieri diretti
FIE	<i>Foreign Invested Enterprises</i> (外商投资企业) Indica qualunque compagine societaria con capitale (del tutto o in parte) straniero. Di regola è contrapposta alla categoria delle <i>domestic enterprise</i> .
MOFCOM	<i>Ministry of Foreign Commerce</i> (对外贸易部) Ministero Cinese per il Commercio Estero. Autorità governativa (dotata di sedi locali decentrate) cui spetta il controllo sulle attività commerciali tra la Repubblica Popolare Cinese ed i paesi esteri.
POE	<i>Private owned enterprises</i> (民营科技企业) Società con capitale (interamente o parzialmente) privato.
PRC	<i>People's Republic of China</i> (中华人民共和国) Repubblica Popolare Cinese. Proclamata da Mao Tse Tung il 1 ottobre '49
SAFE	<i>State Administration for Foreign Exchange</i> (国家税务外汇) Ente istituzionale cinese a cui spetta il compito di supervisione e controllo di tutti gli aspetti relativi alla valuta.
SAIC	<i>State Administration for Industry and Commerce</i> (国家工商行政管理局) Ente amministrativo incaricato (anche) della registrazione delle imprese
SOE	<i>State owned enterprises</i> (国有企业) Società pubbliche di Stato
WOFE	<i>Wholly owned foreign enterprises</i> (全资拥有的外商投资企业) Società a capitale interamente straniero
WTO	<i>World Trade Organization</i> (世界贸易组织) Organizzazione Mondiale per il Commercio