

LE OPERAZIONI DI M&A IN CINA: Normativa in vigore e fattori critici per gli investitori stranieri

di Corrado Gotti Tedeschi



corriereasia.com

with the support of

PALAZZARI & Co.

HONG KONG - NEW DELHI - MILAN

a company participated by

. T . I . P .
Tamburi Investment Partners

© Corriere Asia Publishing Ltd.
www.corriereasia.com – quaderni e approfondimenti

**LE OPERAZIONI DI M&A IN CINA:
NORMATIVA IN VIGORE E FATTORI CRITICI PER GLI INVESTITORI STRANIERI**

Corrado Gotti Tedeschi – Palazzari & Co., Ltd.

Indice

1. Il boom delle operazioni di M&A negli ultimi anni.....	2
2. La nuova normativa introdotta nell'agosto 2006.....	4
3. Le tre tipologie di operazioni straordinarie.....	6
4. Le problematiche più comuni nelle operazioni di M&A in Cina.....	10
5. Conclusioni.....	16

1. Il boom delle operazioni di M&A negli ultimi anni

Negli ultimi cinque anni in Cina si è assistito ad un incremento significativo delle operazioni di fusione ed acquisizione (M&A). Irrilevante fino a dieci anni fa, il mercato delle operazioni straordinarie è cresciuto rapidamente all'interno dello scenario economico cinese, offrendo interessanti opportunità agli investitori stranieri interessati a penetrare nel mercato domestico.

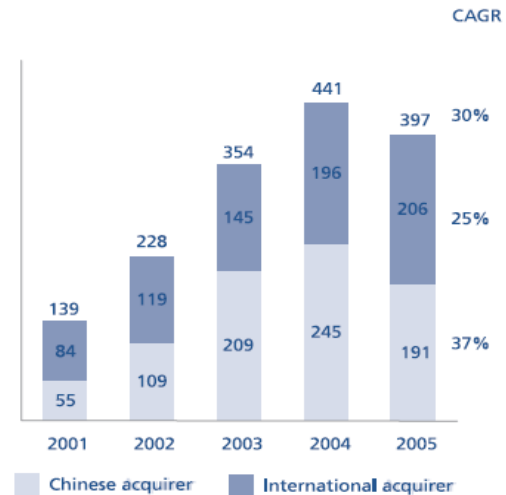
L'entrata della Cina nel WTO e, successivamente, le riforme economiche e l'enorme crescita del Paese, hanno infatti generato un clima favorevole per le operazioni di M&A.

Le riforme economiche hanno permesso l'apertura progressiva di alcuni settori, in precedenza protetti, agli investimenti diretti esteri al fine di concedere, quindi, agli investitori un accesso quasi integrale al mercato domestico.

Per un potenziale investitore straniero che mira ad un accesso diretto al mercato cinese, risulta preferibile un'operazione di M&A rispetto ad un investimento *green field*: sia stabilendo una piattaforma produttiva in loco che puntando al solo mercato domestico in forte espansione.

L'interesse crescente verso queste operazioni da parte sia degli investitori stranieri che di quelli locali è dimostrato assai chiaramente dai dati: negli ultimi cinque anni il totale delle transazioni di tipo M&A in Cina è cresciuto con una media del 30% all'anno (si veda il seguente grafico).

Completed M&A deals in China



Source: Thomson ONE Banker

La riforma del mercato cinese è stata inoltre accompagnata dalla ristrutturazione delle aziende a controllo statale (le cd. SOE – “*State Owned Enterprises*”); in alcuni settori, il Governo cinese ha iniziato una politica di consolidamento di tali aziende statali, allo scopo di creare gruppi conglomerati che possano competere a livello mondiale.

In altri settori, invece, lo Stato ha ridotto o intende ridurre la propria partecipazione: in particolare questo intervento ha come obiettivo la razionalizzazione della struttura delle aziende a controllo statale, notoriamente in eccesso di *asset* e capacità produttiva, tramite la cessione parziale o totale a privati e le conseguenti operazioni di ristrutturazione.

A conseguenza di tale fatto, sono emerse nuove ed interessanti opportunità per le aziende straniere che intendono investire in Cina (ad esempio, acquisendo e ristrutturando un ramo di un'azienda statale) e si prevede che le occasioni in tale segmento non mancheranno nei prossimi anni.

2. **La nuova normativa introdotta nell'agosto 2006**

Il quadro normativo generale, applicabile alle operazioni straordinarie, prevede l'obbligo da parte di un investitore straniero di operare in Cina attraverso quattro possibili modalità di investimento di tipo "FIE" (*foreign investment enterprise*¹): *sino-foreign equity joint venture, sino-foreign cooperative joint ventures, wholly foreign-owned enterprises o foreign investment enterprises limited by shares.*

La durata del procedimento di approvazione, necessario per qualsiasi operazione di M&A in Cina, dipende dalla struttura della transazione, dalla società target e dal valore negoziato. La regola generale prevede che:

- Le operazioni con investimento totale superiore a 100 milioni di US\$ (in settori incoraggiati/permessi) o a 50 milioni di US\$ (in settori protetti), richiedono l'approvazione del MOFCOM (*Ministry of Commerce of the People's Republic of China*) e del SDRC (*State Development and Reform Commission*);

¹ Affinché la società post-operazione sia qualificabile come FIE è necessaria una partecipazione estera pari almeno al 25% del capitale post acquisizione, o investimento di nuovi capitali di ammontare pari al 25% della società post acquisizione.

- Per livelli inferiori a tali soglie, la normativa prevede l'approvazione dell'operazione da parte di filiali regionali o provinciali dei Ministeri. Esistono eccezioni specifiche alla regola generale, che dipendono dalla natura del progetto e dal settore di investimento e richiedono un livello maggiore di approvazioni da parte di altre istituzioni;

L'edizione più recente della normativa M&A, la “*Regulations regarding the Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors*”², risale all'8 agosto 2006 ed è entrata in vigore dal settembre 2006.

In particolare, le novità chiave del nuovo regolamento sono le seguenti:

- Il ruolo centrale del Ministero del Commercio (MOFCOM) in qualità di Autorità vigilante su operazioni straordinarie e anti-trust; il MOFCOM ha facoltà di decisione su ristrutturazioni da parte di società straniere in Cina, operazioni di finanziamento, fusioni, acquisizioni e quotazioni in Borsa;
- Applicazione di regimi differenziati in base alla forma societaria della società target; il trattamento differenziato in base alla forma legale è una pratica abbastanza comune in Cina. Tali regole, tuttavia, non si applicano alle acquisizioni di società quotate, le quali hanno invece una propria disciplina differenziata in base alla tipologia di azioni negoziate;

² La nuova norma, organizzata in 61 articoli, è suddivisa in cinque capitoli 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*”).

In base al tipo di operazione ed in base alla natura della società target, l'operazione può portare al coinvolgimento di altre Agenzie³.

- Con la normativa 2006, è prevista una nuova tipologia di pagamento per gli investitori stranieri : oltre al normale versamento di capitale (previa verifica ed approvazione da parte del SAFE), è possibile utilizzare anche azioni attraverso operazioni di scambio azionario (*share swaps*), ben definite in termini di requisiti;
- Possibilità concessa a individui cinesi di detenere una partecipazione in una FIE a seguito di un'acquisizione; tale partecipazione deve essere detenuta nella società precedente per un periodo pari almeno ad un anno e soggetta ad approvazione da parte delle autorità governative;

3. Le tre tipologie di operazione straordinaria

Secondo la norma in vigore, un investitore straniero può scegliere tra tre diverse tipologie di transazione di tipo M&A:

- . **Acquisto di partecipazione al capitale** (*equity purchase*);
- . **Acquisto di ramo d'azienda** (*asset acquisition*);
- . **Fusione societaria** (*statutory merger*);

³ Ad esempio la Commissione di regolamento per le transazioni di titoli in Cina (CSRC – *China Securities Regulatory Commission*) ha il compito di monitorare e regolare i mercati cinesi e partecipa a transazioni relative a società quotate ed in caso di versamento del prezzo tramite scambio azionario; l'Amministrazione nazionale della valuta estera (SAFE – *State Administration of Foreign Exchange*) è coinvolta nella procedura quando siano utilizzati particolari metodi di pagamento dall'estero.

La scelta della tipologia di acquisizione dipende da alcune considerazioni, quali, ad esempio: le condizioni finanziarie della società target, i requisiti di approvazione governativa, la necessità del consenso di terzi, la trasferibilità dei beni e le conseguenze fiscali dell'operazione.

– **Opzione (i): *acquisto di partecipazione al capitale***

L'opzione di acquisto di azioni permette ad un investitore straniero di entrare direttamente o indirettamente nel capitale (tramite aumento del capitale registrato e sottoscrizione di nuove azioni o tramite acquisto di azioni) di una società target; quest'ultima mantiene generalmente la propria natura legale ma avviene un trasferimento a livello di controllo societario.

L'acquisizione indiretta è generalmente effettuata nel caso di partecipazione in una FIE dall'estero; questo è il metodo privilegiato, per il quale la cessione di azioni detenute da un veicolo societario non richiede alcuna approvazione da parte delle Autorità e non fa scattare i diritti di prelazione degli altri azionisti previsti dalla legge. La transazione pertanto viene trattata come una normale acquisizione di azioni estero su estero, senza alcuna implicazione legale in Cina.

In caso di acquisizione diretta, l'investitore straniero acquista una partecipazione in una FIE o in una società cinese da un titolare straniero o cinese oppure, in alternativa, versa nuovo capitale registrato sottoscrivendo nuove azioni.

L'acquisto diretto di una partecipazione in una FIE richiede la valutazione e l'approvazione dell'Autorità cinese che in precedenza aveva approvato la costituzione della FIE stessa; in tal caso, gli altri soci avranno diritto di prelazione sulla

partecipazione trasferita. Nel caso in cui, invece, l'acquisizione di una partecipazione riguardi puramente una società locale, sarà richiesta la conversione di quest'ultima in una FIE con conseguente trasformazione della propria natura legale.

– **Opzione (ii): acquisto di un ramo d'azienda**

La legge prevede la possibilità di strutturare l'operazione come acquisizione di un ramo d'azienda, in cui è previsto che un'azienda rilevi una quota di attività e passività da una società target, pagando un prezzo direttamente a quest'ultima. Sebbene tale operazione richieda più tempo, è sicuramente di maggiore *appeal* in quanto risulta difficile identificare chiaramente le passività da trasferire (notoriamente una variabile critica nel contesto cinese, come descritto in precedenza).

Le società straniere non possono operare in Cina attraverso un ramo d'azienda e pertanto si rende necessaria la creazione di un veicolo legale cinese (SPV – *special purpose vehicle*⁴) a supporto dell'operazione nel momento di esecuzione di quest'ultima.

Il capitale registrato versato per la costituzione del veicolo viene utilizzato per acquisire il ramo d'azienda; successivamente, per portare a termine tale operazione è necessario un considerevole lavoro di relazione con i diversi enti governativi, che include l'analisi di accordi con i creditori e con i dipendenti. Eventuali problematiche coi dipendenti rimangono a carico della società cedente.

⁴ Gli *Special Purpose Vehicle* (SPV) sono, generalmente, delle società offshore controllate direttamente o indirettamente da società o entità cinesi ed il cui proposito è il supporto per operazioni offshore/onshore di M&A.

– **Opzione (iii): fusione societaria**

La norma emessa nel 2003, *The Provisions on the Merger and Division of Foreign Investment Enterprises*, regola le fusioni tra FIE e società domestiche.

La normativa cinese prevede diverse tipologie di fusioni, le principali sono due: la fusione per incorporazione attraverso la quale la società incorporante acquisisce le attività e passività dell'incorporata e la fusione che conduce alla costituzione di una nuova società con valori ereditati dalle precedenti.

La fusione è soggetta a diverse requisiti: l'accordo deve prevedere specifiche clausole, il capitale registrato della società risultante deve essere interamente versato, le parti devono prevedere il trattamento dei dipendenti post-fusione, i creditori devono essere informati ed hanno il diritto di richiedere il pagamento dei debiti residui o la presentazione di adeguate garanzie come condizione per l'esecuzione dell'operazione. L'investitore straniero dovrà possedere almeno il 25% del capitale registrato della società post-acquisizione affinché la stessa possa qualificarsi come FIE e fruire dei benefici fiscali e doganali conseguenti.

In Cina, la fusione per incorporazione è soggetta ad un processo di approvazione in diverse fasi (*multi-step approval process*) e risulta essere una transazione tipicamente "*time consuming*": è necessario richiedere un'approvazione preliminare da parte delle Autorità governative della società incorporante e della società incorporata ed un'approvazione finale da parte dell'Autorità della incorporante.

4. Le problematiche più comuni nelle operazioni di M&A in Cina

❖ Il processo di valutazione di un'azienda cinese

La valutazione di un'azienda cinese comporta un procedimento complesso e problematico. Dal punto di vista esclusivamente finanziario, una delle principali ragioni di tale difficoltà risiede nel fatto che esistono poche transazioni comparabili e società quotate da utilizzare come *benchmark* e come storico per settore.

Il potenziale acquirente che vuole evitare un'analisi distorta ed errata, deve considerare i diversi scenari dei potenziali sviluppi del settore in questione. Un metodo ideale è l'utilizzo di differenti criteri di valutazione, che possano dare al potenziale acquirente un certo grado di flessibilità, e verificare le possibili conseguenze di una scelta in ipotesi future e, quindi, in maniera prospettica, senza eccedere nel sovrastimare le potenzialità del mercato cinese.

❖ Rischi nell'affrontare una Due Diligence

In Cina, solo circa 1 transazione su 5 prosegue oltre la fase di due diligence (rispetto al rapporto 1 su 2 riscontrato nei mercati occidentali); questo è dovuto alle seguenti difficoltà spesso insormontabili:

- Le informazioni necessarie per portare a termine tale processo sono inaffidabili e devianti (la valutazione della società *target* è resa complicata da pratiche contabili poco attendibili);
- I sistemi IT delle aziende cinese sono inefficaci, i database aziendali sono spesso carenti o inesistenti;
- Il sistema legislativo ed i requisiti di legge sono spesso poco chiari e frutto di interpretazioni delle varie Autorità locali o nazionali⁵;

❖ *Il concetto di “controllo societario” in Cina*

Una delle peculiarità delle dinamiche del mercato cinese consiste nel fatto che il controllo societario non è strettamente commisurato alla quota di partecipazione nell'azienda, come invece è prassi comunemente riconosciuta nel resto del mondo.

In Cina, non è permesso ad un investitore straniero l'acquisizione di una quota di maggioranza in un'azienda. Tale divieto riguarda oltre 25 settori industriali, tra cui: *banking, telecommunications, and auto manufacturing*.

Nei casi in cui l'investitore straniero non riesca ad acquisire una partecipazione di maggioranza, si pone la questione di esercitare il controllo in altri modi: per esempio, strutturando l'operazione di acquisizione in modo che venga attribuita all'investitore un'adeguata rappresentazione all'interno Consiglio di Amministrazione o il diritto ad occupare cariche influenti come il *chief financial officer* o il *chief technology officer*.

⁵ Le differenze tra Governo centrale, Amministrazioni locali ed Enti di vigilanza nell'interpretazione e nell'implementazione delle norme incrementano il margine di incertezza e la discrezionalità delle scelte degli Uffici locali.

❖ Verifica su effettiva proprietà degli immobili

Diverse società cinesi di nuova costituzione non presentano adeguata documentazione a supporto della proprietà degli immobili. I potenziali acquirenti devono accertarsi dell'effettiva proprietà degli immobili⁶, devono indagare sulle possibili operazioni con società correlate e devono accertare se gli immobili in fase di acquisizione siano o meno oggetto di garanzia reale.

❖ Verifica sull'ampiezza della Business Licence

Generalmente alle società cinesi è consentito utilizzare un oggetto sociale specifico per lo svolgimento dell'attività, così come previsto dallo Statuto e dalla business licence. Per alcune tipologie di attività è richiesta un'autorizzazione governativa specifica e la normativa cinese non permette il trasferimento in automatico della licenza a seguito di operazioni straordinarie. Inoltre, la proprietà da parte di un investitore straniero spesso influisce pesantemente sul processo di rinnovo della business licence.

⁶ 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.

❖ Diritti di utilizzo del terreno (“land use rights”)

La recente bozza di riforma sulla proprietà privata⁷, in via di approvazione da parte dell’Assemblea nazionale del popolo (l’organo legislativo), prevede una maggior protezione della proprietà statale ed il riconoscimento giuridico di tre tipologie di proprietà: la proprietà statale, la proprietà collettiva, la proprietà privata individuale. In Cina la terra è di proprietà statale⁸ e quindi, per poter operare, una società deve preventivamente acquistare i *land use rights*. La proprietà di un immobile è marginale rispetto al possesso del diritto sul terreno, su cui l’immobile è stato edificato. Qualora il socio cinese effettuasse un conferimento di cespiti, è necessario comprendere se il conferimento include il diritto sul terreno o meno.

❖ Passività fiscali e finanziarie, incentivi

La parte acquirente può tutelarsi da potenziali passività nascoste, richiedendo alla parte cedente la firma di un accordo collaterale di risarcimento/accollo da utilizzarsi, per un periodo di tempo predefinito, nell’ipotesi in cui emergessero debiti preesistenti della società vantati da terzi sconosciuti al momento dell’operazione.

Altro aspetto da considerare sono i differenti regimi fiscali e finanziari ed i benefici concessi dall’amministrazione locale o dal governo centrale, in base al tipo di società target e successivamente post-acquisizione.

⁷ “Explanation on the Draft Property Law”.

⁸ 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.

Gli incentivi spesso decadono, in quanto non trasferibili, qualora l'azienda cambi tipologia societaria (nel caso di acquisizione da parte di investitore straniero, tale evento si verifica spesso in quanto si passa al regime di FIE, disciplinato in maniera differente rispetto alle società locali).

❖ Differenze culturali da considerare

La difficoltà nel concludere con successo un'operazione straordinaria in Cina è in parte riconducibile al *gap* culturale tra l'Occidente e la Cina, considerato molto spesso come marginale dagli investitori stranieri. Gli aspetti culturali di cui la società cinese odierna è permeata, e che quindi devono essere considerati quando si valuta il processo di valutazione e integrazione⁹, sono i seguenti:

- I. *i rapporti gerarchici*: visione confuciana secondo la quale c'è un obbligo sociale verso l'autorità pubblica e la famiglia che ciascuno deve rispettare, in osservanza del proprio ruolo nell'ordine sociale;
- II. *il collettivismo*: i cinesi premettono gli obiettivi ed i bisogni del gruppo ad obiettivi e necessità individuali; essi tendono a creare dei gruppi di lavoro con chiari compiti loro assegnati piuttosto che a singoli individui;

⁹ Secondo un recente sondaggio dell'Economist Intelligence Unit (EIU) è emerso che il 67% degli intervistati (231) tra cui board members, chief executives e chief financial officers, cinesi e stranieri) ritiene che l'integrazione culturale sia uno dei fattori critici di successo all'interno di un'operazione M&A.

- III. il *guanxi*: è la relazione di mutuo beneficio che genera un legame duraturo tra individui. Esso prevede che un individuo farà un favore ad un'altra persona nell'aspettativa che la persona che riceve l'aiuto sia poi "obbligata" a fornire una non specificata assistenza futura quale corrispettivo;
- IV. *l'importanza della "faccia"* (reputazione): l'importanza dell'immagine esteriore è importante per i cinesi ed è legata solo al ruolo che essi sentono di dover svolgere e che dà loro una "faccia" (esempio: l'estrema importanza data alla business card come segno di appartenenza ad un gruppo, segno di identità);
- V. *l'approccio comunicativo*: stile di comunicazione indiretto, piuttosto che preferire il dialogo diretto i cinesi generalmente preferiscono essere "più educati ma vaghi". L'espressione delle emozioni viene scoraggiata poiché denota mancanza di disciplina;
- VI. *difficoltà nel rispettare della Proprietà Intellettuale*: secondo la cultura confuciana bisogna condividere ciò che si produce con il proprio gruppo e con la società in genere, di conseguenza le violazioni dell'IPR non sono considerate un "furto";

5. Conclusioni

Risultano evidenti i notevoli sforzi da parte delle Autorità cinesi nello sviluppo del quadro normativo delle operazioni di M&A; la nuova normativa cinese ha incrementato notevolmente le tipologie di operazioni straordinarie permesse, in linea con gli impegni presi attraverso le negoziazioni in seno al WTO.

Tuttavia, appare chiara la volontà da parte del MOFCOM di imporre ulteriori requisiti di approvazione verso tutti i tipi di operazione straordinaria, dimostrando conseguentemente un'inequivocabile tendenza centralizzatrice da parte delle Autorità governative sulla vita economica del Paese.

Nei prossimi anni la Cina continuerà ad attrarre l'interesse degli investitori esteri: questo dovrà essere garantito da un chiaro sistema di norme che disciplinano le operazioni di acquisizione e fusione. Rimane a carico degli investitori stranieri l'onere di svolgere un'accurata valutazione, alla luce dei diversi fattori critici insiti in un'operazione di M&A nel complesso panorama cinese. Gli investitori stranieri dovranno impegnarsi con meticolosità a strutturare un'adeguata pianificazione dell'operazione che tenga conto di tutte le fasi legate al processo di acquisizione: da quella preliminare (analisi e valutazione della fattibilità di un'acquisizione in considerazione del target), a quella post-acquisizione (concretizzazione degli obiettivi comuni dell'*acquirer* e della società *target* volti al consolidamento societario).

In conclusione, un'integrazione di lungo termine tra le due parti 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).



Bibliografia

Baker and Mckenzie, China M&A – *China Amends Foreign M&A Regulations* , Hong Kong/Beijing/Shanghai, 2006

Baker and Mckenzie, China M&A – *China Amends Takeover Measures* , Hong Kong/Beijing/Shanghai, 2006

PricewaterhouseCoopers, China M&A Team, *Mergers & Acquisitions Asian Taxation Guide*, 2006

Ernst & Young, Deals in the Middle Kingdom – *Taxes aspects of mergers and acquisitions in China*, 2005

Ernst & Young, Retail Revolution – *A Look at Mergers & Acquisitions in China's Retail Industry*, 2006

WilmerHale, *New Chinese Regulation Affect M&A, Competition and Venture Capital*, 2006

PricewaterhouseCoopers, Going for Growth – *The outlook for M&A in the financial services sector in Asia*, 2006

Devonshire-Ellis C., *Procedures & Due Diligence in Acquiring State Owned Enterprises*, 2004

Ahn J., Luedi T. and Zhanh I., *How to make M&A work in China*, Mckinsey&Company, Number 18 – 2006

Wong V., *Merging into trouble*, Insight Magazine, 2006

X.Wang B., Nishiguchi N., *Today's Human Capital Challenges of M&A in China*, Mercer – Human Resource Consulting, 2006

Dutra A., L.Peters D., and S.Dailey J., *Why it pays to build an in-house M&A capability*, Accenture – Outlook, 2006

Tsang R., Leung F., *Improving the Odds for M&A Success in China*, Mercer Management Journal, 2006

PaulHastings, *The "Equity Swap" – China's New Landscape for Mergers and Acquisitions and Overseas IPOs*, 2006

MOFCOM, *Regulations for Merger with and Acquisition of Domestic Enterprises by Foreign Investors*, Policy Release, 2006

Webre E., *Merger & Acquisitions Practice in China*, gtnews.com, 2007