

INVESTIRE IN CINA: WOFE O M&A?

Le acquisizioni societarie in Cina: un fenomeno in crescita

E' noto che durante la prima ondata di investimenti diretti esteri in Cina, che ha avuto luogo negli anni '80, gli investitori occidentali hanno prevalentemente optato per la costituzione di *joint-ventures* (equity o contractual) con controparti cinesi. Da un lato, questo era il frutto di una precisa scelta di politica industriale operata dal Governo cinese, tale per cui in gran parte dei settori industriali gli investimenti diretti esteri potevano assumere esclusivamente la forma di una JV. Dall'altro, si tendeva per lo più a sopravvalutare i vantaggi derivanti dall'avere un partner societario cinese rispetto ai problemi sollevati da un quadro normativo e da una prassi giudiziale ampiamente favorevoli alla parte cinese.

Nel corso degli anni '90, con la progressiva apertura di diversi settori industriali agli investimenti diretti esteri condotti anche senza la partecipazione di un socio cinese, abbiamo visto proliferare i casi di costituzione di società ad intero capitale straniero (Wholly Foreign Owned Enterprises, o WOFE). Più di recente, con l'ingresso della Cina nella WTO, tale tendenza si è peraltro rafforzata, essendo state ammesse anche le WOFE che esercitano attività di mera distribuzione (c.d. FICE – Foreign Invested Commercial Enterprises).

Fino al 2001, anno di ingresso della Cina nella WTO, il Governo cinese tendeva a scoraggiare l'acquisto di partecipazioni in società cinesi da parte di investitori stranieri.

Una radicale inversione di tendenza, testimoniata dal repentino aumento delle operazioni di M&A cross-border negli ultimi anni, si è registrata dalla seconda metà degli anni 2000, al punto da trovare costante eco nella letteratura economica e giuridica che si sta occupando della materia in modo sempre più approfondito. Non è peraltro un caso che le acquisizioni di società cinesi da parte di investitori occidentali sono aumentate drasticamente dal 2005 al 2008 e che, nonostante il recente rallentamento dovuto agli effetti del *credit-crunch*, è opinione largamente condivisa che il numero ed il volume di queste operazioni tornerà a crescere rapidamente.

Quali le ragioni di questo radicale mutamento di prospettiva?

Le motivazioni sono certamente più d'una. Da un lato, lo straordinario sforzo profuso dal Governo cinese per privatizzare le società a capitale pubblico attive in settori non strategici per gli interessi nazionali sta dischiudendo importanti opportunità per gli investitori stranieri di acquisire SOEs (State Owned Enterprises) ad alto potenziale; dall'altro, gli investitori occidentali che hanno saputo accumulare esperienza e professionalità nell'operare sul mercato cinese sono progressivamente più aperti a considerare l'ipotesi di acquisire imprese cinesi, avendo gli strumenti culturali e la preparazione necessari per assumere ed elaborare informazioni sulla società target che consentano un ragionevole contenimento dei rischi; ancora, la crescente maturità del mercato cinese dei capitali, gli sforzi profusi dal Governo per accrescerne la trasparenza, la possibilità - oggi concessa - di investire in settori che presentano notevoli barriere all'entrata hanno contribuito allo sviluppo di questo fenomeno.

Alcuni miti da sfatare

Riscontriamo spesso nelle imprese italiane che si accingono ad operare in Cina taluni pregiudizi che rischiano di distorcere i processi decisionali posti alla base delle strategie di investimento nel Celeste Impero con riguardo alla scelta se porre in essere un'acquisizione societaria.

Ne indichiamo alcuni di seguito.

“In Cina è impossibile condurre un’approfondita attività di due-diligence sulla società oggetto di un’acquisizione”.

Non v’è dubbio che l’accesso alle informazioni societarie, in Cina, è di norma più complesso che in altre giurisdizioni. Tuttavia, adottando taluni accorgimenti, è possibile ottenere risultati soddisfacenti individuando eventuali criticità sin dalle prime fasi dell’indagine. Ad esempio:

- una preventiva verifica presso il SAIC può rivelare informazioni particolarmente utili in fase di due-diligence (va osservato, al riguardo, che nessuno studio legale straniero, sia pure autorizzato ad operare in Cina con propri uffici di rappresentanza, può ottenere informazioni dal SAIC se non appoggiandosi ad uno studio legale cinese; il che, com’è ovvio, rende necessario assicurarsi che il professionista cinese incaricato abbia l’esperienza e la *seniority* necessarie per dare seguito proficuamente alla ricerca);
- se si tratta di acquisire una partecipazione in un’azienda pubblica tramite un’*equity exchange* autorizzata dal SASAC (che consiste, essenzialmente, nel ministero cinese delle partecipazioni statali), prendere visione dell’evaluation report ed assicurarsi che lo stesso sia redatto da una società di valutazione di comprovata reputazione: in tal caso, il report può costituire un’ottima base di partenza per le successive verifiche;
- se si tratta di acquisire una partecipazione in un’azienda privata, verificare presso il SAIC se essa è stata di recente privatizzata e, in caso affermativo, verificare verso quale corrispettivo è stata privatizzata eseguendo le opportune ricerche presso il SASAC;
- assicurarsi che la società sia dotata di un software gestionale e che la contabilità sia automatizzata; tendenzialmente, accantonare l’ipotesi di rilevare società che non abbiano questi requisiti;
- ripartire tassativamente i compiti tra chi dovrà eseguire la due-diligence legale, giuslavoristica, fiscale, contabile, ambientale e, se del caso, manageriale: questo eviterà inutili sovrapposizioni, con conseguente contenimento dei tempi e dei costi.

(ii) “La possibilità di acquisire una società cinese è riservata a grandi gruppi industriali e finanziari occidentali e non può essere seriamente considerata da una media impresa italiana”.

In effetti, i numeri dimostrano il contrario. La maggioranza delle operazioni di M&A cross-border condotte in Cina riguardano acquisizioni di società di medie dimensioni ad opera – prevalentemente – di investitori industriali.

(iii) “Il Governo cinese intende disfarsi delle imprese pubbliche a scarso potenziale di crescita, vendendole agli investitori occidentali”.

La politica industriale perseguita da Pechino mira a selezionare un numero ristretto di grandi imprese pubbliche cinesi attive in settori strategici per gli interessi nazionali, le quali resteranno soggette al controllo pubblico. Le restanti imprese pubbliche verranno in parte ristrutturate, in parte privatizzate. Il processo di privatizzazione è stato congegnato in modo tale da offrire alcuni importanti presidi alla trasparenza dell’operazione (come ad esempio l’obbligo di depositare presso un’equity exchange autorizzata una stima peritale redatta da un ente certificato di comprovata reputazione e l’obbligo di dare seguito ad un’asta pubblica per aggiudicarsi la partecipazione). Obiettivo del Governo non è certo quello di allocare “limoni spremuti” agli investitori occidentali, con il rischio di dare luogo a fenomeni di *adverse selection* che condurrebbero ad un rapido fallimento del mercato dei capitali, come la letteratura economica insegna. Al contrario, l’intento è piuttosto quello di individuare gli investitori che abbiano le caratteristiche finanziarie ed industriali necessarie per sfruttare al meglio le potenzialità di crescita dell’impresa target.

Dal che non va naturalmente tratta la conclusione che tutte le imprese pubbliche cinesi attualmente in corso di privatizzazione rappresentino delle ottime opportunità: è infatti sempre indispensabile esercitare un'approfondita due-diligence sulla società target. Tuttavia, l'esistenza di una procedura standardizzata che disciplina i processi di privatizzazione offre alcuni importanti vantaggi: migliore pianificazione dei tempi dell'operazione (il procedimento si articola in una serie di fasi, ciascuna con scadenze ben determinate); disponibilità di una stima peritale che può costituire un buon punto di partenza per successivi approfondimenti; trattative condotte con una controparte istituzionale (l'autorità che controlla la partecipazione); intervento di diverse autorità, ciascuna con (sia pur limitate) funzioni di garanzia.

WOFE o M&A?

E' evidente che non sempre l'ipotesi di acquisire una società cinese rappresenta una valida strategia per l'investitore italiano in Cina.

Porre in essere un'operazione di questo genere richiede in ogni caso un impegno finanziario ed organizzativo di norma più consistente rispetto alla semplice costituzione di una WOFE.

In linea del tutto generale, l'M&A può rappresentare una concreta alternativa ai progetti "greenfield" nei seguenti casi:

- (i) quando l'imprenditore italiano ha già maturato una certa esperienza di *business* sul mercato cinese ed intende consolidare o ulteriormente rafforzare la propria presenza in Cina: le imprese italiane che sono già dotate di risorse umane con sufficiente esperienza in Cina e che conoscono in modo sufficientemente approfondito il proprio settore industriale nel Celeste Impero, sono nella condizione di valutare concretamente i *pro* ed i *contra* di un'eventuale acquisizione in Cina;
- (ii) quando l'impresa italiana individua un target cinese che consenta di soddisfare una specifica necessità industriale, rispetto alla quale è agevole verificare l'esistenza dei requisiti richiesti. Ad esempio: un'impresa farmaceutica che necessita di una struttura industriale in Cina in grado di produrre determinate molecole; un'impresa attiva nel settore dell'abbigliamento che acquisisce il proprio fornitore o il proprio distributore in Cina, con il quale collabora già da diversi anni e di cui conosce da tempo il *management* e l'operatività concreta;
- (iii) quando l'impresa italiana è dotata di risorse umane e finanziarie sufficienti per pianificare e dare seguito ad un'acquisizione societaria in Cina e per gestire la fase post-acquisizione con la necessaria professionalità;
- (iv) quando oggetto di acquisizione è la partecipazione del partner cinese in una joint-venture della quale la parte italiana è socia.

In sostanza, la possibilità di acquisire un'impresa cinese si prospetta come una concreta alternativa per un numero limitato di investitori, i quali, pur non essendo necessariamente grandi imprese, abbiano i requisiti minimi di organizzazione ed esperienza per gestire la complessità di un'operazione per sua natura più impegnativa rispetto all'autonoma costruzione di una propria presenza in Cina.