



Università
Ca' Foscari
Venezia
Facoltà
di Lingue
e Letterature
Straniere

Corso di Laurea
in Lingue e istituzioni economiche e
giuridiche dell'Asia e dell'Africa
mediterranea.

Prova finale di Laurea

Corporate Governance e
Investimenti Esteri in Cina

Relatore

Ch. Prof. Renzo Cavalieri

Correlatore:

Ch. Prof. Laura De Giorgi

Laureando

Giulia Milazzo

Matricola 815322

Anno Accademico

2011 / 2012

A chi mi ha supportato e sopportato

Abstract - 导论

过去 20 年，中国资本市场从无到有，从小到大，从区域到全国，逐步发展壮大，为促进国民经济和社会发展作出了重要贡献。资本市场的发展推动了现代企业制度在中国的确立，作为中国公司群体优秀代表的上市公司，是资本市场发展的基石。上市公司治理制度的完善及治理水平的提高，夯实了资本市场基础，增强了资本市场的吸引力和活力，有效发挥了资本市场优化资源配置的功能，促进了中国资本市场的健康稳定发展。

中国的公司治理实践是中国有企业改革和民营企业发展过程中逐步探索和建立，并结合中国自身实际，形成了有中国特色的公司治理经验和模式。中国的公司治理是由政府和市场参与者共同推动发展的，政府对公司治理法律体系的建设和完善发挥了主导作用。中国有关公司治理的法律体系建设虽然起步较晚，但发展迅速，日益完备。中国证监会一直将完善公司治理作为工作重点之一，按照公司法和证券法的框架，在独立董事，信息披露，关联交易，股东大会，并购重组，投资者保护等方面采取了各项有力措施，出台了一系列部门规章和规范性文件，包括上市公司治理规册。这些部门规章与规范性文件的制定与实施，极大地推动了公司治理改革的进程，有力地促进了上市公司治理水平的提升。同时，在中国证监会的推动下，从 2005 年起，开展了上市公司股权分置改革，清欠和上市公司治理的专项活动，有力的夯实了市场基础，对于培育市场信心，鼓励投资稳健发展也具有重要的现实意义。

公司治理是一种公司管理的机制，以落实公司经营者责任为目的，在兼顾其他利益相关者利益的情况下，提高公司绩效，保障股东权益。以一句最简单的话来形容公司治理，那就是在一个公司的内部，如何避免任何一方利益相关者的权力过大或个人的不当措施而造成股东的损失或是经营的无效率。

优良的公司治理对企业本身助益大，因为公司治理主要的目标是健全公司运营及追求最大利益。有优良的公司治理机制的公司，能妥善规划经营策略，有效监督策略执行，维护股东权益，适时公开相关信心，这些对公司争权投资人信托，增加投资人信心，以及吸引长期资金及国际投资资金来说尤其重要。如果把优良

的公司治理模式看做是一个良性的回圈，则公司友好的公司治理，它的整体效率也必然能够提高。如果能有好的效率，也通常代表其营业额能够提升。在这种情形下，投资人自然也更愿意对这家公司进行投资。以着这个情况为根本，换一种方式来了解，优良的公司治理对公司的公关形象自然也是起了强大的加分作用。现在，很多人都意识到，一个公司的成败与否，除了公司的体制是否健全，资金是否充裕，其公关形象也是非常重要的遗患，优良的公司治理在这里正好与良好的公关形象有着相辅相成的效果。如前所述，优良的公司治理可以增强投资人的信心，如此发展的另外一面就是投资人更有可能会对这家公司进行长期的投资。目前，在中国内地，由于上市公司的公司治理还没有达到十分规范的地步，所以有人形容中国的股票市场如卖 烫手山芋，当你把股票买到手后，如果短时间内不能很快地将其卖出，则你手上的股票可能就要把你烫伤了。在这种情形下，股票寻书的转手，资金快速地转移，不但对公司长期的成长，甚至对整体国家的金融稳定都是一个十分不利的因素，因为快速的资金转移无法为公司提供其所需的长期资金以供其长期发展与成长。

公司治理制度系统就是有文化、所有制、法律、资本市场及公司治理机制组织成的。中国引进的是西方先进的公司治理机制，但是中国可以很容易引进西方先进的公司治理，却很难将西方公司治理制度系统中的其他因素全部移植过来。而任何一种公司治理机制发挥作用绝对不会是孤军奋战，其需要与制度系统内的其他因素配合，产生合力。而中国公司治理机制是西方的，但是系统内的很多制度要素还是传统的，这样一来公司治理机制与系统内的其他制度要素就产生了制度冲突，制度系统无序性增大，公司治理制度系统效率低下。

这些制度因素之间是非常线性关系，每种制度因素的变化都会对其他制度因素产生影响。但是唯物主义告诉我们，分析事物时要抓住主要矛盾，这些诸多制度因素之间还是存在着一条连接的主线。

文化是最本源的，文化决定着主体地位的产权制度的选择，公有制为主体的产权形态只能存在于集体主义文化思想深厚的国度中，在个人主义之上的英美国家是不可能出现的。不同的主体产权制度影响着法律保护倾向。转统公有制国家立法主旨在于保护无产者的利益；而私有制国家立法主旨则保证私有财产神圣不可侵犯。并且，公有制国家的法律带有很强的行政性色彩，法律的弹性很大；

私有制国家的法律规范比较严格，在执行法律中比较能够做到法律面前人人平等。对于同样的所有制而言，文化对法律有着重要的影响。法律是一种文化现象，法律与文化有着紧密的关系。当前对法院的最重要的两种分类就是普通法系和大陆法系。在英美民族独特的个人主义转统下，英美民族的普通法在发展过程中较少受到当时政府的干预，是在与国家对立过程中发展起来的，法律在发展过程中也主要是保护私有产权不受君权的侵犯，因而一般说来更倾向于保护出资者的利益，法律实施的效率也较高。反观大陆法系的代表国家，德国，其重要的文化特征就是权力等级差别，集体主义精神强于英美，法律形成过程中政府起到了重要作用，法庭依赖于政府，而不是像普通法那样与政府对立，因此大陆法系对投资者的利益保护较少，法律实施的效率也较低。法律对资本市场的影响更加直接，法律规制直接决定了资本市场的发展方向。很多学者研究了不同法律体系下近金融结构的差异：实行以普通法为基础的法律体系的国家或地区，其金融体系以市场为基础；而金融体系不发达的国家或地区较多实行的是以法国民法为源起的法律体系。实行普通法的国家或地区对小股东的保护力度很强，会社体系以决策会社为主，要求公司财务信息公开，并且执法力度比较强，因而投资者愿意在这样的资本市场投资，资本市场发达，资本市场参与公司治理的能力就强，因而形成了市场导向型的治理模式；相反，强调对贷款人的权力进行保护的德国式民法体系有助于银行中介机构的发展，而不主要对中小投资者的保护，中小投资者也并不愿意在资本市场投资，在这些国家资本市场的规模相对来说小一些，资本市场参与公司治理的重要性就弱于普通法系的国家，作为补充，大陆法系的国家形成了银行主义到型的公司治理模式。

由于中国已加入世界贸易组织，一些国际上所应遵守的商业原则，中国公司也必须承认及遵守，因此中国企业采用优良的公司治理机制是必要的，如此方可有助于强化自身能力来面对国际市场的竞争一挑战。再者，具有优良的公司治理机制的公司，能为股东创造更高的利润，并且在面对金融危机时能更具竞争力及应变能力。总之，公司治理是能使公司健全发展的一个极为重要，也非常严肃的课题。

改革开放以来，中外合资企业在中国蓬勃发展，它们成为中国国民经济中的一支重要的生力军。2001 年末，又传来了中国加入世界贸易组织的喜讯，越来

越多的国外企业将进入中国，中外合资企业将成为我国经济发展的一个更加重要的组成部分。显然，兴办中外合资企业对中外双方都是有益的，通过双方的共同经营管理，达到优势互补，共同发展的目的。但在这些合资企业中，有大量的成功范例，也不乏失败者，分析其成功的经验与失败的教训，可以发现中外不同的管理文化融合成功与否起着决定性的作用。中外合资企业的管理，本身就是跨文化的管理，在这个大家庭中，不同文化的交流障碍与冲突无处不在，如何保持本土文化的优势和特色，又能吸收外来文化的精华将成为合资企业的生存之道和实现合资企业战略全球化的基本条件。中外合资企业的跨文化管理就是在跨文化条件下如何克服异质文化的冲突，进行卓有成效的管理。其目的在于如何在不同形态的文化氛围中，设计出切实可行的组织机构和管理机制，最合理地配置企业资源，特别是最大限度地挖掘和利用企业人力资源的潜力和价值，从而最大化地提高企业的综合效益。

INDICE

1. CORPORATE GOVERNANCE	10
1.1 Cosa si intende per Corporate Governance?.....	10
1.2 Evoluzione storica della Corporate Governance.....	12
1.3 Modelli di capitalismo.....	17
1.4 I sistemi di Corporate Governance.....	20
1.5 Perché la Corporate Governance è così importante?.....	22
1.6 La Corporate Governance e la legge.....	25
2. LE SOCIETA' IN CINA	34
2.1 La nascita della legge societaria cinese.	34
2.2 La Legge sulle società cinese (<i>Zhonghua Renmin Gongheguo gongsi fa</i> 中华 <i>人民共和国公司法</i>).....	36
2.2.1 Società a responsabilità limitata (<i>Youxian zeren gongsi</i> 有限责任公 <i>司</i>)	37
2.2.2 Società a responsabilità limitata con socio unico (<i>Yiren youxian zeren</i> <i>gongsi</i> 一人有限责任公司).....	41
2.2.3 Società interamente di proprietà statale (<i>Guoyou duzi gongsi</i> 国有独 <i>资公司</i>).....	42
2.2.4 Società per azioni (<i>Gufen youxian gongsi</i> 股份有限公司).....	42
2.2.5 Società quotate (<i>Shangshi gongsi</i> 上市公司).....	47
2.3 Le modifiche del 2005 alla Legge sulle società cinese.....	47
2.3.1 Gestione e statuto aziendale.....	47
2.3.2 Riduzioni e semplificazioni dei requisiti minimi di capitale.....	48
2.3.3 Società a responsabilità limitata con azionista unico.....	49

2.3.4	Pubblico accesso alle informazioni della società.....	49
2.3.5	Abuso dei diritti degli azionisti.	50
2.3.6	Limitazioni a prestiti e garanzie a terzi.....	50
2.3.7	Rimedi legali per atti impropri da parte di amministratori e dirigenti.....	51
2.3.8	Impatto sugli investitori stranieri.....	51
3.	CORPORATE GOVERNANCE IN CINA.....	53
3.1	Le riforme del sistema economico e finanziario cinese.....	54
3.1.1	Il sistema industriale in Cina.....	56
3.1.2	Il sistema finanziario in Cina.....	59
3.1.3	Le riforme del sistema bancario in Cina.....	60
3.1.4	Sviluppo del mercato azionario.....	62
3.1.5	Sviluppo del mercato obbligazionario.....	65
3.2	A cosa è dovuta la popolarità della Corporate Governance in Cina?.....	66
3.3	Perché la Corporate Governance è importante?.....	67
3.4	Il modello cinese di Corporate Governance.....	69
3.5	L'evoluzione delle pratiche di governance nelle SOE.....	74
3.5.1	(1978-1983) Prima fase.....	75
3.5.2	(1984-1992) Seconda fase.....	76
3.5.3	(1993-2003) Terza fase.....	77
3.5.4	(2003- Oggi) Quarta fase.....	79
3.6	Il quadro giuridico per la corporate governance delle società quotate in Cina.....	83
3.6.1	Le leggi fondamentali.....	83
3.6.2	Regolamenti Amministrativi e documenti normativi.....	84

3.6.3	Disposizioni regolamentari e documenti normativi.....	85
3.6.4	Regole di Autodisciplina.....	87
4.	GLI INVESTIMENTI ESTERI IN CINA.....	89
4.1	Le forme di investimento in Cina.....	90
4.2	Il catalogo degli investimenti stranieri.....	91
4.3	Le Joint Venture e la loro gestione.....	93
4.3.1	La Equity Joint Venture (<i>Zhongwai hezi jingying qiye</i> 中外合资经营 企业).....	93
4.3.2	La Cooperative Joint Venture (<i>Zhongwai hezuo jingying qiye</i> 中外合作经 营 企业).....	96
4.3.3	Differenze sostanziali tra Equity Joint Venture e Cooperative Joint Venture.....	97
4.3.4	La struttura gestionale delle Joint Venture	98
4.4	Le società a capitale esclusivamente straniero (WFOE, <i>Waishang touzi qiye</i> 外商 投资企业).....	101
4.5	Joint Venture o WFOE?.....	103
4.6	Fusioni e Acquisizioni (M&A, Mergers and Acquisitions).....	105
4.7	La Cina per le società estere: opportunità e implicazioni.....	107
	BIBLIOGRAFIA.....	109
	GLOSSARIO.....	119

1.CORPORATE GOVERNANCE

1.1 Cosa si intende per Corporate Governance?

Uno dei temi più dibattuti attualmente a livello internazionale è quello sulla corporate governance, è quindi essenziale capire a cosa essa si riferisca.

Il concetto di Corporate Governance, tradotto in italiano “governo societario” o “governo d’impresa”, ha varie definizioni in letteratura e nella pratica aziendale. In un’accezione ristretta, il termine corporate governance fa riferimento al sistema di strumenti e meccanismi da porre in essere affinché gli azionisti non coinvolti nella gestione possano valutare l’operato dei soggetti amministratori al fine di proteggere il proprio investimento¹, favorendo l’allineamento degli interessi del management con quello degli azionisti²; in tal senso si concentra quindi l’attenzione sulle relazioni tra la Direzione, il Consiglio di Amministrazione e gli azionisti, tralasciando le eventuali relazioni con altri soggetti portatori di interessi specifici³. In una concezione di creazione di valore per gli azionisti, una definizione più ampia⁴ delinea il sistema di corporate governance come quell’insieme di meccanismi che fanno sì che le attività, le risorse e l’intera organizzazione aziendale siano dirette al fine di perseguire gli obiettivi stabiliti dagli azionisti, nel cui interesse deve essere svolta l’attività aziendale.

Il concetto di corporate governance acquisisce poi valenza ancora più ampia se si considerano anche gli altri stakeholders⁵ oltre agli azionisti. In tal senso è una definizione secondo la quale la corporate governance è da intendersi come il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti dell’amministrazione di un’impresa ai fini di salvaguardare gli interessi

¹ Shleifer A. – Vishny R., (1997), A survey of corporate governance, in Journal of Finance, Vol. 52, June, pag. 737.

² Mayer F., (1997), Corporate governance, competition and performance, in Deakin S. - Hughes A., Enterprise and community: new directions in corporate governance, Blackwell, Oxford, pag. 154.

³ Keasey K. - Thompson S. - Wright M., (1997), Corporate governance. Economic, Management and Financial Issues, Oxford University Press, pag. 2.

⁴ Sternberg E., (1997), Corporate governance: accountability in the market space, Hobart paper, n. 137, pp. 20 e ss.

⁵ Definizione proposta da Freeman E. R., (1984), tradotto da Martinelli A., in L. Hinna (2002), Il bilancio sociale, Il Sole 24 Ore, Milano, pag.104: “Gli stakeholder primari, ovvero gli stakeholder in senso stretto, sono tutti quegli individui ben identificabili da cui l’impresa dipende per la sua sopravvivenza: azionisti, dipendenti, clienti, fornitori e agenzie governative. In senso più ampio, tuttavia stakeholder è ogni individuo ben identificabile che può influenzare o essere influenzato dall’attività dell’organizzazione in termini di prodotti, politiche e processi produttivi”.

degli stakeholders ⁶, ovvero l'insieme di meccanismi che influenzano l'allocatione del potere di direzione e del governo in un'impresa. In un'ottica di creazione di valore per tutti gli stakeholders la corporate governance può essere intesa come tutti gli strumenti per mezzo dei quali gli stakeholders aziendali non coinvolti nella gestione (outside stakeholders), possono attuare un processo di controllo nei confronti della direzione e di tutti i soggetti che partecipano direttamente all'amministrazione dell'impresa al fine di salvaguardare i propri interessi ⁷. Più generalmente, l'insieme di relazioni esistenti all'interno del sistema azienda fra la direzione, gli azionisti, i dipendenti, i creditori, i fornitori ed i clienti ⁸.

Peraltro, nell'espressione corporate governance si possono includere il concetto di potere e il concetto di efficienza economica ⁹; il sistema di corporate governance definisce quindi la maniera in cui il primo influenza il secondo. Più precisamente, il sistema di corporate governance regola il modo in cui i rischi ed i benefici relativi al processo aziendale di creazione di valore sono allocati fra i diversi soggetti che partecipano all'attività aziendale ¹⁰ e costituisce l'insieme di regole, procedure e meccanismi che definiscono il processo decisionale ai massimi livelli aziendali.

Il tema della corporate governance interessa molteplici profili riconducibili agli assetti organizzativi dell'impresa, tra i quali: la relazione tra gli azionisti e il management, la ripartizione di poteri e funzioni tra i diversi organi sociali, la definizione degli obiettivi di impresa da perseguire, la predisposizione di opportuni strumenti di controllo del rischio delle posizioni assunte, la tutela di interessi che non rientrano nella sfera dell'impresa e riguardano altri stakeholders. In realtà, pur presentandosi sotto etichette differenti, si tratta di un tema che da sempre accompagna la vita delle imprese perché è suscitato dalla domanda di fondo in merito a chi debba governare le imprese, secondo quali modalità ed a come si debbano ripartire i risultati dell'attività d'impresa ¹¹.

⁶ Lannoo K., (1995), Corporate governance in Europe. Report of a CEPS Working Party, Centre for European Policy Studies, Working Report n. 12

⁷ John K., - Senbet, (1998), Corporate governance and board effectiveness, in Journal of Banking and Finance, n. 22, p. 372.

⁸ Fukao M., (1995), Financial integration, corporate governance and the performance of multinational companies, The Brookings Institution Washington DC.

⁹ Melis A., (2002), Creazione di valore e meccanismi di corporate governance, Giuffrè, Milano.

¹⁰ Blair M., (1995), Ownership and control. Rethinking corporate governance for the twenty-first century, The Brookings Institution, Washington DC.

¹¹ Pullano L., (2011), Business and Management Sciences International Quarterly Review, n. 2/2022.

1.2 Evoluzione storica della Corporate Governance.

Sebbene gli studi sulla corporate governance siano un fenomeno relativamente recente, sviluppatosi soprattutto verso la fine del XX secolo, gli imprenditori e gli amministratori delle aziende hanno sempre dedicato notevole attenzione al tema. La progettazione della struttura e dei meccanismi di governo ha assunto però rilevanza quando tali persone hanno iniziato a condurre i loro affari attraverso entità legali dotate di personalità giuridica, aumentando ulteriormente la sua criticità in caso di grandi imprese, nelle quali i proprietari del capitale di rischio sono stati costretti a delegare l'attività di gestione a manager stipendiati.¹²

Tema complesso e relativamente nuovo, la corporate governance non può essere compresa pienamente senza considerare i contributi della storia. Il termine corporate governance è stato utilizzato per la prima volta nella letteratura accademica da Richard Elles, nel 1960, per indicare “la struttura e il funzionamento del governo aziendale”¹³. Ma il primo spunto teorico di assoluta centralità nell'ambito delle tematiche relative alla corporate governance è da considerarsi l'opera che Berle e Means¹⁴ pubblicarono dopo aver analizzato il comportamento delle grandi imprese nel sistema americano. Tali autori, che hanno identificato nella massimizzazione del profitto l'obiettivo d'impresa, hanno avuto il merito di essere i primi convinti assertori dell'esistenza all'interno della grande impresa di un secondo soggetto attivo oltre all'imprenditore: il manager che tutela, per mezzo di azioni strategiche, interessi non sempre pienamente coincidenti con quelli della proprietà.¹⁵

Nell'impresa tradizionale della prima e della seconda fase della rivoluzione industriale, le figure del fondatore, del portatore di capitale e del dirigente tendevano ad identificarsi. All'inizio del XIX secolo gli imprenditori conducevano i loro affari attraverso varie forme giuridiche alternative, nessuna delle quali consentiva la garanzia della responsabilità limitata per i debiti della società. In caso di insolvenza della società ciò significava che i creditori potevano rivalersi sul patrimonio dei soci e dei loro famigliari. L'impossibilità di avvalersi della responsabilità limitata per le obbligazioni della società

¹² Pullano L., (2009), Nuove forme di corporate governance, Aracne editrice, Roma.

¹³ Eels R.S.F., (1960), The meaning of Modern Business. An introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise, Columbia University Press, New York, pag. 160.

¹⁴ Berle A. A. – Means J., (1932), The Modern Corporation and Private Property.

¹⁵ Fortuna F., (2001), Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi, Franco Angeli, Milano.

limitava notevolmente l'interesse degli investitori a partecipare al capitale di rischio delle imprese.¹⁶ La situazione cambia verso la metà del XIX secolo, quando l'ordinamento giuridico consente agli imprenditori di creare delle entità legali dotate di propria personalità. L'impresa moderna è anzitutto una società di capitali, cioè un'entità a se stante, con vita giuridica ed economica propria, ben distinta dalla figura del fondatore; il quale non necessariamente deve apportare direttamente e completamente il capitale necessario e non deve per forza assumere i rischi inerenti all'attività, dato che una parte del rischio ricade sui portatori di capitali sotto forma di sottoscrizione di azioni, acquisto di obbligazioni o prestito creditizio. Un'altra parte dei rischi viene assunta dalle compagnie di assicurazione; inoltre il rischio di fallimento dell'attività di un'impresa, anche nel caso in cui l'imprenditore sia il solo azionista, non comporta il fallimento personale dell'imprenditore. Anche sotto l'aspetto organizzativo, la società di capitali si discosta dall'impresa tradizionale. Ciò che un tempo era deciso dal fondatore oggi viene deciso da molteplici proprietari. Naturalmente quando l'impresa è di grandi dimensioni e di proprietà di molti piccoli azionisti, l'esercizio diretto di questi diritti in sede assembleare diventa quasi impossibile, per questo motivo le società di capitali si sono dotate di un consiglio di amministrazione incaricato di decidere gli obiettivi e la direzione strategica da intraprendere. La funzione esecutiva, invece, un tempo prerogativa dell'imprenditore-proprietario, è ora competenza dei manager.

Baumol¹⁷, Marris¹⁸ e Williamson¹⁹, negli anni Sessanta, hanno approfondito le tematiche affrontate dagli autori nominati in precedenza, riconoscendo la possibilità che le azioni manageriali non siano in linea con quanto atteso dalla proprietà, con il rischio di insuccesso che incide negativamente soprattutto sul valore del capitale investito.

L'impresa moderna al suo interno mostra una grande complessità strutturale. Alfred Chandler²⁰ ha mostrato come le forme di governance siano evolute nel tempo insieme allo sviluppo dell'impresa stessa, come risposta organizzativa all'espansione dei mercati. In particolare, l'opportunità di sfruttare economie di scala e di scopo ha spinto i proprietari delle grandi imprese ad adottare strutture gestionali più complesse, a cedere

¹⁶ Zattoni A., (2006), *Corporate Governance*, Il Sole 24 Ore, Milano.

¹⁷ Per approfondimenti : Baumol W. J., *Business Behaviour, Value and Growth*.

¹⁸ Per approfondimenti : Marris R., (1963), *A Model of Managerial Enterprise*, in *Quarterly Journal of Economics*.

¹⁹ Per approfondimenti: Williamson O. E., (1963), *Managerial Discretion and Business Behaviour*, in *American Economic Review*.

²⁰ Chandler A., (1990), *Scale and Scope*, Harvard University Press, Cambridge.

il controllo a manager professionisti e a chiamare investitori esterni e banchieri come amministratori, con la funzione di sorvegliarne l'operato. Questa struttura si è evoluta ancor più negli ultimi decenni per accompagnare l'accelerazione del cambiamento tecnologico e l'integrazione internazionale dei mercati. Da un lato, l'utilizzo di tecnologie più sofisticate e in continua evoluzione modifica le nuove funzioni interne all'impresa e richiede competenze sempre più specializzate. Dall'altro, è il mercato globale che comanda, rendendo meno prevedibili le relazioni tra gli agenti economici, aumentando così le occasioni di divergenza e di contrasto tra gli agenti.²¹ Perché questi agenti economici siano disposti a collaborare in seno all'impresa sono indispensabili regole e istituzioni, leggi e pratiche contrattuali, ma anche meccanismi di mercato e convenzioni sociali che offrano informazioni utili circa i comportamenti che caratterizzano le buone pratiche aziendali. Le componenti istituzionali e regolamentari presentano forti caratteristiche di complementarità e interdipendenza e riconducono pertanto alla nozione di sistema di corporate governance.

Il dibattito sulla corporate governance ha avuto origine negli Stati Uniti alla fine degli anni Ottanta perché in effetti nell'ambito del contesto anglosassone sono emerse, prima che altrove, le problematiche scaturenti dalla crescita dimensionale delle società (corporations). I manager sono legati agli azionisti dall'impegno di curarne gli interessi ed accrescere il valore dell'impresa. Il problema è come garantire che questo obbligo venga rispettato, soprattutto nei sistemi anglosassoni in cui l'impresa ha una struttura proprietaria ripartita tra molti piccoli azionisti. Una tale frammentazione offre ai piccoli investitori la possibilità di distribuire il rischio, ma nel momento in cui la proprietà viene diluita il potere di controllo del management sull'impresa tende ad aumentare.²² Il rapporto che intercorre tra gli azionisti e il manager prende il nome di "relazione di agenzia" e si stabilisce ogniqualvolta un azionista ricorre alle prestazioni di un agente investendolo dell'incarico di tutelare i propri interessi. Come conciliare gli interessi di manager e azionisti è pertanto una questione al centro della corporate governance. Il consiglio di amministrazione rappresenta il più potente strumento formale per monitorare dall'interno dell'impresa l'operato dei dirigenti e degli azionisti di controllo. Esso ha l'obbligo di agire sia nell'interesse dell'impresa che dei suoi azionisti.

²¹ Goglio A., Goldstein A., (2010), Corporate governance, il Mulino, Bologna.

²² Roe M. j., (1997), Manager forti azionisti deboli. Economia, finanza e scelte politiche alle radici della corporate governance, Il Sole 24 Ore, Milano.

Il consiglio di amministrazione dovrebbe, in teoria, orientare la strategia della società e assicurare agli azionisti un rendimento soddisfacente, prevenendo i conflitti di interesse. E' proprio in questo periodo che vengono introdotti i concetti di costi di agenzia, strategie dei maggiori investitori e vengono delineate importanti questioni di governance quali, la protezione degli azionisti di minoranza, l'importanza del contratto, la accountability dei manager.²³ Se la società di capitali è una creazione relativamente recente, lo è ancora di più la supremazia del consiglio di amministrazione sull'assemblea degli azionisti, che invece fino alla fine del XIX secolo era l'organo decisionale supremo dell'impresa. L'equilibrio tra i diversi poteri si è andato modificando nel corso del tempo, a partire dalla decisione *Automatic Self-Cleaning Filter Syndacate Co vs Cunningham* del 1906 in cui la Corte d'Appello inglese stabilì che spettava a ciascuna società decidere come distribuire i pesi tra i due organi. Sebbene inizialmente non accettato, con un'altra decisione (*Quin and Artens vs Salomon*) del 1909, la Camera dei Lord riaffermò un principio ormai consolidato.²⁴ I compiti dell'assemblea, che si riunisce di solito una volta all'anno, consistono nell'approvazione dei conti dell'esercizio precedente, nella distribuzione di dividendi, nella nomina o rinnovo degli amministratori e nella modifica di determinate disposizioni statutarie. Sono questioni complesse, in cui il management, soprattutto quando i piccoli azionisti gli hanno trasferito le proprie deleghe, tende ad imporre la propria volontà, facendo in modo di cautelarsi preventivamente con gli azionisti di controllo. A partire dagli anni Sessanta negli Stati Uniti e successivamente in Europa e altrove, si è assistito alla crescita esponenziale di intermediari professionali, come i fondi pensione e i fondi comuni d'investimento, ai quali viene però rimproverata una mancanza di partecipazione attiva all'interno dell'impresa in cui hanno investito. Il potere pubblico cerca di inquadrare il compito degli amministratori definendone doveri e responsabilità. Il consigliere è tenuto, innanzitutto, al rispetto del vincolo di tipo fiduciario (*fiduciary duty*), che lo lega agli azionisti di cui è rappresentante. Di particolare importanza è anche l'impegno a essere leale all'impresa (*duty of loyalty*), a dare precedenza assoluta al perseguimento degli obiettivi dell'impresa e degli azionisti. Spetta inoltre agli amministratori il compito di adempiere con cura le proprie

²³ Schleifer A., Vishny R. W., (1997), A Survey on Corporate governance, *The Journal of Finance*, vol. 52, n.2, pp. 737-783.

²⁴ Goglio A., Goldstein A., (2010), *Corporate governance*, Il Mulino, Bologna.

responsabilità (*duty of care*). Un aspetto particolarmente importante del *duty of care* dei consiglieri attiene al compito di supervisionare dell'operato del management e alle possibili reazioni da tenere nel caso di un problema (*duty of supervision*).²⁵ A tutti questi obblighi si accompagnano meccanismi che tutelano gli azionisti di minoranza attraverso obblighi di trasparenza informativa. Le transazioni con parti correlate (*related party transaction*), sono le operazioni che intercorrono tra l'impresa, i manager o gli azionisti rilevanti e un'entità da questi partecipata. Il coinvolgimento dei dirigenti e degli azionisti in transazioni che possono concorrere all'occultamento del valore reale dell'impresa, può danneggiare gli interessi degli azionisti di minoranza. Tali rischi sono normalmente ridotti introducendo norme per garantire la trasparenza delle informazioni, che variano a seconda dei paesi. Nel sistema anglosassone, ad esempio, le società quotate sono tenute a notificare in modo dettagliato sia le informazioni relative ai proventi delle loro operazioni sia le relazioni con soggetti ad esse collegati. In Europa, invece, i criteri di segnalazione vigenti sono meno vincolanti. Nel Regno Unito, negli anni Novanta, a seguito della situazione di incertezza e di instabilità venutasi a creare conseguentemente al collasso finanziario di Wallpaper Group Corollor, Asil Nadir's Polly Peck Consortium, Banca di Credito e Commercio Internazionale e di Maxwell Communication Group, sono state sperimentate nuove forme di tutela per gli investitori di minoranza, per contrastare la mancanza di onestà e di responsabilità da parte dei manager nelle società quotate, non solo per rassicurare l'opinione pubblica ma anche per ridurre i rischi. Il risultato è stato la formazione del *Cadbury Committee*, stabilito dal London Stock Exchange nel maggio 1991. Lo scopo del Comitato era quello di introdurre un *Voluntary Code* che favorisse la divulgazione.²⁶ La normativa al riguardo attraversa una fase di rapida evoluzione, il *Cadbury Commette* apre le porte ad una serie di codici di buona pratica finalizzati a fornire un buon modello per una governance efficiente e aumentare la fiducia degli investitori britannici.

Nel frattempo, nel resto del Mondo, altri disastri aziendali hanno posto le basi per la definizione dei moderni codici di corporate governance. Il fallimento della Bankhaus Herstatt in Germania, ha posto le basi per l'istituzione del Comitato di Basilea, nel 1974, un comitato internazionale per la vigilanza bancaria e la regolamentazione, composto da

²⁵ Roe M.J., (2004), *La public company e i suoi nemici. Politica e assetti proprietari delle imprese*, Il Sole 24 Ore, Milano.

²⁶ Cadbury Commettee, *Financial Aspects of Corporate Governance*, Maggio 1991, Londra.

tutti i membri delle banche centrali nazionali.²⁷ Un altro esempio è il fallimento di Rothwells, Elders, Bond e Tricontinental in Australia, che hanno portato la Australian Securities and Investments Commission (ASIC) ad istituire la Corporate Law Economic Reform Program (CLERP), seguita dal rapporto Bosch del 1995²⁸, per sanzionare gli amministratori disonesti. Conseguentemente allo scandalo Enron²⁹ nel 2001 e subito dopo l'esplosione del caso Worldcom, nell'estate del 2002, il Congresso americano varava la legge di riforma Sarbanes-Oxley Act (Soxa), intesa a rafforzare la sorveglianza sui revisori contabili. Altri modelli di riferimento sono: il Committee of Sponsoring Organizations of Treadway Commission (COSO)³⁰ negli Stati Uniti, che fornisce linee guida di gestione aziendale e i Criteria of Control Board (COCO) in Canada.

L'avvento della globalizzazione, nel XXI secolo, ma soprattutto il trasferimento del capitale di rischio in tutto il mondo, la delocalizzazione, l'internazionalizzazione delle imprese, le nuove forme di investimento e lo sviluppo di nuovi mercati, ha favorito il riordinamento del quadro economico e giuridico in merito alla corporate governance. Ogni paese ha dovuto aggiornare le proprie regole, al fine di soddisfare gli standard internazionali. Le norme internazionali cercano di mantenere una certa trasparenza, suggerendo alle imprese come comportarsi sia internamente che esternamente. Negli ultimi vent'anni sono stati formulati codici universali di buona pratica per favorire la divulgazione di informazioni da varie organizzazioni come ad esempio: OECD (Organization for Economic Co-operation and Development), ICC (International Chamber of Commerce), UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development), IFC (International Finance Corporation).

1.3 Modelli di Capitalismo

Il capitalismo moderno assume nei diversi paesi forme svariate e le imprese adottano strutture proprietarie e organizzative differenti e molto articolate. Secondo una parte degli studiosi del tema, due sono i modelli di capitalismo affermatasi nei paesi

²⁷ History of Basel Committee and Its Membership, August 2009, <http://www.bis.org/bcbs/history.pdf>

²⁸ http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=8

²⁹ Miller G. P., 2003, Catastrophic financial failures: Enron and more, Cornell Law Review, .

³⁰ <http://www.coso.org/>

industrializzati, parzialmente coincidenti con una suddivisione nota ai giurcomparatisti : Il modello anglosassone e il modello germanico-giapponese.³¹ Entrambi i modelli sono caratterizzati dal superamento del capitalismo familiare per quanto riguarda il sistema delle grandi imprese, ma nei due è diverso il modo in cui si attua la separazione tra proprietà e controllo. Non va tuttavia dimenticato che in entrambe le aree permane, accanto al sistema delle grandi imprese, un enorme numero di piccole imprese a proprietà, controllo e gestione familiare. Il capitalismo anglosassone è presente negli Stati Uniti, in Gran Bretagna, in Canada e in Australia. L'azionariato delle grandi imprese industriali, a seguito del declino del ruolo delle famiglie fondatrici, è sostanzialmente anonimo, fortemente mobile e quasi sempre disinteressato alla gestione delle imprese. Gli azionisti, siano essi individui, fondi pensione o imprese di assicurazioni, esistono quasi solo quando combattono per la tutela dei propri diritti. Una gran parte della recente legislazione americana è stata perciò dedicata alla protezione dei diritti di questi proprietari. Una protezione di questo tipo necessita di un grande ed efficiente mercato finanziario in cui questi diritti possano essere commerciati nel modo più rapido ed efficiente possibile. L'impresa è un bene che può essere comprato o venduto sul mercato a seconda della convenienza degli azionisti; i quali non si curano di come l'azienda venga gestita, purché sia in grado di garantire con continuità un elevato flusso di profitti. Non solo perché il profitto è importante in sé stesso, ma in quanto è decisivo per stabilire le quotazioni delle azioni. Il mercato finanziario è ultrasensibile e sottopone ad un continuo monitoraggio le aziende variando il prezzo delle azioni rispetto alle aspettative o alle previsioni. L'impresa acquisita viene spesso rimessa in vendita sul mercato, intera o a pezzi, in modo da fare aumentare il valore delle azioni. La sovranità assoluta ma distaccata dell'azionista, anche se ha il merito di mantenere sempre in tensione il management, finisce però con l'indebolire la capacità competitiva dell'azienda.

Nel modello germanico, che prevale nel Nord Europa e in Giappone, la grande impresa è generalmente posseduta da un intreccio di azionisti formati da grandi banche, società di assicurazione, fondazioni legate all'impresa, fondi collegati ai dipendenti e ai

³¹ Per approfondimenti vedi: Bianco M., Trento S., (1995), Capitalismi a confronto: i modelli di controllo delle imprese, in Stato e Mercato, n. 43; Albert M., (1991), Capitalismo contro capitalismo, il Mulino, Bologna; La Porta et al., (1999), Corporate ownership around the world, in Journal of Finance, n. 54; Zattoni A., (2006), Assetti proprietari e corporate governance, EGEA, Milano, pag. 161 e segg.

sindacati. Questi, in particolar modo le banche, che ne assumono la guida, esercitano un controllo costante sulle aziende. La presenza attiva degli azionisti, con in testa il sistema bancario, è bilanciata anche nell'operatività quotidiana, dai manager e dai rappresentanti dei dipendenti dell'azienda. Essa è bilanciata anche da un rapporto di dialogo con il governo nazionale, i poteri regionali e locali. L'azienda assume una certa rilevanza di natura pubblica, anche se la sua proprietà è privata. La borsa e i mercati finanziari hanno in questo quadro un significato assai meno rilevante.

Esiste quindi una situazione di asimmetria: mentre le imprese anglosassoni sono scalabili, quelle del modello germanico non lo sono. Per le imprese di tipo germanico non è sufficiente l'assenso degli azionisti ma è necessario che si formi una complicata convergenza di volontà che comprende gli azionisti, i manager, il mondo bancario e anche i rappresentanti dei lavoratori.

Questa differenziazione tra i modelli di governance nei paesi anglosassoni e nei paesi germanici è strettamente connessa alla distinzione tra Common Law e Civil Law e trova un'ulteriore spiegazione a carattere storico in riferimento agli accadimenti del Diciassettesimo e del Diciottesimo secolo. Dopo la Guerra civile, il Parlamento inglese, guidato da Cromwell creò dei tribunali indipendenti in sostituzione alle antiche corti reali. Nel frattempo, in Francia era stato adottato il Codice di Napoleone, grazie al quale il potere veniva concentrato nelle mani dell'imperatore. Sostanzialmente, mentre il Common Law, acquisisce la tendenza a proteggere il debole dal governo e dallo stato, il Civil Law tende a rinforzare le regole e il potere statale. Un'altra divergenza sta nel fatto che mentre nei sistemi di Common Law ci si affida alla pratica del precedente giudiziario per la risoluzione delle controversie, nei sistemi di Civil Law ci si attiene ai codici, redatti in maniera molto dettagliata. Infine, la vulnerabilità dei sistemi di Civil Law, così come la subordinazione dei giudici alla pressione politica e la complessità dei codici rispetto a dei principi più generali avrebbero rallentato l'evoluzione della corporate governance, portando alla formazione di diversi modelli di governance.³²

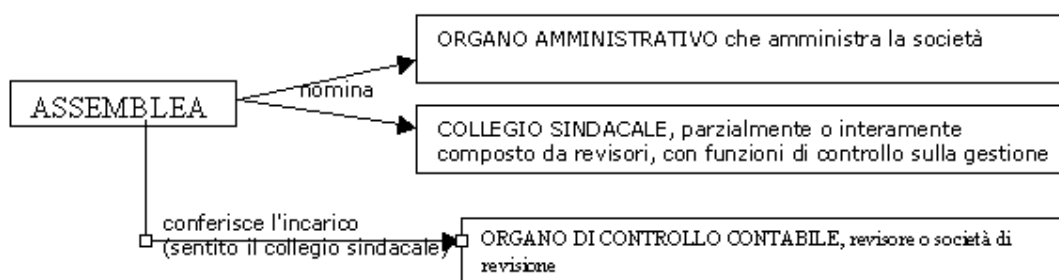
³² Morck R. K., Steier L., (2005), *The Global History of Corporate Governance. An Introduction*, p.42.

1.4 I sistemi di Corporate Governance

Si parla di diversi modelli di Corporate governance. Tutti i sistemi di corporate governance ruotano intorno a quattro principi fondamentali: equità, responsabilità, accountability e trasparenza. Il modo in cui questi vengano attuati dipende dalla struttura della proprietà.³³ Solitamente si distinguono tre diversi sistemi di corporate governance che le società di capitali possono scegliere:

1. Il sistema tradizionale, tipico della tradizione italiana, che prevede la presenza di un Organo di Amministrazione e un Organo di Controllo (Collegio sindacale).

L'organo amministrativo delle società per azioni può avere sia una struttura individuale, amministratore unico, sia una struttura collegiale, consiglio di amministrazione. Il numero degli amministratori è fissato dallo statuto che può anche limitarsi a indicare un numero minimo e massimo; in tal caso sarà l'assemblea che procede alla nomina a fissare di volta in volta il numero degli amministratori. Gli amministratori possono essere soci o non soci. Lo statuto può prevedere dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, anche con riferimento a quanto prevedono le leggi speciali per gli amministratori che svolgono determinate attività (bancaria, assicurativa, ecc.).



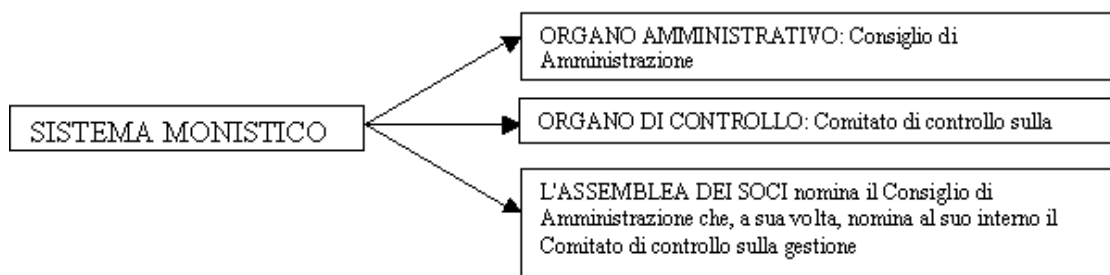
La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori che possono compiere tutte le azioni necessarie al perseguimento dell'oggetto sociale. Essi possono compiere, quindi, tutti gli atti strumentali all'attività economica della società, necessari o utili al soddisfacimento delle esigenze che possono sorgere nel corso dell'attività sociale, oppure utili anche solo in via mediata e indiretta alla società.

Gli amministratori che pongano in essere atti estranei all'oggetto sociale possono essere

³³ Instituting corporate governance in developing, emerging and transitional economies, Center for International Private Enterprises, March 2002, <http://www.cipe.org>

revocati per giusta causa oppure possono essere soggetti a una azione di responsabilità o a una denuncia al collegio sindacale o al tribunale.

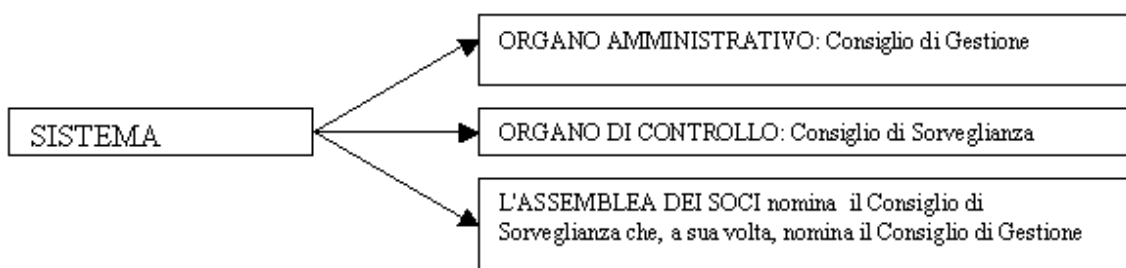
2. Il sistema monistico, tipico della tradizione anglosassone, nel quale la gestione è demandata a un organo unitario, il consiglio di amministrazione, al cui interno viene designato un comitato di controllo.



Al consiglio si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni previste per gli amministratori nel sistema tradizionale. Nel sistema monistico al consiglio è attribuita l'ulteriore competenza della determinazione del numero e della nomina dei componenti del comitato per il controllo della gestione. In questo modello non è prevista la figura dell'Amministratore Unico. Le funzioni di controllo della società sono affidate al comitato per il controllo sulla gestione, che è nominato dal consiglio di amministrazione. Nelle società che ricorrono al mercato del capitale di rischio non può essere inferiore a tre. Il comitato è composto da amministratori in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dallo statuto e dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci nel modello tradizionale. Almeno uno dei suoi componenti deve essere scelto fra gli iscritti nel registro dei revisori contabili. I suoi componenti non devono essere membri del comitato esecutivo né avere deleghe o rivestire cariche in società controllanti o controllate. Al suo interno il comitato elegge il presidente a maggioranza assoluta.

3. Il sistema dualistico, tipico della tradizione tedesca, dove costituisce l'unico sistema di amministrazione e controllo delle società per azioni, è recepito poi negli altri paesi europei, come la Francia, l'Olanda e la Finlandia, che prevede la ripartizione

dell'amministrazione della società tra due diversi organi: il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza.



Il Consiglio di Gestione si occupa in via esclusiva della gestione dell'impresa e del compimento degli atti necessari all'attuazione dell'oggetto sociale ed è composto da almeno due membri anche non soci. I primi componenti sono nominati nell'atto costitutivo; durante la vita societaria sono invece nominati dal consiglio di sorveglianza. Lo statuto può prevedere che alcuni membri vengano nominati dallo Stato o da un ente pubblico o anche dai possessori di strumenti finanziari partecipativi.

Non può essere consigliere di gestione chi è membro del consiglio di sorveglianza. I componenti restano in carica per un periodo non superiore a tre esercizi, possono essere rieletti, sempre che lo statuto non preveda diversamente. Il consiglio di sorveglianza assume i poteri dell'organo di controllo e, per certi versi, dell'assemblea ordinaria: nomina e revoca i componenti del consiglio di gestione, approva il bilancio d'esercizio redatto dal consiglio di gestione e, ove previsto, il bilancio consolidato, vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento. Riferisce per iscritto almeno una volta all'anno all'assemblea sull'attività di vigilanza svolta, sulle omissioni e sui fatti censurabili se previsto dallo statuto, delibera in ordine ai piani strategici, industriali e finanziari predisposti dal consiglio di gestione.³⁴

1.5 Perché la Corporate Governance è così importante?

Una serie di eventi nel corso degli ultimi due decenni ha fatto sì che il tema della corporate governance diventasse assunto un ruolo sempre più centrale per il business

³⁴ I Modelli di Corporate Governance, collegamento al sito: <http://www.economia.unipv.it/>

internazionale. Becht et al. (2002)³⁵ hanno identificato cinque ragioni per le quali la corporate governance è diventata così prominente : la privatizzazione a livello mondiale, la riforma delle pensioni e la crescita del risparmio privato, l'ondata di acquisizioni degli anni '80, la deregolamentazione e l'integrazione dei mercati e le crisi. Fallimenti eccezionali, quali lo scandalo Enron, la crisi dei mutui e il divario di compensi tra dei dirigenti e le prestazioni aziendali negli Stati Uniti, ha portato alla domanda di un cambiamento nei paesi sviluppati. Più recentemente, gli scandali, le crisi finanziarie e i malfunzionamenti istituzionali in Russia, Asia e Stati Uniti hanno messo in primo piano le questioni di corporate governance nei paesi in via di sviluppo, nelle economia in transizione e nei mercati emergenti. Questa serie di scandali ha messo in evidenza che la mancanza di una corporate governance adatta va a scapito degli azionisti, dei creditori e degli altri stakeholders, in un'economia globalizzata come quella odierna, le imprese e i paesi con deboli sistemi di corporate governance subiscono gravi conseguenze. La globalizzazione e la liberalizzazione dei mercati hanno aperto nuovi mercati internazionali con la possibilità di trarre maggiori profitti, ma anche esposto le imprese ad una forte concorrenza e a considerevoli fluttuazioni di mercato. Ne deriva la necessità di capitali superiori ai tradizionali fondi di finanziamento per poter espandersi ed essere competitivi a livello internazionale. Il fallimento nell'attrazione di capitali può minacciare l'esistenza stessa delle singole imprese. Le imprese che non sono in grado di attrarre capitali, rischiano di diventare fornitori e venditori delle multinazionali o, ancor peggio, non essendo in grado di competere di venire lasciate fuori dai mercati internazionali. Tuttavia, le recenti crisi finanziarie provocate dalla corruzione e dalla cattiva gestione hanno attratto sufficienti livelli di capitale e hanno anche contribuito ad accrescere l'attivismo degli azionisti e la competizione per gli investimenti. Gli investitori, soprattutto gli investitori istituzionali, prima di impegnare i propri fondi, richiedono sempre più prova del fatto che le aziende siano gestite secondo le buone pratiche aziendali e che le possibilità di corruzione cattiva gestione siano ridotte al minimo. Inoltre gli investitori di Bogotà, Boston, Pechino o Berlino vogliono poter

³⁵ Becht M., Bolton P., Roell A., (2002), Corporate Governance and Control, ECGI Working Paper Series in Finance, n. 02/2002.

analizzare e confrontare i potenziali investimenti secondo gli stessi standard di trasparenza, chiarezza e precisione prima di investire.³⁶

La corporate governance aiuta le aziende e le economie ad attrarre investimenti e rafforza le basi per prestazioni economiche a lungo termine in modi differenti. In primo luogo, chiedendo trasparenza nelle transazioni aziendali, nelle procedure contabili, di revisione, di acquisto e attacca la corruzione in tutti i tipi di transazione, poiché la corruzione erode la competitività allontanando gli investitori. In secondo luogo, le procedure di corporate governance migliorano la gestione della società, aiutando i dirigenti a sviluppare una buona strategia aziendale e garantendo che le fusioni e le acquisizioni siano intraprese per valide ragioni e che i sistemi di compensazione riflettano le prestazioni. Questo aiuta le imprese ad attrarre investimenti a condizioni favorevoli e a migliorare le prestazioni dell'impresa. In terzo luogo, attraverso l'adozione di norme di trasparenza nei rapporti con gli investitori e i creditori, un buon sistema di corporate governance aiuta a prevenire le crisi bancarie sistematiche, anche in quei paesi dove la maggior parte delle imprese non sono attivamente negoziate sui mercati azionari. Con l'adozione poi, di procedure di bancarotta, contribuisce anche a garantire che in caso di fallimento ci sono metodi di trattamento equi per tutti gli stakeholders. In quarto luogo, ricerche recenti, hanno dimostrato che i paesi con una corporate governance e con forte protezionismo per gli azionisti di minoranza, hanno anche molti più liquidi. Il confronto tra paesi che basano le loro leggi su differenti tradizioni giuridiche, hanno mostrato che i paesi con un sistema debole le aziende tendono ad essere controllate da investitori dominanti piuttosto che una struttura proprietaria dispersa. Quindi, i paesi che cercano di attrarre investitori, la corporate governance ha un ruolo decisamente rilevante nell'ottenere.³⁷

L'istituzione di pratiche di corporate governance migliora notevolmente la fiducia dell'opinione pubblica e garantisce che il paese realizzi il miglior ritorno sui propri investimenti, questo a sua volta, stimola l'occupazione e la crescita economica.

³⁶ Instituting corporate governance in developing, emerging and transitional economies, Center for International Private Enterprises, March 2002, <http://www.cipe.org>

³⁷ La Porta R., Lopes De Silanes F., Shleifer A., Vishny R., "Legal determinant of External Finance", The Journal of Finance 52, Luglio 1997, pp. 1131-50.

1.6 La Corporate governance e la legge

I sistemi di corporate governance sono stati progettati per ridurre al minimo i rischi per gli investitori e per promuovere lo sviluppo politico ed economico. Un efficace sistema di corporate governance si basa su una combinazione di controlli interni ed esterni. I controlli interni sono accordi all'interno di una società che mirano a minimizzare il rischio, definendo le relazioni tra manager, azionisti, consiglio di amministrazione e gli altri stakeholders. Affinché tali misure abbiano effetto, devono essere sostenute da una serie di istituzioni esterne all'azienda e fatte su misura per il paese. Da questo punto di vista la corporate governance tende a concentrarsi su un semplice modello:

- gli azionisti eleggono gli amministratori che li rappresentano.
- gli amministratori votano per quanto riguarda le questioni fondamentali e si basano sul criterio di maggioranza.
- le decisioni vengono prese in maniera trasparente in modo che gli azionisti possano contenere la responsabilità degli amministratori.
- l'azienda adotta degli standard di contabilità per fornire le informazioni necessarie agli amministratori, agli azionisti e agli altri stakeholders per prendere delle decisioni.
- le politiche e la pratica della società applicano le leggi nazionali, statali e locali.³⁸

Anche se ci sono notevoli differenze tra i sistemi anglo-americani, tedesco, giapponese e altri sistemi, tutti definiscono la corporate governance contestualmente al funzionamento dei sistemi di mercato e agli istituti giuridici fortemente sviluppati. Molte economie emergenti sono però prive o si stanno evolvendo proprio per quanto riguarda le istituzioni che stanno alla base del mercato. I settori pubblico e privato devono lavorare insieme per sviluppare un insieme di regole vincolanti per tutti che stabiliscano il modo in cui le aziende debbano autogovernarsi.

Il primo passo da compiere per la creazione o la riforma del sistema di corporate governance è quello di esaminare i principi fissati dall' OCSE ³⁹. Sommariamente essi includono i seguenti elementi:

- **I diritti degli azionisti:** includono una serie di diritti tra cui la titolarità sicura delle proprie azioni, il diritto alla piena divulgazione delle informazioni, il diritto

³⁸ <http://www.cipe.org>

³⁹ <http://www.oecd.gov>

di voto, la partecipazione alle decisioni di vendita o la modifica degli assetti aziendali comprese le fusioni e l'emissione di nuove azioni. I principi specificano una serie di altre questioni collegate alla preoccupazione fondamentale di proteggere il valore della società.

- **Il trattamento equo degli azionisti:** l'OCSE si occupa di tutelare gli azionisti di minoranza attraverso la creazione di sistemi che trattengano gli amministratori e i manager dal trarre vantaggio dai loro ruoli. I dirigenti devono ad esempio, comunicare tutti gli interessi materiali riguardanti e transazioni.
- **Il ruolo degli stakeholders nella corporate governance:** l'OCSE riconosce la presenza di altri soggetti interessati alla società oltre agli azionisti. Banche, titolari di obbligazioni e lavoratori ad esempio, sono soggetti importanti per il modo in cui funziona e vengono prese le decisioni. I principi stendono una serie di disposizioni generali per la tutela degli interessi degli stakeholders.
- **Divulgazione e trasparenza:** l'OCSE prevede una serie di disposizioni per la divulgazione e la comunicazione di informazioni essenziali circa l'azienda, che vanno dai dettagli finanziari, alle strutture di governance, incluso il consiglio di amministrazione e il rispettivo compenso. I principi precisano inoltre che la revisione annuale deve essere effettuata da revisori indipendenti, in conformità con gli standard di alta qualità.
- **La responsabilità del consiglio di amministrazione :** i principi forniscono una grande quantità sulle funzioni del consiglio nel proteggere l'azienda, gli azionisti e gli stakeholders. Questi includono le questioni circa la strategia aziendale, il rischio, i compensi dei dirigenti e le rispettive prestazioni, così come i sistemi contabili e di rendiconto.

Sebbene i Principi OCSE siano un utile punto di partenza per costruire un sistema di corporate governance, essi si concentrano soprattutto sui controlli interni e sono progettati principalmente per le società quotate. Tuttavia, in quasi tutte le economie emergenti o in via di sviluppo, l'insieme di istituzioni che fornisce il quadro giuridico e normativo essenziale è molto debole, se non addirittura assente. Ma senza questo quadro istituzionale il controllo interno, anche se ben progettato avrà un impatto limitato. Le istituzioni forniscono le condizioni di parità e garantiscono che le procedure interne di corporate governance adottate dalle imprese vengano

applicate e che il management sia responsabile nei confronti dei proprietari e degli altri stakeholders. In particolare ciò vale per la Cina, dove le società quotate costituiscono la grande maggioranza delle imprese. A tal proposito, la Cina ha introdotto rigorosi standard sulla corporate governance per la società quotate nelle due borse di Shanghai e Shenzhen. Il che favorisce un confronto tra i funzionari e i dirigenti aziendali cinesi con esperti e professionisti stranieri per discutere degli specifici standard internazionali che potrebbero essere rilevanti per il contesto cinese. Quello che segue è una descrizione delle istituzioni che ci devono essere in modo che i controlli interni abbiano un effetto considerevole.⁴⁰ Ovviamente, ogni paese deve valutare le proprie debolezze e prendere poi le adeguate misure correttive.

- **Diritto di proprietà:** una delle istituzioni più importanti necessarie per un'economia di mercato, democratica e per il funzionamento della corporate governance è un regime di diritti di proprietà che stabilisce i diritti di proprietà privata. E' essenziale che i regolamenti e le leggi sui diritti di proprietà privata stabiliscano delle norme semplici e dirette per indicare chiaramente chi possiede che cosa e come questi diritti possono essere combinati o scambiati, attraverso per esempio transazioni commerciali,⁴¹ e gli standard per la registrazione di informazioni richieste in modo tempestivo ed efficiente in un data base pubblicamente accessibile. Gli investitori saranno molto restii a fornire capitale alle imprese senza rispettare il diritto di proprietà previsto dalla legge. In questo contesto, ci sono pochi tipi fondamentali di legislazioni. Il primo è un tipo di legislazione che riconosce alle società una personalità giuridica e limita la responsabilità dei proprietari delle imprese al valore della loro partecipazione nella società. Il secondo tipo è una legislazione che prevede la costituzione di società miste.
- **La legge sui contratti:** pochissime transazioni commerciali avvengano senza ricorrere a leggi o regolamenti che garantiscano legalmente e facciano rispettare i contratti. E' essenziale che tali istituzioni tutelino i fornitori, i creditori, i datori di lavoro, i dipendenti e così via.

⁴⁰ <http://www.cipe.org>

⁴¹ De Soto H., (2000), *The Mystery of Capital*, Basic Books, New York, p.160.

- **Un settore bancario ben regolamentato:** un settore bancario sano è un requisito indispensabile per il buon funzionamento del mercato azionario e delle imprese. Il settore bancario offre il capitale e la liquidità necessaria per le operazioni societarie. Il buon governo all'interno del sistema bancario è particolarmente importante nei paesi in via di sviluppo, in cui le banche forniscono la maggior parte dei capitali. Inoltre, la liberalizzazione dei mercati finanziari ha esposto le banche a maggiori fluttuazioni e a nuovi rischi di credito. Come evidenziato dalla crisi asiatica e russa, sistemi bancari mal governati e una massiccia fuga di capitali può danneggiare seriamente le economie nazionali. In questo contesto sono necessarie pratiche di vigilanza bancaria. La Banca per i Regolamenti Internazionali, fornisce alcuni utili standard di buona pratica che possono essere adattati a particolari sistemi nazionali per stabilire condizioni paritarie. La nuova proposta di schema di adeguatezza di capitale offre tecniche più flessibili per valutare l'adeguatezza di capitale e i rischi. Il quadro proposto si fonda su tre pilastri: requisiti patrimoniali minimi, controllo di vigilanza del processo di valutazione interna ad un'istituzione e l'adeguatezza patrimoniale, e l'uso di una divulgazione efficace per rafforzare la disciplina di mercato.⁴² Rivelare la valutazione dei rischi delle banche può migliorare anche la corporate governance. La classificazione dei rischi delle banche fornisce informazioni importanti sulla solidità finanziaria di una società. Allo stesso modo, la divulgazione di informazioni sulla struttura proprietaria delle banche e le relazioni con le altre società o del settore pubblico promuove la buona governance di banche e aziende e aiuta a prevenire i crolli finanziari.⁴³ I legami tra governo, banche e società dovrebbero essere divulgati in modo che gli azionisti e i membri del consiglio siano in grado di rispondere di conseguenza. Si discute sempre più sul fatto che nei paesi in via di sviluppo le attività bancarie commerciali e di investimento dovrebbero essere separate.
- **Meccanismi di uscita: fallimento e preclusione :** la normativa che stabilisce una compensazione ordinata ed equa e i meccanismi di uscita è essenziale affinché gli investimenti possano essere liquidati e riassegnati ad imprese

⁴² Per approfondimenti: <http://www.bis.org>

⁴³ Per maggiori informazioni: Blommestein H., Spencer M., (1993), The role of financial institutions in the transformation to a market economy, IMF Working Paper WP/93/75.

produttive. In questo caso sono necessarie leggi e regolamenti che richiedono enti finanziari e non, per aderire ai rigorosi standard di divulgazione in materia di debiti e passivi e leggi e procedure che consentano una veloce ed efficiente bancarotta e un procedimento fallimentare che siano equi per i creditori e gli altri stakeholders.

- **Mercato dei titoli** : un efficiente mercato dei titoli disciplina i collaboratori interni all'azienda inviando segnali di prezzo rapidamente, consentendo agli investitori di liquidare il proprio investimento in modo rapido ed economico. Questo influenza il valore delle azioni di una società e l'accesso ai capitali di una società. L'International Organization of Securities Commission (IOSCO) ha sviluppato una serie di norme utili a stabilire un mercato dei titoli efficiente.⁴⁴
- **I mercati competitivi**: l'esistenza di mercati competitivi è un'importante forma di controllo esterno alla società che costringe ad essere efficienti e produttivi per non perdere quote di mercato. La mancanza di mercati competitivi scoraggia l'imprenditoria, promuove la protezione ingiustificata dei dirigenti e di conseguenza la corruzione e riduce la produttività. Per queste ragioni, è fondamentale che le leggi e i regolamenti creino un ambiente commerciale equo, ma competitivo. La World Trade Organization (WTO)⁴⁵ e la International Labour Organization⁴⁶ prevedono una serie di norme utili a creare un ambiente commercial equo e competitive.
- **Acquisizione dei mercati** : un altro elemento fondamentale per un ambiente commerciale competitivo è l'esistenza di un mercato per il controllo societario. Questo tipo di mercato disciplina i collaboratori interni alla società e li incoraggia a migliorarne le prestazioni perché altrimenti vi è il rischio di perdere il controllo o addirittura il fallimento, in questo modo creano valore aggiunto alla azienda. A tal proposito le leggi e le norme di attuazione devono essere chiare e specifiche. Negli ultimi dodici anni, la Commissione Europea si è attivata per adottare un codice di acquisizione a livello europeo. E' in fase di ultimazione un nuovo codice che sospende i diritti di voto speciali durante le acquisizioni di società e che stabilisce i prezzi di acquisto equi. La creazione di

⁴⁴ <http://www.iosco.org>

⁴⁵ <http://www.wto.org>

⁴⁶ <http://www.ilo.org>

mercati d'acquisto ordinati e trasparenti è cruciale perché le fusioni e le acquisizioni avvengano in modo equo. Acquisizioni e fusioni rafforzano la corporate governance migliorando la gestione interna dell'impresa, fornendo così maggiori vantaggi agli investitori.

- **Procedure di privatizzazione eque e trasparenti:** come le imprese vengono privatizzate non riguarda solo la struttura proprietaria ma riflette anche la cultura aziendale di un paese. Avere norme e procedure trasparenti, eque e semplici che stabiliscano come e quando le imprese possano essere privatizzate è essenziale.
- **Regimi fiscali equi e trasparenti:** i sistemi fiscali dovrebbero essere riformati in modo da essere equi, semplici e diretti. A questo proposito, la complessità delle procedure in materia di rendiconti fiscali consente ai funzionari di esercitare un ampio potere discrezionale, favorendo la corruzione, che dovrebbero essere eliminati. I regolamenti e leggi fiscali dovrebbero anche richiedere un'adeguata e tempestiva divulgazione delle informazioni finanziarie e dovrebbero essere attuati in modo coerente, tempestivo ed efficace.
- **Un sistema giudiziario indipendente e ben funzionante:** una delle più importanti istituzioni in una società democratica, basata su un economia di mercato è un sistema giudiziario indipendente e ben funzionante. Molto poche delle misure sopracitate avrebbe effetto senza un sistema giudiziario che applichi le leggi in modo coerente, efficace ed equo.⁴⁷
- **Strategie anticorruzione:** attuare efficaci misure anti-corruzione specificando e semplificando i codici legislativi e normativi, chiarendo le leggi sul conflitto di interessi tramite l'adozione e l'attuazione del Transparency International's Government Procurement Code e rispettando i principi della Convenzione sulla lotta alla corruzione dell'OCSE.⁴⁸
- **Riformare le agenzie governative:** eccessivamente burocratiche ed inefficienti le agenzie governative devono essere riformate. Questo può essere ottenuto semplificando le procedure operative interne alle agenzie e con una valutazione

⁴⁷ Pilar Doming, (1999), Judicial Independence and Judicial Reform in America Latina, in A. Schedler et al., *The Self-Restraining State: Power and Accountability in New Democracies*, Boulder, Co.: L. Rienner, pp. 151-175

⁴⁸ Final Report on the Washington Conference on Corruption, "Fighting Corruption IN Developing Countries and Emerging Economies: the role of the private sector", sponsored by USAID, PriceWaterhouseCoopers, and CIPE, Febbraio 1999.

periodica delle performance di agenzia in base a standard ben definiti. Devono essere attuate tempestivamente misure volte a migliorare le performance delle agenzie.

- **Rinforzare le capacità amministrative delle agenzie governative:** coltivando uno staff di funzionari qualificati, assumendo personale basandosi su standard professionali, offrendo ai dipendenti una formazione professionale, pagando salari adeguati per attrarre professionisti qualificati. Le capacità delle agenzie governative possono anche essere rafforzate fornendo adeguate risorse finanziarie e tecniche per amministrare opportunamente le leggi.
- **Stabilire meccanismi di routine di partecipazione :** stabilire il quadro istituzionale necessario per la corporate governance richiede molte leggi e regolamenti già esistenti e la creazione di nuovi. Al fine di garantire condizioni di parità, i cittadini devono avere ampie opportunità di partecipazione nella realizzazione di questo quadro. L'istituzione di meccanismi di routine per partecipare ai processi decisionali su una base quotidiana sono fondamentali. La Dichiarazione Sana⁴⁹ fornisce una serie di misure volte a migliorare il grado di partecipazione del pubblico ai processi decisionali e legislativi.
- **Uno strumento di indagine e di informazione:** al fine di monitorare le prestazioni dei manager, investitori, creditori, lavoratori, ecc. hanno bisogno di informazioni sulle decisioni prese dirigenti e dai membri del consiglio di amministrazione sulle prestazioni dell'impresa. Qui entrano in scena i mass media, una serie di giornalisti ben informati sono essenziali per i piccoli investitori e per gli altri stakeholders.
- **Rafforzare gli agenti di reputazione:** gli agenti di reputazione sono le persone o i gruppi che riducono il divario informativo tra insiders e outsiders, cercando e fornendo informazioni a terzi in merito alle prestazioni dei manager e dell'impresa, impostando alti standard professionali ed esercitando quindi pressione reciproca per sostenerli. Ciascuno di questi individui o di questi gruppi ha un particolare tipo di competenza e le risorse e la responsabilità per intraprendere un monitoraggio intenso per colmare le lacune di informazioni tra insider e outsider.

⁴⁹ http://www.cipe.org/ert/e35/e35_15.php3.

- **Una comunità commerciale attiva basata sull' integrità:** i membri del settore privato, come le associazioni imprenditoriali e le camere di commercio, giocano un ruolo molto importante nella promozione della corporate governance attraverso lo sviluppo di codici di condotta locali e di pratiche etiche commerciali basate su correttezza, trasparenza e responsabilità. CIPE continua a collaborare con numerose organizzazioni del settore privato di tutto il mondo per sviluppare e attuare una serie di buone pratiche sviluppate a livello locale per le imprese.⁵⁰ Inoltre i Principi Global Sullivan offrono alle imprese preziose raccomandazioni volte a promuovere un ambiente più ⁵¹equo, trasparente e responsabile.
- **Buoni rapporti con gli stakeholders agevolano gli affari:** un errore comune è pensare che il conseguimento dei profitti e l'attenzione per gli interessi degli stakeholders siano obiettivi contrapposti. Un funzionamento equo, responsabile e trasparente, sia nei confronti degli azionisti che degli stakeholders, migliora la reputazione della società, attira gli investimenti e fornisce all'azienda un vantaggio competitivo. L'impresa fa affidamento sugli stakeholders per una serie di elementi essenziali, quali prestazioni di lavoro, forniture di beni e servizi, senza i quali l'impresa non sarebbe in grado di operare e ricavare profitti. Quindi coltivare e mantenere buoni rapporti con gli stakeholders è utile a lungo termine. Le aziende che trattano gli stakeholders in modo equo e li includono nelle strategie di pianificazione a lungo termine, minimizzano il rischio che questi stakeholders utilizzino il loro potere per estorcere risorse dalla società. Relazioni sane tra la società e gli stakeholders possono anche aumentare la quota di mercato di una società. Cura degli interessi degli stakeholders e massimizzazione dei profitti vanno perciò di pari passo. Il raggiungimento di questi obiettivi invita i membri del settore privato a dare l'esempio facendo in modo che tutte le attività aziendali e le relazioni siano trattate in modo equo, responsabile e trasparente.⁵²

⁵⁰ Per maggiori informazioni:<http://www.cipe.org>

⁵¹ http://www.cipe.org/ert/e35/e35_16.php3

⁵² Kanaga W. S., "Corporations Must Act Ethically.", CIPE, Economic Reform Today,1,1999,collegamento al sito:<http://www.cipe.org/ert/e31/e31-1.php3>

Stabilire una qualsiasi di queste istituzioni è un impegno necessario, senza il quale i mercati democratici e la corporate governance non possono progredire. Il successo richiede che il settore pubblico e quello privato lavorino insieme per creare il quadro giuridico e normativo necessario accompagnato da un clima di fiducia.

2. LE SOCIETA' IN CINA.

2.1 La nascita della Legge societaria cinese (*Gongsi fa* 公司法).

Da un punto di vista legale, in Cina non è esistito il concetto di società fino alla fine della Dinastia Qing, quando nel 1904, il governo ha promulgato la prima legge societaria cinese.⁵³ Fino a quel momento, in Cina vi erano aziende famigliari, che in realtà, come hanno argomentato alcuni studiosi⁵⁴, erano delle vere e proprie società in senso economico, poiché i membri di queste grandi famiglie lavoravano insieme per accumulare capitale e trarre profitti; tuttavia quelle che conosciamo oggi come imprese commerciali moderne⁵⁵, in Cina sono nate dopo il 1840, anno in cui ha avuto inizio la Guerra dell'Oppio tra Gran Bretagna e Cina e quest'ultima ha dovuto aprire le porte agli investimenti stranieri e al commercio estero. Nel 1913, vi erano 136 imprese a investimento estero, di cui 96 ad investimento unicamente straniero e 40 in forma di joint venture.⁵⁶ I propositi di questa legge erano innanzitutto promuovere lo sviluppo economico, si era infatti consapevoli che la creazione di un sistema commerciale moderno era l'unico modo per competere con la controparte e dall'altra parte si trattava della scelta obbligata da parte del governo della Dinastia Qing per eliminare un sistema legale extraterritoriale, in quel periodo infatti molte grandi potenze occidentali, quali la Gran Bretagna, il Giappone e gli Stati Uniti, avevano imposto la loro influenza in Cina. Queste potenze e altri paesi avevano promesso al governo della Dinastia Qing che avrebbero rinunciato al loro potere giurisdizionale se avessero abolito il loro crudele sistema di punizione delle pene e avessero istituito un altro sistema legale. Per mantenere il controllo il governo della Dinastia Qing iniziò, dunque, a riformare il proprio sistema legale prendendo spunto da quello dei paesi europei, del Giappone e degli Stati Uniti. Per queste ragioni la *Da Qing Gongsi Lu* 大清公司律 è il risultato di

⁵³ Wang Baoshu 王保书, Cui Qingzhi 翠青枝, *Zhongguo Gongsi Fa de Yuanli* 中国公司法的原理 (I Principi della Legge sulle società cinese), Shehui kexue wenxian chubanshe, Beijing, (1988).

⁵⁴ Ruskola T., *Conceptualizing Corporations and Kinship: Comparative Law and Development Theory in a Chinese Perspective*, *Stanford Law Review*, Vol. 52, No. 1559, 2000, p. 1605.

⁵⁵ Il concetto di impresa commerciale moderna è stato creato dalle giurisdizioni occidentali per identificare società, partnership e imprese individuali con nozioni di personalità giuridica distinta e responsabilità limitata dei soci.

⁵⁶ Liu Fengming 刘凤鸣, *Gufen Gongsi yu Hezi Qiye Fa* 股份公司与合资企业法 (Leggi sulle società per azioni e sulle joint venture), *Zhongguo zhengzhi falu daxue chubanshe*, Beijing, (1998).

una commistione tra le giurisdizioni di common law e le giurisdizioni di civil law. La moderna legge societaria, a confronto, è stata creata nel 1929 dal *Guomindang* 国民党, il Partito Nazionale del Popolo fondato da SunYatsen, sotto l'influenza del Codice Commerciale tedesco e giapponese. Dopo la fondazione della Repubblica Popolare Cinese, nel 1949, l'evoluzione della legge societaria può essere suddivisa in tre fasi⁵⁷: la prima fase va dal 1949 al 1956. In questo periodo per incoraggiare molte imprese private a continuare a operare in Cina e per proteggere lo status giuridico di queste ultime, il governo ha istituito, nel 1950, un Regolamento provvisorio per le imprese private e, nel 1951, i metodi di applicazione di questo regolamento. Secondo il quale erano previste cinque forme di società: le società a responsabilità illimitata (*Wuxian gongsi* 无限公司), le società a responsabilità limitata (*Youxian zeren gongsi* 有限责任公司), le società per azioni (*Gufen youxian gongsi* 股份有限公司), le società formate da uno o più azionisti aventi responsabilità illimitata e da uno o più azionisti aventi responsabilità limitate (*Lianghe gongsi* 两河公司) e le società formate da uno o più azionisti aventi responsabilità illimitata e uno o più azionisti aventi responsabilità limitata sul contributo delle loro azioni e con il capitale della società diviso in parti uguali (*Gufen Lianghe Gongsi* 股份两河公司). Nel 1954 sono stati emessi i Regolamenti provvisori per le Joint venture di proprietà pubblica e privata. Le imprese sorte secondo questi regolamenti erano sostanzialmente delle società a responsabilità limitata, che sono però scomparse, quando nel 1956, le riforme socialiste furono ultimate. In quel periodo le imprese di proprietà statale (*Guoyou qiye* 国有企业) meglio note come SOE e le *Township & Village Enterprises* (*Xiangzhen qiye* 乡镇企业) meglio note come TVE, avevano preso il sopravvento sono state le uniche forme di impresa in Cina per tutta la seconda fase, dal 1957 al 1978. Secondo i Regolamenti sulle imprese di proprietà statale del 1961, tutte le fabbriche avrebbero dovuto stabilire delle cooperazioni in caso di produzioni simili. Fu in quel periodo che si vennero a costituire delle società formate da più fabbriche che operavano per la produzione di uno stesso prodotto, ma non erano queste le società moderne di cui si è parlato in precedenza, poiché non vi erano spinte da un'ottica di massimizzazione del profitto, esse consistevano semplicemente nell'istituzione amministrativa che organizzava la

⁵⁷ Minkang Gu, (2006), *Understanding Chinese Company Law*, Hong Kong University Press.

produzione e la vendita dei prodotti in linea con la pianificazione dello Stato.⁵⁸ Sarà nella terza fase, ovvero quella compresa tra il 1979 e il 1993, che le società in senso moderno prenderanno piede. In questi anni infatti lo Stato riconosce la necessità di stabilire delle società moderne per poter realizzare la riforma economica appena avviata. Uno dei maggiori obiettivi della riforma economica era risolvere il problema della cattiva gestione delle SOE e si credeva che la creazione delle società in senso moderno sarebbe stata uno dei migliori modi per ridurre l'intervento dello stato e per la separazione gli investitori dalla gestione diretta delle aziende. Da questo punto di vista, in questo periodo diverse leggi sono degne di essere menzionate: la Legge sulla Bancarotta delle imprese della Repubblica Popolare Cinese, adottata il 2 dicembre del 1986 ed entrata effettivamente in vigore il 1 novembre del 1988; la Legge sulle imprese di proprietà dell'intero popolo cinese adottata il 3 aprile del 1988; i Regolamenti provvisori sulla gestione della registrazione delle società del 1985 e i Regolamenti Provvisori sulle imprese private, entrambi promulgati dal Consiglio di Stato ed infine la Legge societaria cinese (*Zhonghua Renmin gongsi fa* 中华人民共和国公司法) adottata il 29 dicembre 1993.

2.2 La Legge sulle società cinese (*Zhonghua Renmin Gongheguo gongsifa* 中华人民共和国公司法).

La Legge sulle società cinese (*Zhonghua Renmin Gongheguo gongsi fa* 中华人民共和国公司法), è stata promulgata il 29 dicembre del 1993, è stata modificata il 25 dicembre del 1999 e il 28 agosto del 2004. Il 27 ottobre del 2005 è stata adottata una nuova legge sulle società, entrata effettivamente in vigore il 1 gennaio 2006. La nuova legge sulle società è una revisione completa della legge del 1993, essa è stata formulata per regolare l'organizzazione e il funzionamento delle società, tutelare i diritti legittimi e gli interessi delle imprese, degli azionisti, dei creditori, mantenere l'ordine socio-economico e promuovere lo sviluppo di un'economia di mercato socialista.⁵⁹ Le società alle quali essa si riferisce sono le società a responsabilità limitata (*Youxian gongsi* 有限

⁵⁸ Jiang Ping 讲评, *Xin Gongsi Fa Jiaocheng* 新公司法教程(Tutorial per la nuova legge sulle società, Falu chubanshe, Beijing, (1997) .

⁵⁹ *ZhonghuaRenminGongheguogongsiFa* 中华人民共和国公司法 (Legge sulle società), Articolo 1.

公司) e le società per azioni (*Gufen youxian gongsi 股份有限公司*)⁶⁰, vi sono poi delle disposizioni speciali per le società a responsabilità limitata con socio unico (*Yiren youxian zeren gongsi 一人有限责任公司*), per le società interamente di proprietà statale (*Guoyou duzi gongsi 国有独资公司*) e per le società quotate (*Shangshi gongsi 上市公司*). Le società a capitale straniero, meglio note come FIE (*Foreign Invested Enterprises*), sono regolate da leggi speciali ma qualora non vi siano normative specifiche sono regolate dalla Legge sulle società. Le modifiche apportate alla disciplina sulle società a responsabilità limitata con la nuova legge, sono particolarmente importanti per gli investitori stranieri, poiché le leggi che regolano gli investimenti esteri diretti in Cina richiedono agli investitori stranieri di operare tramite società a responsabilità limitata cinesi.⁶¹

2.2.1 Società a responsabilità limitata (*Youxian zeren gongsi 有限责任公司*).

La Legge prevede che la costituzione di una società a responsabilità limitata soddisfi le seguenti condizioni: il numero degli azionisti deve essere conforme a quello prescritto dalla legge e non deve superare i 50 azionisti⁶²; il contributo in capitale versato dai soci deve raggiungere l'importo minimo previsto dallo statuto o non deve essere inferiore al 20 % del capitale registrato della società, che nel caso di una società a responsabilità limitata è di 30000 Renminbi⁶³; gli azionisti devono elaborare lo statuto aziendale congiuntamente; la società deve avere nome e struttura organizzativa conformi a quella di una società a responsabilità limitata e la società deve avere un domicilio.⁶⁴ Lo statuto aziendale di una società a responsabilità limitata deve specificare: nome e domicilio della società; il settore in cui opera la società; il capitale registrato; il nome degli azionisti; le forme, l'importo e le date dei contributi di capitale effettuati dagli azionisti; l'organizzazione della società e la sua formazione, le funzioni, i poteri e le norme procedurali; il rappresentante legale della società e tutte le altre questioni ritenute

⁶⁰ Articolo 2.

⁶¹ Vedi oltre

⁶² Articolo 24

⁶³ Articolo 26

⁶⁴ Articolo 23

importanti dagli azionisti. Gli azionisti dovrebbero infine apporre la loro firma.⁶⁵ Gli azionisti hanno il diritto di consultare e duplicare lo statuto aziendale, così come i verbali dell'assemblea degli azionisti, le risoluzioni del consiglio di amministrazione, quelle del consiglio di sorveglianza e i rapporti finanziari della società.⁶⁶

La legge definisce inoltre la struttura organizzativa delle società a responsabilità limitata, oltre ai poteri e le funzioni dei diversi organi. L'assemblea degli azionisti, composta da tutti gli azionisti, è l'organo di potere della società⁶⁷, essa deve esercitare le seguenti funzioni secondo la legge: definire le linee guida del funzionamento della società e i piani economici; eleggere o revocare la nomina delle autorità di sorveglianza che non siano rappresentanti dei dipendenti e decidere in merito alle loro remunerazioni; esaminare e approvare le relazioni del consiglio di amministrazione e del consiglio di sorveglianza; deliberare e approvare i piani finanziari annuali e i piani di resoconto finali della società, i piani di distribuzione degli utili e i piani di recupero dei capitali della società; adottare decisioni in merito all'incremento o alla riduzione del capitale registrato della società; adottare decisioni inerenti all'emissione di obbligazioni, oltre che alla cessione, allo scioglimento, alla liquidazione o alla trasformazione della società; revisionare lo statuto aziendale e tutte le altre funzioni in esso specificate.⁶⁸ Le assemblee degli azionisti si possono distinguere in assemblee ordinarie e assemblee straordinarie. Le prime devono essere indette tempestivamente secondo le norme dettate dallo statuto, le altre si tengono nel momento in cui siano proposte dai soci che rappresentino un decimo o più del diritto di voto, da un terzo o più dei rappresentanti del consiglio di sorveglianza o dalle autorità di controllo della società⁶⁹. L'assemblea degli azionisti ordinaria è tendenzialmente convocata dal consiglio di amministrazione e presieduta dal presidente del consiglio di amministrazione, nel caso in cui il presidente non sia in grado di svolgere le proprie funzioni, l'assemblea è presieduta dal vicepresidente del consiglio e nel caso in cui anche quest'ultimo non sia in grado di svolgere le proprie funzioni l'assemblea viene presieduta da un presidente convenuto dalla metà o più degli azionisti. Se il consiglio di amministrazione non è in grado di svolgere le proprie funzioni, il consiglio di sorveglianza o le autorità di controllo

⁶⁵ Articolo 25

⁶⁶ Articolo 34

⁶⁷ Articolo 37

⁶⁸ Articolo 38

⁶⁹ Articolo 40

possono convocare e presiedere le assemblee.⁷⁰ Gli azionisti esercitano i loro diritti di voto alle assemblee degli azionisti in base alla percentuale del contributo di capitale, salvo diverse disposizioni previste dallo statuto⁷¹, esso deve infatti contenere al suo interno i metodi e le procedure di voto e di discussione dell'assemblea.⁷²

Una società a responsabilità limitata deve avere un consiglio di amministrazione, composto da 3 a 13 membri; se la società è costituita con gli investimenti di due o più imprese statali o finanziata da due o più istituzioni statali, il consiglio di amministrazione deve includere al suo interno i rappresentanti dei dipendenti della società, che devono essere eletti democraticamente dai dipendenti stessi.⁷³ Il consiglio di amministrazione deve rendere conto all'assemblea degli azionisti e svolge le seguenti funzioni: convocare le assemblee degli azionisti e riportarne i contenuti al consiglio; attuare le decisioni prese durante le assemblee; decidere i piani operativi e i piani di investimento della società; elaborare i piani di bilancio annuali, i piani di rendiconto finali, i piani di distribuzione dei profitti e di recupero delle perdite oltre a quelli per la fusione, lo scioglimento, la liquidazione e la trasformazione della società; prendere decisioni sull'istituzione di una struttura amministrativa interna all'azienda e sulle assunzioni, i licenziamenti, le retribuzioni dei dirigenti della società; formulare il sistema di gestione della società e tutte le altre funzioni indicate nello statuto aziendale.⁷⁴ Le riunioni del consiglio di amministrazione sono convocate e presiedute dal presidente del consiglio o dal vicepresidente, nel caso in cui il presidente non sia in grado di svolgere le proprie funzioni o in alternativa da un presidente convenuto dalla metà o più degli amministratori.⁷⁵ I metodi di discussione e le procedure di voto devono essere definite dallo statuto. Le decisioni prese durante le riunioni devono essere registrate e ogni persona ha a disposizione un voto.⁷⁶

Una società a responsabilità limitata può avere un Direttore, il quale viene assunto o licenziato su decisione del consiglio di amministrazione, di cui è responsabile e ricopre le seguenti funzioni: si prende carico della gestione e della produzione della società e attua le decisioni prese dal consiglio di amministrazione; mette in atto i piani operativi e

⁷⁰ Articolo 41

⁷¹ Articolo 43

⁷² Articolo 44

⁷³ Articolo 45

⁷⁴ Articolo 47

⁷⁵ Articolo 48

⁷⁶ Articolo 49

di investimento della società; stila i piani per l'istituzione di una struttura amministrativa interna; stila le basi per il sistema di gestione della società; formula le regole della società; propone l'assunzione e il licenziamento dei dirigenti e di coloro che si occupano degli aspetti finanziari della società ed esercita tutte le altre funzioni conferitegli dal consiglio di amministrazione.⁷⁷

Una società a responsabilità limitata deve avere un consiglio di sorveglianza composto da non meno di tre membri, esso deve essere composto dai rappresentanti degli azionisti e da almeno un terzo dei rappresentanti dei dipendenti della società, che devono essere democraticamente eletti dai dipendenti stessi. Il consiglio di sorveglianza deve avere un presidente, il quale deve essere eletto da più della metà del consiglio stesso. Il presidente convoca e presiede le riunioni del consiglio di sorveglianza, nel caso in cui quest'ultimo non sia in grado di svolgere le proprie funzioni, la riunione viene presieduta da un presidente eletto da più dalla maggioranza delle autorità di controllo. Gli amministratori e i dirigenti non possono far parte del consiglio di sorveglianza.⁷⁸ Le funzioni del consiglio di sorveglianza sono: controllare gli affari finanziari della società; controllare che gli atti dei manager e dei dirigenti siano conformi allo statuto e rimuoverli dalle loro funzioni in caso contrario; richiedere agli amministratori e ai dirigenti che hanno tenuto comportamenti o gesti che abbiano danneggiato la società di rimediare; proporre la convocazione di assemblee degli azionisti straordinarie e presiederle nel caso in cui non lo facciano il presidente o il vicepresidente del consiglio di amministrazione; presentare mozioni all'assemblea degli azionisti e tutte le altre funzioni stabilite nello statuto.⁷⁹ Il consiglio di sorveglianza si riunisce almeno una volta all'anno e i supervisor possono convenire assemblee straordinarie. I metodi di discussione e le procedure di voto del consiglio di sorveglianza sono definite dallo statuto. Le risoluzioni adottate durante le assemblee devono essere approvate dalla metà o più delle autorità di sorveglianza e devono essere registrate e firmate.⁸⁰

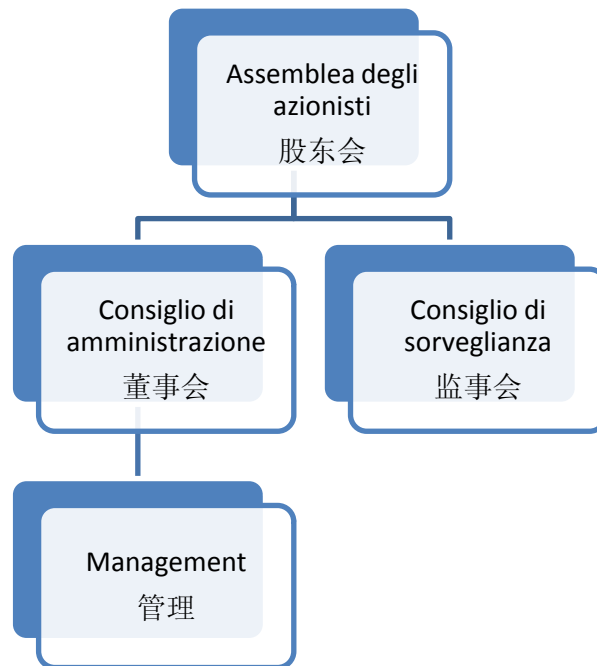
Semplificando con uno schema la struttura delle società a responsabilità limitata è sostanzialmente la seguente:

⁷⁷ Articolo 50

⁷⁸ Articolo 51

⁷⁹ Articolo 54

⁸⁰ Articolo 56



2.2.2 Società a responsabilità limitata con socio unico (*Yiren youxian zeren gongsi* 一人有限责任公司).

Le società a cui la legge fa riferimento sono società a responsabilità limitata con un unico azionista che è o persona fisica o persona giuridica⁸¹, il quale deve specificare chiaramente, al momento della registrazione della società e nella licenza commerciale, di essere l'unico finanziatore⁸²; il capitale minimo per la registrazione di tale società è di 100000 Renminbi.⁸³ Lo statuto della società viene formulato dall'azionista⁸⁴, ovviamente non vi è alcuna assemblea degli azionisti, nel momento in cui l'azionista unico prende delle decisioni lo deve fare in forma scritta e firmarlo prima di registrare il tutto.⁸⁵ Alla fine di ogni anno fiscale l'azionista deve fare un bilancio, che verrà sottoposto alla verifica di uno studio commercialista.⁸⁶ Si noti che questa forma di società le WFOE a socio unico.

⁸¹ Articolo 58

⁸² Articolo 60

⁸³ Articolo 59

⁸⁴ Articolo 61

⁸⁵ Articolo 62

⁸⁶ Articolo 63

3.2.3 Società interamente di proprietà statale (*Guoyou duzi gongsi* 国有独资公司).

La legge in questo caso si riferisce a società a responsabilità limitata costituite solamente mediante investimenti da parte dello stato, per i quali il Consiglio di Stato o i governi locali autorizzano le istituzioni di regolamentazione e supervisione statali di svolgere le funzioni di investitore.⁸⁷ Lo statuto di tali società è formulato dagli istituti di sorveglianza e regolamentazione statali o dal consiglio di amministrazione e posto ad approvazione dalle istituzioni.⁸⁸ Non vi è alcuna assemblea degli azionisti, il ruolo da essa solitamente svolto, viene svolto dalle istituzioni statali.⁸⁹ Vi è invece il consiglio di amministrazione, i cui membri vengono designati dalle istituzioni statali e del quale fanno parte i rappresentanti dei dipendenti della società, che vengono però eletti democraticamente dai dipendenti stessi; il consiglio di amministrazione deve avere un presidente e può avere un vicepresidente, designati dalle istituzioni statali,⁹⁰ il consiglio assume o revoca la carica ai manager.⁹¹ Il consiglio di sorveglianza deve essere composto da almeno cinque membri, designati dalle istituzioni statali, un terzo dei quali, devono essere rappresentanti dei dipendenti della società, i quali vengono eletti dai dipendenti stessi.⁹²

3.2.4 Società per azioni (*Gufen youxian gongsi* 股份有限公司).

La Legge prevede che la costituzione di una società per azioni soddisfi le seguenti condizioni: il numero dei promotori deve rispettare lo statuto e deve essere un numero compreso tra 2 e 200, la metà dei quali devono essere residenti nel territorio cinese⁹³; il capitale in azioni sottoscritto dai promotori deve corrispondere al capitale minimo stabilito dalla legge, che nel caso delle società per azioni corrisponde a 5000000 Renminbi⁹⁴; l'emissione di azioni e tutti i lavori di preparazione per la costituzione della società devono essere conformi alla legge; lo statuto della società deve essere redatto

⁸⁷ Articolo 65

⁸⁸ Articolo 66

⁸⁹ Articolo 67

⁹⁰ Articolo 68

⁹¹ Articolo 69

⁹² Articolo 70

⁹³ Articolo 79

⁹⁴ Articolo 81

dai promotori; la società deve avere un nome, una struttura organizzativa società per azioni e un domicilio.⁹⁵ Lo statuto di una società per azioni deve specificare: il nome e il domicilio della società; il settore di attività della società; la forma di costituzione della società; le azioni totali, il valore delle singole azioni e l'importo del capitale registrato della società; il nome di ogni promotore, le azioni che egli ha sottoscritto, così come la forma e la data dei contributi di capitale; la composizione, i poteri e le funzioni, le regole e le procedure del consiglio di amministrazione e del consiglio di sorveglianza; il rappresentante legale della società; le modalità di distribuzione degli utili; i motivi dello scioglimento della società e le modalità di liquidazione; le modalità per il rilascio delle comunicazioni e degli annunci pubblici della società e tutte le altre questioni che siano considerate necessarie dall'assemblea degli azionisti.⁹⁶ Allo statuto aziendale si deve allegare un prospetto, nel quale devono essere specificati chiaramente: il numero delle azioni sottoscritte dai promotori; il valore e il prezzo di emissione di ciascuna azione; il numero totale di azioni al portatore; lo scopo dei fondi raccolti; i diritti e i doveri degli iscritti e le date di inizio e di fine per l'offerta pubblica e una dichiarazione secondo la quale gli iscritti possono revocare le loro sottoscrizioni delle azioni se le azioni non sono state sottoscritte entro i limiti di tempo.⁹⁷ Una società per azioni deve predisporre di uno statuto aziendale, del registro degli azionisti, delle matrici delle obbligazioni, dei verbali dell'assemblea degli azionisti, del consiglio di amministrazione e di sorveglianza e le relazioni finanziarie.⁹⁸ Gli azionisti della società per azioni hanno il diritto di consultare tutti i documenti sopraelencati e hanno anche il diritto di fare proposte o sollevare domande in merito al funzionamento economico della società.⁹⁹

La legge definisce inoltre la struttura organizzativa delle società per azioni, oltre ai poteri e le funzioni dei diversi organi. L'Assemblea Generale degli Azionisti è composta da tutti gli azionisti ed è l'organo di potere della società.¹⁰⁰ Le funzioni e i poteri dell'assemblea degli azionisti in una società per azioni sono le stesse elencate in precedenza per le società a responsabilità limitata.¹⁰¹ L'assemblea degli azionisti si svolge una volta all'anno, ma se si deve svolgere entro i due mesi se si verificano le

⁹⁵ Articolo 77

⁹⁶ Articolo 82

⁹⁷ Articolo 87

⁹⁸ Articolo 97

⁹⁹ Articolo 98

¹⁰⁰ Articolo 99

¹⁰¹ Vedi nota 18

seguenti condizioni: il numero degli amministratori è inferiore al numero minimo richiesto dalla legge o è inferiore ai due terzi richiesti dallo statuto, le perdite della società raggiungono un terzo del capitale totale, un socio o più soci aggregati detengono più del 10 % delle azioni della società, il consiglio di amministrazione lo ritenga necessario o altre circostanze stabilite nello statuto.¹⁰² L'assemblea degli azionisti deve essere convocata dal consiglio di amministrazione e presieduta dal presidente del consiglio di amministrazione, nel caso in cui quest'ultimo non sia in grado di svolgere le proprie funzioni sarà il vicepresidente a presiedere l'assemblea e, nel momento in cui entrambi saranno impossibilitati a svolgere tale funzione sarà un presidente eletto da più della metà degli azionisti a presiedere l'assemblea. Se il consiglio di amministrazione di convocare l'assemblea allora sarà il consiglio di sorveglianza doverla convocare e se nemmeno il consiglio di sorveglianza sarà in grado, spetterà agli azionisti che detengono più del 10% delle azioni della società.¹⁰³ Gli azionisti devono essere avvisati 20 giorni prima in merito a data, luogo e le questioni deliberate durante l'assemblea, nel caso in cui si tratti di un'assemblea temporanea l'avviso sarà dato 15 giorni prima.¹⁰⁴ Gli azionisti che partecipano all'assemblea hanno diritto ad un voto per ogni azione detenuta, ma la società non ha il diritto di voto per le azioni da essa detenute. Per adottare una decisione presa durante l'assemblea è necessario il consenso di più della metà degli azionisti, ma se si tratta di decisioni quali il cambiamento dello statuto aziendale o la fusione, lo scioglimento, la trasformazione della società, è necessario il consenso dei due terzi degli azionisti.¹⁰⁵ Quando l'assemblea è chiamata ad eleggere i membri del consiglio di sorveglianza può, secondo lo statuto o le decisioni dell'assemblea, adottare un sistema di voto cumulativo, ossia un sistema di voto secondo il quale l'azionista può moltiplicare il diritto di voto, che solitamente gli spetta per ogni singola azione detenuta, per il numero dei membri che devono essere eletti e utilizzarli tutti per votare un solo candidato.¹⁰⁶ L'assemblea degli azionisti deve verbalizzare le decisioni prese e il presidente e i consiglieri devono apporre la loro firma agli atti.¹⁰⁷

¹⁰² Articolo 101

¹⁰³ Articolo 102

¹⁰⁴ Articolo 103

¹⁰⁵ Articolo 104

¹⁰⁶ Articolo 106

¹⁰⁷ Articolo 108

Una società per azioni deve avere un consiglio di amministrazione composto da 5 a 19 membri, esso può includere i rappresentanti dei dipendenti della società democraticamente eletti dai dipendenti stessi. Il consiglio di amministrazione delle società per azioni ha gli stessi poteri e svolge le medesime funzioni di quello delle società a responsabilità limitata già descritti in precedenza.¹⁰⁸ Il consiglio di amministrazione deve avere un presidente e un vicepresidente, i quali devono essere entrambi eletti da più della metà degli amministratori. Il presidente convoca e presiede le riunioni del consiglio ed esamina l'attuazione delle risoluzioni stabilite dal consiglio, il vicepresidente assiste il presidente nel suo lavoro e sostituisce il presidente nel caso in cui quest'ultimo non sia in grado di svolgere le proprie funzioni.¹⁰⁹ Il consiglio di amministrazione si deve riunire almeno due volte all'anno e deve avvisare tutti gli amministratori e i supervisori dieci giorni prima; gli azionisti che detengono il 10% o più delle azioni o un terzo degli amministratori possono richiedere la convocazione di riunioni straordinarie, che devono essere confermate dal presidente.¹¹⁰ Le riunioni del consiglio di amministrazione possono avvenire solo in presenza di più della metà degli amministratori e per quanto riguarda le risoluzioni vige il diritto del voto singolo.¹¹¹

Una società per azioni deve avere un Direttore, il quale viene assunto o licenziato dal consiglio di amministrazione. Le funzioni e i poteri riservati ai direttori sono gli stessi descritti in precedenza per le società a responsabilità limitata.¹¹² Il consiglio di amministrazione di una società per azioni può decidere di nominare un membro del consiglio per ricoprire il ruolo di direttore.¹¹³

Una società per azioni deve avere un consiglio di sorveglianza composto da almeno 3 membri e deve includere al suo interno i rappresentanti degli azionisti e per almeno un terzo dai rappresentanti dei dipendenti della società, democraticamente eletti dai dipendenti stessi. Il consiglio di sorveglianza deve avere un presidente e può avere un vicepresidente, entrambi eletti da più della maggioranza dei supervisori. Il presidente convoca e presiede le riunioni del consiglio, nel caso in cui non possa svolgere le proprie funzioni sarà il vicepresidente a presiedere le riunioni e se entrambi non sono in

¹⁰⁸ Vedi nota 24

¹⁰⁹ Articolo 110

¹¹⁰ Articolo 111

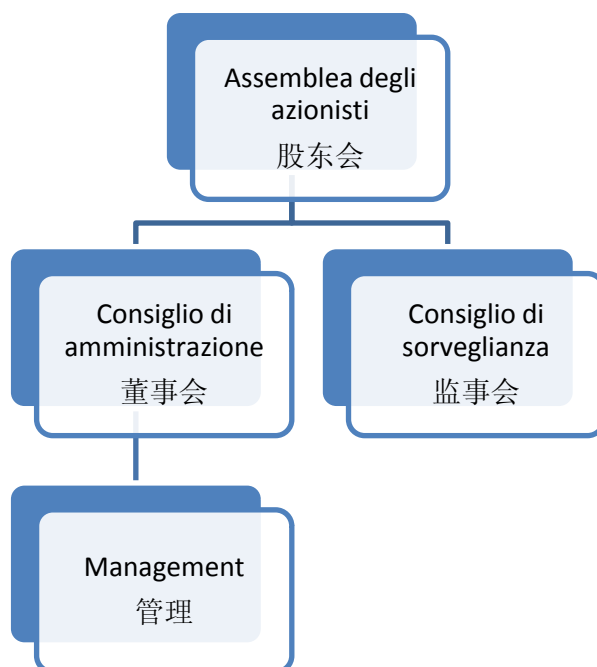
¹¹¹ Articolo 112

¹¹² Vedi nota 27

¹¹³ Articolo 115

grado sarà un presidente eletto dalla maggioranza dei supervisori a presiederle.¹¹⁴I poteri e le funzioni del consiglio di sorveglianza sono gli stessi precedentemente espressi per le società a responsabilità limitata.¹¹⁵Il consiglio di sorveglianza si riunisce almeno una volta ogni sei mesi, ma i supervisori possono proporre anche delle riunioni straordinarie. Le modalità di discussione e le procedure di voto devono essere espresse nello statuto aziendale e le decisioni prese dal consiglio devono ottenere il consenso della maggioranza dei supervisori, i quali devono firmare il verbale steso dopo la riunione.¹¹⁶

Semplificando con uno schema la struttura delle società per azioni è sostanzialmente la seguente:



¹¹⁴ Articolo 115

¹¹⁵ Vedi nota 29

¹¹⁶ Articolo 120

2.2.5 Società quotate (*Shangshi gongsi* 上市公司).

La legge fa riferimento alle società per azioni le cui azioni sono quotate in borsa¹¹⁷ e che verranno trattate in maniera approfondita nel prossimo capitolo. Le società quotate hanno degli amministratori indipendenti e le misure specifiche a riguardo devono essere formulate dal Consiglio di Stato.¹¹⁸ Una società quotata deve avere una segretaria del consiglio di amministrazione, responsabile della preparazione della assemblea generale degli azionisti e del consiglio di amministrazione della società, che conservi i documenti, gestisca i diritti azionari della società e divulghi le informazioni.¹¹⁹

2.3 Le modifiche del 2005 alla Legge sulle società cinese.

2.3.1 Gestione e Statuto aziendale.

Lo statuto aziendale previsto dalla precedente legge societaria consisteva in un elenco di disposizioni, prestabilite dall'articolo 22, che venivano adottate praticamente da tutte le aziende, indipendentemente dalle dimensioni e dalla natura di esse. Non era prevista la libertà di revisione e adeguamento degli articoli in base alle esigenze specifiche delle singole società, il ruolo e le funzioni di azionisti, amministratori e dirigenti erano fissati dalla legge e non potevano essere modificati. Con l'attuazione della nuova legge societaria, si è abbandonata tale rigidità e viene adottata una maggiore flessibilità che incoraggia gli azionisti delle società a responsabilità limitata ad approcciarsi in maniera diversa alla gestione aziendale; in questo caso lo statuto aziendale risponde alle esigenze specifiche della società. La nuova legge societaria prevede che la società sia gestita dagli azionisti, gli amministratori, i dirigenti e i supervisor e definisce le funzioni e i poteri di ciascuna autorità,¹²⁰ ma prevede anche che gli azionisti siano liberi di adottare disposizioni specifiche, stabilite nello statuto, per tutte le questioni riguardanti la gestione della società.¹²¹ Non vi è quindi nessuna disposizione che non possa essere modificata o riadattata dagli azionisti nello statuto della società. Gli azionisti sono

¹¹⁷ Articolo 121

¹¹⁸ Articolo 123

¹¹⁹ Articolo 124

¹²⁰ Articoli 35-57

¹²¹ Articoli 42-47, 49-51, 54, 56.

inoltre incoraggiati a inserire all'interno dei contenuti dello statuto disposizioni relative alla gestione finanziaria della società. Ad esempio, secondo l'Articolo 33 della precedente legge sulle società i profitti della società dovevano essere ripartiti tra gli azionisti in base alla quota di partecipazione. Secondo l'Articolo 35 della nuova legge sulle società, invece, gli azionisti hanno il diritto di concordare la divisione dei profitti secondo lo statuto aziendale. Questo offre una notevole flessibilità nel finanziamento delle società a responsabilità limitata del tutto assente nella legge precedente. Con quest'ultima, funzionari e amministratori spesso utilizzavano le società per garantire finanziamenti ad altre società nelle quali erano coinvolti, per limitare tali comportamenti, la nuova legge prevede che lo statuto possa porre delle limitazioni ai poteri di amministratori e manager¹²² e che se questi abusano dei loro poteri, prevede l'annullamento delle azioni e la possibilità di sporgere denuncia e ad ottenere il risarcimento dei danni da parte degli azionisti.

2.3.2 Riduzioni e semplificazioni dei requisiti minimi di capitale

La legge sulle società utilizza i requisiti minimi di capitale registrato come un mezzo per la tutela dei creditori. Con l'attuazione della nuova legge sulle società, sono stati ridotti e semplificati i requisiti minimi di capitale registrato, nel tentativo di rendere le società più accessibili agli investitori individuali e agli investitori provenienti dalle zone interne e meno sviluppate della Cina. La legge precedente richiedeva requisiti patrimoniali minimi di 500000 Renminbi per le imprese commerciali per la produzione all'ingrosso, 300000 Renminbi per la vendita e 100000 per i servizi.¹²³ Importi di questa entità non limitavano in modo significativo gli investitori pubblici o i singolo investitori delle aree più ricche, ostacolavano bensì gli investitori individuali delle zone più povere. La nuova legge ha eliminato i requisiti di capitale minimo in base al tipo di attività e ha ridotto a 30000 Renminbi¹²⁴ il requisito minimo di capitale per le società a responsabilità limitata con almeno due azionisti e a 100000 Renminbi¹²⁵ per le società

¹²² Articoli 38, 50.

¹²³ Articolo 23

¹²⁴ Articolo 26.

¹²⁵ Articolo 59.

con un singolo azionista, con l'intento di incoraggiare l'attività economica nelle regioni meno sviluppate mediante la protezione della responsabilità limitata.¹²⁶

2.3.3 Società a responsabilità limitata con azionista unico.

Nella Legge sulle società precedente non era prevista la costituzione di una società a responsabilità limitata con un unico azionista, era infatti richiesta la presenza di due o più azionisti;¹²⁷ la nuova legge sulle società consente invece a persone fisiche o giuridiche di formare una società a responsabilità limitata con un solo azionista¹²⁸ e prevede una struttura gestionale semplificata adatta ad un singolo azionista, ma prevede anche una serie di restrizioni per evitare che l'azionista abusi dei propri poteri, tra cui il versamento in un'unica rata del capitale registrato corrispondente a 100000 Renminbi, la possibilità di formare una sola società di questo tipo e la responsabilità per i debiti finanziari in caso di perdite della società dovute alla propria negligenza. In questo modo la legge tenta di bilanciare i benefici dei potenziali investitori in una società a responsabilità limitata, pur fornendo protezione ai creditori.

2.3.4 Pubblico accesso alle informazioni della società.

La precedente legge ha sostanzialmente divagato sul tema dell'accesso alle informazioni e, in pratica, l'accesso era consentito solamente in presenza di un professionista legale ed era quindi piuttosto limitata. Con l'adozione della nuova legge si ha un approccio completamente diverso, essa prevede che l'accesso alle informazioni di base della società sia aperto al pubblico e prevede inoltre che le autorità forniscano assistenza nella consultazione delle informazioni.¹²⁹ Secondo il sistema cinese, informazioni base quali, nome e indirizzo della società, rappresentante legale, capitale registrato, identità degli azionisti, settore in cui opera la società e così via, sono considerate essenziali per la tutela dei creditori e inoltre il libero accesso alle informazioni sull'identità degli azionisti è un metodo molto efficace per svelare gli interessi del partito. La nuova legge

¹²⁶ Dickinson S.M., Harris, Moure, Introduction to the New Company Law of the People's Republic of China.

¹²⁷ Articolo 20.

¹²⁸ Articoli 58-64.

¹²⁹ Articolo 16.

espande altresì l'accesso alle informazioni agli azionisti che, con la precedente legge, non avevano modo di ottenere informazioni sulle operazioni della società, consentendo a funzionari e amministratori di operare nei propri interessi senza alcun tipo di controllo da parte degli azionisti. La nuova legge prevede invece che la società metta a disposizione degli azionisti lo statuto aziendale, i verbali delle assemblee del consiglio di amministrazione e del consiglio di sorveglianza e i rapporti finanziari della società; rendendo in questo modo tutte le operazioni molto più trasparenti.

2.3.5 Abuso dei diritti degli azionisti.

La nuova legge sulle società introduce il concetto di abuso dei diritti degli azionisti¹³⁰, inteso a tutelare sia la società che i creditori. Essa prevede che gli azionisti esercitino i propri diritti in conformità con la legge, i regolamenti e lo statuto aziendale, senza abusare della posizione di persona giuridica per agevolare i propri interessi e danneggiare quelli degli altri azionisti e dei creditori. Nel caso in cui si verificano perdite a danno dei creditori o degli altri azionisti, a causa di un abuso di potere da parte di un azionista, questo è responsabile dei debiti, similmente a quanto avviene nel caso delle società a responsabilità limitata con un unico azionista.¹³¹

2.3.6 Limitazioni a prestiti e garanzie a terzi.

Le garanzie dei debiti senza restrizioni alle società indipendenti sono state uno dei maggiori problemi della precedente legge sulle società. Garantire i debiti di grosse società, spesso insolventi poiché coinvolte nei debiti di altre società ad esse connesse, ha portato la maggior parte delle volte a procedimenti fallimentari a scapito dei creditori. Con l'adozione della nuova legge si è cercato di porre rimedio a queste problematiche, in particolare l'Articolo 15 prevede che una società possa investire in un'altra società, ma senza assumersi la responsabilità dei debiti della società; l'Articolo 16 fornisce poi le regole supplementari concernenti gli investimenti o le garanzie dei debiti della società a favore di terzi, secondo le quali gli investimenti e le garanzie devono essere

¹³⁰ Articolo 20.

¹³¹ Articolo 64.

approvate, secondo lo statuto aziendale, dal consiglio di amministrazione o dagli azionisti e questi ultimi devono approvare la garanzia fornita a un azionista, il quale ovviamente non parteciperà alle decisioni di approvazione, o a una persona che detenga il controllo della società. In tal modo i dirigenti e gli amministratori della società non hanno alcuna autorità per fare investimenti o fornire garanzie senza l'approvazione della maggioranza degli azionisti, il che ci dà un'ulteriore prova del differente approccio della legge attuale rispetto alla precedente per evitare eventuali abusi di potere mediante limitazioni dell'autorità.

2.3.7 Rimedi legali per atti impropri da parte di amministratori e dirigenti.

Come già sottolineato in precedenza, una delle maggiori problematiche delle società cinesi è il fatto che molto frequentemente gli amministratori e i dirigenti trascurino gli interessi degli azionisti. La nuova legge ha affrontato la questione nell'articolo 150, nel quale vieta agli amministratori e ai dirigenti tutta una serie di atti, elencati nell'articolo 149, considerati inappropriati e a svantaggio degli azionisti, come ad esempio il deposito dei fondi della società in un conto individuale, fornire garanzie senza il consenso della maggioranza degli azionisti, stipulare contratti con altre società violando lo statuto aziendale e tutti gli altri comportamenti incompatibili con lo statuto aziendale. L'elenco serve agli azionisti per tutelare i propri diritti nel caso in cui amministratori e dirigenti si comportino in maniera inappropriata con la conseguente possibilità di rivolgersi al tribunale per denunciarli¹³² e ottenere il risarcimento dei danni subiti.¹³³ In tal modo il sistema giudiziario diventa l'autorità finale a tutelare i diritti degli azionisti e ad assicurare che le società operino secondo lo statuto aziendale e le normative statali.

2.3.8 Impatto sugli investitori stranieri.

Come si spiegherà in maniera più approfondita nel capitolo 4, gli investimenti diretti stranieri in Cina possono essere effettuati in tre forme: imprese a capitale

¹³² Articolo 152.

¹³³ Articolo 153.

completamente straniero o meglio note come WFOE, imprese a capitale e gestione misti sino-esteri o meglio note come equity joint venture e imprese cooperative sino-estere o meglio note come cooperative joint venture; ognuna di queste forme consiste in una società a responsabilità limitata. Gli statuti aziendali e i regolamenti connessi contengono disposizioni specifiche per ciascuna di esse, quando non vi sono applicazioni specifiche viene applicata la legge sulle società.¹³⁴ Gli statuti delle società ad investimento estero prevedono infatti disposizioni in merito ad approvazioni e percentuali di investimento, ma non i problemi quotidiani di gestione della società, di conseguenza i cambiamenti apportati alla legge sulle società avrà un forte impatto per le imprese presenti e intenzionate ad investire in Cina. Le leggi specifiche per le tre forme di imprese ad investimento straniero prevedono un trattamento speciale per gli investitori in un società a responsabilità limitata in base allo status di investitore di nazionalità straniera. Le differenziazioni in base allo status caratterizzano le imprese nazionali e uno dei principali obiettivi della nuova legge sulle società è proprio quello di abolire tali differenze , facendo sì che tutte le società cinesi siano costituite secondo le disposizioni della legge sulle società a prescindere dallo status dell'investitore. Nonostante questi cambiamenti, la Cina continua ad offrire benefici fiscali e incentivi alle imprese ad investimento estero, che non sono disponibili per le società nazionali¹³⁵ e che danno un significativo vantaggio commerciale sul mercato cinese agli investitori stranieri rispetto ai concorrenti cinesi.

¹³⁴ Articolo 218.

¹³⁵ *ZhonghuaRenminGongheguowaiquoshuifa* 中华人民共和国外国税法 (Diritto tributario estero), (1991).

3. CORPORATE GOVERNANCE IN CINA.

Negli ultimi anni, quello sulla corporate governance, (*Gongsi zhili* 公司治理),¹³⁶ è diventato un tema sempre più centrale nelle discussioni accademiche, economiche e politiche in Cina.

E' ben noto che la Cina abbia un sistema di governo unitario, a differenza di molti paesi occidentali, quali Stati Uniti, Germania, Canada e Australia, che hanno invece un sistema che promuove la separazione dei poteri. Il controllo e il potere dominante del Partito Comunista sullo Stato è definito chiaramente nella Costituzione Cinese¹³⁷. Il fatto che lo stato cinese sia sotto il controllo del partito significa che i principali cambiamenti all'interno della società sono promossi o approvati dal partito. Ciò è valso anche per la riforma economica in Cina. Nelle prime due decadi dopo il 1978, la riforma economica non era focalizzata sul miglioramento della corporate governance, sebbene si sia discusso in merito alla questione della separazione tra proprietà e management. Quando il partito comunista decise nel 1978, di introdurre la riforma economica, c'erano poche imprese private, la maggior parte delle imprese cinesi erano infatti imprese di proprietà statale, meglio note come SOE (*Guoyou qiye* 国有企业) o *township & village enterprises*, meglio note come TVE (*Xiangzhen hecunban qiye* 乡镇和村办企业)¹³⁸. Il termine corporate governance è stato introdotto in Cina proprio in quel periodo. Il 22 Dicembre 1978, alla Terza Sessione Plenaria dell'XI Congresso Nazionale il Partito Comunista Cinese ha pubblicato l'annuncio pubblico (*Huiyi gonggao* 会议公告) a Pechino, nel quale si dichiarava: "al centro dei lavori del partito ci sarà un processo di costruzione di una modernizzazione socialista a partire dal 1979".¹³⁹ E' stato inoltre sottolineato che il governo centrale avrebbe dovuto dare maggior potere di autogestione e maggiori diritti ai governi locali e alle imprese in

¹³⁶ Han jin 韩晶, *Gongsi zhili. Zhidu xitong de fazhan yu shijian* 公司治理。制度系统的发展与实践 (Corporate Governance. Development and practise), Shishi chubanshe, Beijing, 2010.

¹³⁷ Zonghua Renmin Gongheguo Xianfa 中华人民共和国宪法, Costituzione della Repubblica Popolare Cinese. Preambolo.

¹³⁸ Fu Jian, "The Enterprise Concept in Chinese Law and Its Application in PRC Company Law", *Australian Journal of Corporate Law* 8, n. 3, (1998), pp.266-299.

¹³⁹ The Public Announcement of the Third Plenary Session of the CPC Eleventh National Congress, s. 1, October 2009, <http://cpc.people.com.cn/GB/64162/64168/64563/65371/4441902.html>

modo da attenuare l'eccessiva centralizzazione del sistema economico cinese.¹⁴⁰ Vale la pena notare che l'XI Congresso Nazionale non ha cambiato la natura del sistema economico pianificato cinese.¹⁴¹ In Cina il concetto di corporate governance è stato discusso nel dettaglio per la prima volta nel 1997 dallo staff del Research and Development Centre of the Shanghai Stock Exchange (SEE) e da allora sono continuate le ricerche, in particolare dal 2003 viene pubblicato ogni anno un rapporto annuale. Le ricerche sulla corporate governance condotte dal SEE sono state inizialmente influenzate dalle discussioni sulla corporate governance negli Stati Uniti e dai Principi di Corporate Governance dell'Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) del 1999.¹⁴²

3.1 Le riforme del sistema economico e finanziario cinese

Poco dopo la fondazione della Repubblica Popolare Cinese, nel mese di Ottobre del 1949, il governo cinese ha socializzato l'economia del paese, costituendo un sistema di economia pianificata sul modello sovietico, per quasi tre decenni. Alla fine della Rivoluzione Culturale (1966-1976), la Cina ha iniziato a riformare la propria economia, in base alle Quattro Modernizzazioni¹⁴³, e a partire dal 1978 ad aprirsi al mondo esterno¹⁴⁴ sotto la guida di Deng Xiaoping. Le riforme iniziali erano volte a combinare economia pianificata e economia di mercato. La politica di riforma più importante è stata l'attuazione del duplice sistema dei prezzi (*shuangguanzhi* 双轨制, *dual-track system*), introdotto a metà degli anni '80. Secondo questo sistema ogni prodotto aveva un prezzo per la quota di produzione fissato dallo stato e un prezzo di mercato stabilito

¹⁴⁰ Ibidem

¹⁴¹ Jane, Fu, (2010), *Corporate Disclosure and Corporate Governance in China*, Kluwer Law International BV, The Netherland.

¹⁴² Hu, Ruyin, "The Concept and Importance of Corporate Governance", *Corporate Governance: International Experience and China Practice*, Tu Guangshao & Zhu Congjiu, Beijing People's Press, 2001.

¹⁴³ Le Quattro Modernizzazioni: l'industria, l'agricoltura, la tecnica e la scienza e l'esercito, sono un insieme di riforme dello Stato introdotte da Zhou Enlai e portate avanti da Deng Xiaoping a partire dal 1978.

¹⁴⁴ Politica della "porta aperta", che prevedeva la costituzione di quattro ZES (zone economiche speciali) a Shenzhen, Zhuhai, Shantou e Xiamen nel 1979; seguite dall'apertura di quattordici città costiere nel 1984 e dall'apertura del delta del Fiume Azzurro, del Min Nan e del Fiume delle Perle nel 1985. Nel 1988 c'è stata l'apertura di due aree del golfo Bo Hai e dell'intera isola di Hainan. Risale al 1990 l'ambizioso progetto della grande area aperta di Pudong e al 1992 l'apertura di molti porti fluviali interni.

invece dalla domanda e dall'offerta.; fino ai primi anni '90, quando la maggior parte dei prezzi erano fissati dal mercato mentre i prezzi stabiliti dallo stato venivano eliminati¹⁴⁵. Nel 1992, il governo centrale ha convertito il piano di riforma che prevedeva un'interazione tra economia pianificata e economia di mercato in un "socialismo di mercato con caratteristiche cinesi", che si configura secondo due caratteristiche principali. La prima è il mantenimento del controllo socialista esercitato dal potere centrale, che prende le decisioni strategiche; la seconda è l'uso progressivo dei meccanismi produttivi e finanziari capitalisti per ottenere la rapida crescita delle esportazioni e il miglioramento del livello di reddito della popolazione. Un sistema industriale competitivo e profittevole e un sistema finanziario solido ed efficiente sono essenziali per lo sviluppo economico di un paese. In Cina, all'inizio delle riforme, il sistema industriale era completamente statalizzato e fondato su scelte di massimizzazione della produzione piuttosto che del profitto, mentre il sistema finanziario era composto da un unico istituto bancario statale, che svolgeva sia il ruolo di banca commerciale che di banca centrale, con la totale assenza di una finanza di mercato. Per questo motivo il percorso di riforma economica cinese si è concentrato soprattutto sul rilancio del sistema industriale e sulla modernizzazione di quello finanziario. La Cina, prima di iniziare le riforme, aveva affrontato una serie di problemi quali l'enorme pressione demografica, la grave scarsità di capitale umano e di risorse naturali, un sistema industriale povero e infrastrutture esigue e la difficoltà nel mantenere la stabilità finanziaria¹⁴⁶. Nel 1978, prima di intraprendere le riforme, 250 milioni di cinesi vivevano ancora in condizioni di assoluta povertà¹⁴⁷, dall'adozione delle riforme, il numero si è notevolmente ridotto arrivando a 14.8 milioni nel 2007¹⁴⁸. Nel frattempo il PIL ha raggiunto un tasso di crescita di quasi il 10% annuo ed è passato da 364,5 miliardi di Renminbi nel 1978 a 30.067 miliardi di Renminbi nel 2008¹⁴⁹. Partite quasi da zero nel 1978, le sue riserve valutarie oggi si classificano ai primi posti

¹⁴⁵ Qian Y., Wu J., (2000), "China Transition to a Market Economy- How Far across the River?" Conference Paper on Policy Reform (CEDPR), Stanford University. Collegamento al sito:<http://elsa.berkeley.edu/yqian/how%20far%20cross%20the%20river.pdf>

¹⁴⁶ Qian Y., (1999), "The Institutional Foundations of China's Market Transition", Conference Paper, Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, DC. Collegamento al sito: <http://ssrn.com/abstract=187568>.

¹⁴⁷ GRRB(Gong Ren Ri Bao 工人日报- "Worker Daily"), (2008), "30 Years Reforms and Opening-up: Population in Absolute Poverty down from 250 to 14.79 Million".

¹⁴⁸ Ibidem

¹⁴⁹ China Statistical Yearbook 2007.

a livello mondiale (1.946 miliardi di dollari alla fine del 2008)¹⁵⁰. Nel 2008, la Cina si è classificata diciassettesima nel World Competitiveness Yearbook dell'International Institute for Management Development (IMD)¹⁵¹ e trentesima nel Global Competitiveness Report del World Economic Forum (WEF)¹⁵², distinguendosi fra tutti i paesi in via di sviluppo.

La transizione economica cinese avvenuta negli ultimi tre decenni è caratterizzata da importanti fattori che è utile sottolineare. Innanzitutto, la Cina ha seguito un percorso di transizione graduale, molte riforme sono state attuate inizialmente in via sperimentale e in alcune zone del paese per poi essere adottate su scala nazionale. In secondo luogo, questo percorso è avvenuto senza la completa liberalizzazione del mercato, sebbene il settore statale abbia ridotto il suo peso nell'economia nazionale, lo stato detiene ancora una grande partecipazione nei settori chiave dell'industria (trasporti, telecomunicazioni, banche, petrolio, acciaio, ecc). In terzo luogo, l'ufficializzazione e la formalizzazione della privatizzazione e dei diritti di proprietà privata non sono stati componenti essenziali nel processo di transizione per i primi tre decenni. Solo di recente, nel marzo del 2007, i diritti di proprietà privata sono stati giuridicamente riconosciuti dalla Legge dei Diritti Reali¹⁵³. Ultimo, ma altrettanto importante, questo processo sta avvenendo senza democratizzazione e si suppone che questo sistema a partito unico durerà a lungo¹⁵⁴.

3.1.1 Il sistema industriale in Cina

La prima decisione cruciale per quanto riguarda le riforme in campo industriale fu quella di passare da un sistema costituito da imprese statali che ricevevano sussidi a fondo perso dallo stato, al quale versavano poi i profitti, a un sistema che dava alle imprese il diritto di trattenere i propri profitti, pagandone le rispettive imposte. In tal

¹⁵⁰ <http://www.safe.gov.cn>

¹⁵¹ <http://www.imd.ch/research/publications/wcy/World-Competitiveness-Yearbook-2008-Results.cfm>.

¹⁵² <http://grc.weforum.org/grc/>.

¹⁵³ Zhonghua Renmin Gongheguo Wuquan fa 中华人民共和国物权法(Legge sui Diritti Reali) , Articolo 4.

¹⁵⁴ Wu Bangguo, presidente del Standing Committee del National People's Congress (NPC), ha proclamato durante l' incontro annuale dell' NPC nel 2009 che la Cina non diventerà mai una democrazia in stile occidentale in termini di un sistema multipartitico e con una separazione tra i poteri legislativo, esecutivo e giudiziario. Collegamento al sito : http://www.chinadaily.com.cn/china/2009-03/10/content_7557637.htm.

modo, le imprese dovevano ricorrere al sistema bancario per finanziare i loro progetti, il che ha modificato profondamente il sistema degli incentivi di banche e imprese. Difatti, nel modello precedente, le imprese non avevano nessun interesse a rendere efficienti le loro strutture di governance e di produzione a causa dell'assenza di incentivi. Inizialmente, i prezzi erano fissati e regolamentati dallo stato e le scelte produttive non miravano alla profittabilità dell'impresa ma alla quantità prodotta. Inoltre, la scelta autarchica caratterizzante l'economia cinese imponeva di garantire il soddisfacimento della domanda interna senza ricorrere alle importazioni. Un sistema industriale impostato in questo modo era efficace per la massimizzazione della produzione, ma comportava che la produttività rimanesse a livelli molto scarsi, il che era incompatibile con la scelta di aprirsi alla concorrenza internazionale intrapresa nel 1978. Per modernizzare il meccanismo di gestione e di finanziamento delle imprese, il governo cinese decise dunque di fare affidamento al sistema bancario per l'allocazione del credito, in questo modo le imprese venivano spinte verso l'efficienza e il profitto, poiché il loro finanziamento dipendeva dal loro merito creditizio e le banche, a loro volta, acquistavano un valore sempre più centrale nel determinare il modello di specializzazione del paese, concedendo i finanziamenti a determinate imprese piuttosto che ad altre. Questa situazione pose le basi per una contrapposizione fra gli interessi del settore industriale e quelli del sistema bancario e fece sì che il governo cinese si trovasse a far fronte alla necessità di rendere profittevoli tutte quelle imprese che erano ancora prevalentemente statali. Questo primo passaggio della riforma del sistema industriale ottenne risultati positivi ma piuttosto limitati. Il cospicuo aumento della produttività negli anni successivi dipendeva sì dal miglioramento delle pratiche di gestione delle imprese, ma ciò non bastava a modificare prassi di inefficienza ben consolidata. Era necessario intervenire più efficacemente sulle regole formali di gestione delle imprese. Un provvedimento importante da questo punto di vista, fu la promulgazione, nel 1993, della Legge sulle società (*Gongsi fa* 公司法)¹⁵⁵, approfonditamente analizzata nel capitolo precedente, e il contestuale riconoscimento della compatibilità della proprietà privata con il socialismo, i due capisaldi della riforma del sistema industriale cinese. L'apertura alla proprietà privata ha posto le basi per la

¹⁵⁵ Zhonghua Renmin Gongheguo Gongsi Fa 中华人民共和国公司法 (Companies Law of the People's Republic of China).

nascita di molte imprese private e per la privatizzazione di molte SOE.¹⁵⁶ Un ulteriore importante passo in avanti è stata infine la decisione del governo cinese, dal maggio del 2003, di concentrare la propria attenzione solo sulle 196 maggiori imprese statali, con attività superiori a 6900 miliardi di renminbi, con l'obiettivo di creare circa trenta grandi gruppi di rilevanza internazionale, tramite fusioni, acquisizioni e vendite sul mercato. A maggio 2005, queste imprese erano già state ridotte a 172. Esse sono monitorate dalla China State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC)¹⁵⁷. Il fine di questo processo di consolidamento è favorire la concentrazione delle imprese sulle loro *core competencies*, limitando il rischio di diversificazioni non profittevoli. La SASAC ha il compito di separare i legami tra le imprese e il governo e i legami tra gli azionisti e i manager al fine di migliorare la corporate governance del sistema. In veste di azionista di controllo, dovrebbe inoltre garantire alle imprese il capitale necessario agli investimenti. Secondo questo nuovo sistema, dunque, il governo centrale si disinteressa delle SOE locali e di quelle che appartengono a settori poco strategici. Per quanto riguarda le SOE locali, le 31 province e le 200 municipalità cinesi, hanno stabilito una Local State-owned Assets Supervision and Administration Commission; per quanto riguarda le SOE di rilievo nazionale in settori non strategici il governo concede che esse divengano progressivamente private. Va sottolineato che un ruolo fondamentale è giocato dall'adesione al WTO, in seguito alla quale il governo cinese ha compreso la necessità di dover favorire maggiormente la modernizzazione del sistema industriale. Alla fine di questo processo di riforme, il sistema industriale cinese è nettamente migliorato, ciononostante è essenziale un ulteriore rafforzamento del sistema privato mediante liberalizzazioni e riforme istituzionali.

Il numero delle imprese controllate dallo stato è fortemente diminuito negli ultimi anni, mentre è aumentato quello delle imprese private e a capitale straniero. L'aumento del numero delle imprese a capitale estero (*Foreign Investmnet Enterprises* FIE) ha premiato più le joint venture (*Hezi qiye* 合资企业) rispetto alle wholly foreign owned enterprises, meglio note come WFOE (*Waishang qiye* 外商企业).

¹⁵⁶ Vedi paragrafo 2.6.

¹⁵⁷ Guowuyuan Guoyou zichan jian du guan li wei yuan hui, 国务院国有资产监督管理委员会, (State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council). Collegamento al sito: www.sasac.gov.cn/

3.1.2 Il sistema finanziario in Cina.

Un sistema finanziario efficiente è indispensabile per una corretta allocazione delle risorse così come la riforma del sistema industriale è necessaria per consentire al sistema finanziario di mantenersi stabile. In Cina l'alto livello dei risparmi delle famiglie e il ridotto sviluppo del sistema finanziario rendono centrale il ruolo delle banche nel processo di sviluppo economico. Nel 2008 i risparmi bancari erano pari al 69% dell'intero sistema finanziario, le obbligazioni si classificavano al secondo posto con un 17 % e il mercato azionario si posizionava subito dietro a quello obbligazionario con il 14%. Il sistema bancario cinese occupa più del doppio del mercato azionario e obbligazionario.

Nel 2008, come si vede nella figura 1, la metà delle attività bancarie erano svolte dalle quattro banche commerciali statali, conosciute come le Big Four, ossia la Bank of China (BOC), la China Construction Bank (CCB), la Agricultural Bank of China (ABC) e la Industrial and Commercial Bank of China (ICBC). Al loro fianco operano 12 joint stock commercial bank (JSCB) occupando il 14% del settore e le Municipal Commercial Bank che operano a livello regionale e occupano il 7%. Il restante 28 % è spetta a tutte le altre banche rurali, alle cooperative di credito rurali e urbane, alle società di leasing ecc.

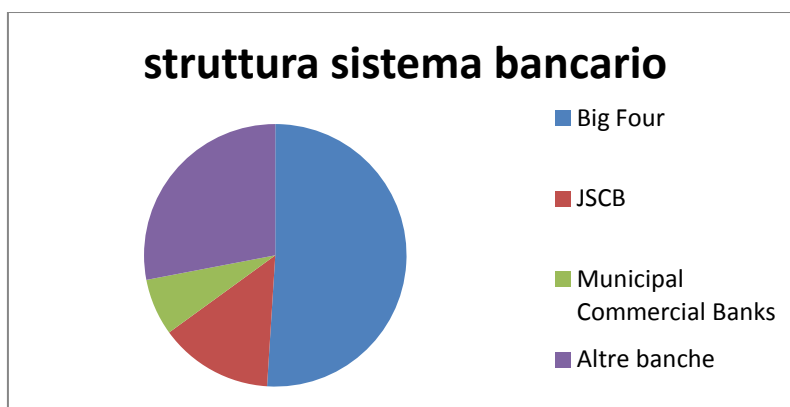


Figura 1. Fonte: www.cbrc.gov.cn

Per quanto riguarda il mercato obbligazionario, i titoli di stato, le obbligazioni delle banche centrali e le obbligazioni finanziarie sono i tre segmenti dominanti (vedi figura 4) e occupano più del 90% del mercato, mentre le obbligazioni societarie occupano solo il 5%.

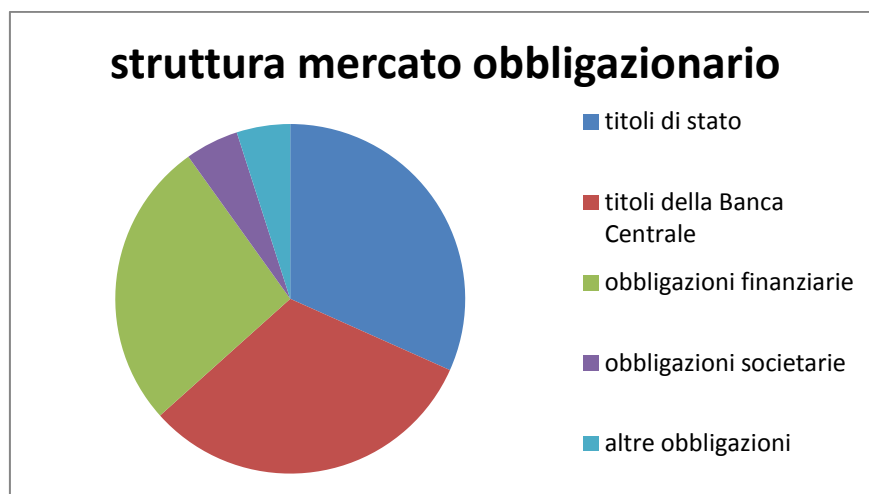


Figura 2. Fonte: www.chinabond.com.cn

Si può affermare che il sistema finanziario cinese è un sistema centrato sulle banche. Il sistema bancario cinese domina la struttura del sistema finanziario e il mercato azionario e obbligazionario sono arretrati rispetto alle dimensioni del sistema bancario. Essi sono entrambi dominati dallo stato. Il mercato obbligazionario è utilizzato soprattutto per emettere titoli di stato o obbligazioni della Banca Centrale, le obbligazioni societarie non sono invece uno strumento di finanziamento comune in Cina.

3.1.3 Le riforme del sistema bancario in Cina

La trasformazione del sistema bancario in Cina è iniziata nel 1978, quando venne abbandonata la struttura monopolistica, di stampo sovietico, a favore di un sistema di quattro banche specializzate di proprietà statale, le cosiddette State-owned banks (SOB) e meglio note come le Big Four: la People's Bank of China (PBOC, *Zhongguo renmin yinhang* 中国人民银行) per l'industria e per il commercio, la Bank of China (BOC, *Zhongguo yinhang* 中国银行) per le transazioni valutarie, la China Construction Bank (CCB, *Zhongguo jianshe yinhang* 中国建设银行) per gli investimenti immobiliari e la Agricultural Bank of China (ABC, *Zhongguo nongye yinhang* 中国农业银行) per il credito rurale. Prima della riforma, la People's Bank of China, fondata nel 1948, era l'unica banca presente in Cina e svolgeva sia il ruolo di banca centrale che di banca

commerciale.¹⁵⁸ Un'importante iniziativa fu intrapresa nel 1984 quando venne divisa la responsabilità della politica monetaria dall'attività creditizia, trasformando il tradizionale sistema cinese in un sistema two-tier e fu contestualmente costituita la Industrial and Commercial Bank of China (ICBC, *Zhongguo gongshang yinhang* 中国工商银行), per rilevare il portafoglio della PBOC che, in tal modo, divenne una banca centrale pura. La People's Bank of China assunse il duplice ruolo di sorvegliare il sistema bancario e di condurre la politica valutaria e monetaria. Al fianco delle Big Four operano in Cina 12 joint stock commercial banks (JSCB) e 112 city commercial banks (CCB) di rilievo locale, istituite negli anni '80 nelle zone economiche speciali (ZES) nell'area costiera. Sempre negli anni '80, sia nelle zone rurali che in quelle urbane, si è costituita una rete di cooperative di credito.

Nel 1995 sono state emanate due importanti leggi bancarie: la Central Bank Law (*Zhongyang yinhang fa* 中央银行法), che ha confermato la People's Bank of China come la banca centrale e ha ridotto significativamente l'influenza dei governi locali sulle decisioni di allocazione del credito e la China's Commercial Bank Law (*Shangye yinhang fa* 商业银行法)¹⁵⁹, che ha ufficialmente definito le SOB come le banche commerciali, indirizzandole alle attività commerciali basate sui principi di mercato piuttosto che ai prestiti. Importanti riforme del sistema bancario cinese sono avvenute dal momento in cui la Cina ha aderito alla World Trade Organization (WTO) nel 2001. Le due leggi sopracitate sono state revisionate. Nel 2003 è stata istituita la China Banking Regulatory Commission (CBRC), in vista dell'apertura completa del sistema bancario agli investitori internazionali prevista per il 2007, che si assumeva la duplice responsabilità di sorveglianza e di regolamentazione del settore bancario. L'apertura agli investitori stranieri era inizialmente consentita nelle joint stock commercial banks e successivamente si è diffusa anche nelle SOB. Un'altra strategia è stata quella di incoraggiare le banche cinesi ad emettere delle quote sul mercato, dal 2005 la CCB, la BOC e la ICBC sono state quotate a Shanghai e a Hong Kong. Allo stesso tempo, l'integrazione internazionale della Cina, tramite la presenza di multinazionali straniere,

¹⁵⁸ Allen F., Qian J., Qian M., Zhao M., (2008), "A Review of China's Financial System and Initiatives for the Future, lead chapter in *China's Emerging Financial Market: Challenges and Opportunities*, the Milken Institute Series on Financial Innovation and Economic Growth", Spinger.

¹⁵⁹ *Zhonghua renmin gongheguo shangye yinhang fa* 中华人民共和国商业银行法 (China's commercial Bank Law), promulgata nel 1995 e modificata nel dicembre del 2003, reperibile al sito http://www.law-lib.com/law/law_view.asp?id=260.

e l'interesse che il paese riveste per gli operatori internazionali ha indotto molte banche straniere ad aprire uffici di rappresentanza e filiali in Cina.

La progressiva liberalizzazione del mercato bancario cinese propone una sfida impegnativa per le SOB, la CCB e le JSCB e rappresenta un'importante occasione per modernizzare il sistema. Le banche straniere, essendo più efficienti, potrebbero sottrarre alle banche cinesi la clientela più prestigiosa, attratta dalla maggiore varietà di soluzioni proposte dagli istituti stranieri. Dall'altra parte, un accordo con un partner straniero potrebbe essere il modo più semplice e veloce per acquisire competenze gestionali e in termini di risk management. Agli investitori una collaborazione di questo tipo potrebbe essere utile per familiarizzare con il mercato cinese e per stabilire la propria presenza in loco con più facilità. Investire in una SOB comporta però un impegno finanziario consistente in cambio di una partecipazione piuttosto limitata, accedere invece al capitale di una delle nuove banche richiede un impegno finanziario minore e maggiori prospettive di influire sulle decisioni di controllo. E' evidente che l'interesse del governo alla ristrutturazione delle banche nazionali, attraendo competenze a livello internazionale, e l'interesse dei vari operatori che vogliono accedere a un mercato vasto e con un potenziale elevato concorreranno ad accrescere l'internazionalizzazione, tenendo sempre ben presente che il governo cinese farà il possibile per garantire la sopravvivenza e la competitività degli operatori nazionali e che partecipazioni di maggioranza degli operatori stranieri saranno consentite solo per le banche più piccole. Nel 2006 il premier Wen Jiabao¹⁶⁰, nel suo discorso all'assemblea annuale del Congresso Nazionale del Popolo, ha insistito sull'importanza della proprietà statale nelle banche nazionali per ridurre i rischi di una crisi finanziaria.

3.1.4 Sviluppo del mercato azionario.

Analogamente alle altre riforme avvenute in Cina, anche il processo di sviluppo del mercato azionario cinese è avvenuto sotto il controllo del governo centrale e in via sperimentale in alcune zone del paese. Prima dell'inizio delle riforme nel 1978, le imprese ricevevano il capitale necessario direttamente dal governo centrale e dai governi locali, non vi era dunque la necessità di un mercato azionario. Si può far risalire

¹⁶⁰ <http://www.npopss-cn.gov.cn/GB/219468/16823238.html>

la nascita delle azioni alle riforme avviate negli anni '70. In quegli anni, sono state costituite dagli agricoltori le prime joint-stock township enterprises, negli anni '80 si sono diffuse anche nelle zone urbane e alcune grandi e medie imprese sono state autorizzate a sperimentare le partecipazioni azionarie. La maggior parte delle azioni sono state emesse a favore dei dipendenti delle imprese o dei residenti del luogo, esse erano simili alle obbligazioni, in quanto garantivano dividendi fissi, erano venduti alla pari e venivano rimborsati alla scadenza. E' in questo modo che è sorto il mercato azionario. Nel 1990, dopo 31 anni di inattività, il governo centrale ha deciso di riaprire la borsa di Shanghai seguita dall'apertura di un altro mercato a Shenzhen con lo scopo di ampliare i canali di finanziamento esterno e migliorare le performance delle ex imprese statali. Alla fine del 1991, otto azioni sono state quotate al Borsa di Shanghai (SEE), e sei alla Borsa di Shenzhen (SZSE). In seguito, le azioni denominate in Renminbi e scambiate solo dai residenti o dalle istituzioni nazionali sono state definite A-share e le azioni ad investimento straniero emesse sul mercato interno dalle imprese cinesi sono state definite B-share. Questo tipo di azioni sono denominate in Renminbi, ma sottoscritte e scambiate in dollari statunitensi o in HKD.¹⁶¹ Dal 1992, il mercato cinese è cresciuto in maniera esponenziale ed è diventato uno dei più grandi a livello mondiale. A partire da 53 imprese quotate nel 1992, si è passati a 1594 imprese quotate a Shanghai e Shenzhen nel 2008.

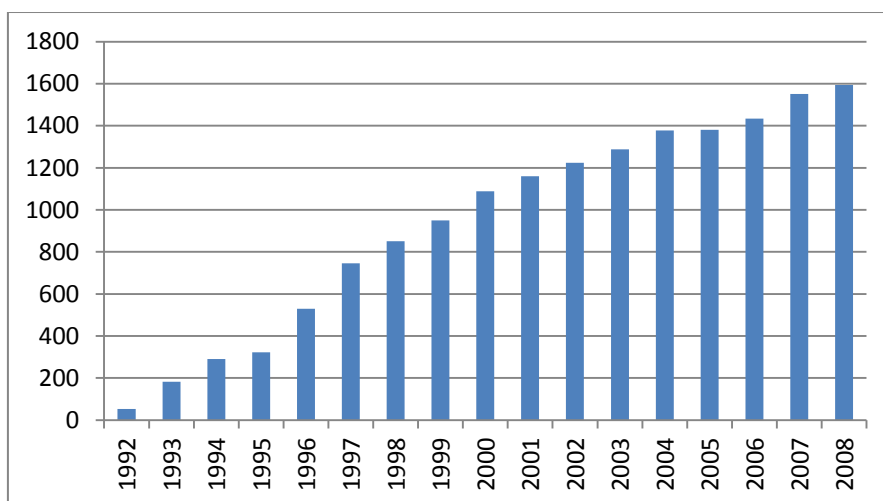


Figura 3: Numero di società quotate in borsa 1992-2008.

Fonte: China Securities and Statistical Yearbook 2008.

¹⁶¹ Dal 2001, anche gli investitori locali possono scambiare azioni B-share.

Tra azioni di tipo A-share e B-share sono stati investiti più di 2230 miliardi di Renminbi e più di 5000 milioni di dollari e dal 2007 la capitalizzazione del mercato ha superato i 10 miliardi di Renminbi. Sono stati aperti più di 40 milioni di conti d'investimento.¹⁶² Dal rialzo del 2007, il mercato azionario cinese ha raggiunto una capitalizzazione di mercato di oltre 30000 miliardi di Renminbi, oltrepassando non solo il PIL nominale per la prima volta, ma posizionandosi al secondo posto nella classifica dei mercati azionari più sviluppati dietro al New York Stock Exchange (NYSE).¹⁶³ Nei primi decenni del mercato azionario cinese le borse preferivano le quotazioni delle grandi imprese statali. A partire dal 2001, il SZSE iniziò ad esplorare la possibilità di un Growth Enterprises Market (GEM) e a partire dal maggio del 2004 ha fondato il consiglio delle piccole e medie imprese (*small and medium-size enterprises* SME). Entro la fine del 2008 le piccole e medie imprese quotate a Shenzhen erano 273.¹⁶⁴ Con l'adesione alla WTO nel 2001, la Cina si è impegnata per uniformarsi agli standard internazionali richiesti dall'organizzazione. In primo luogo, i titoli delle società straniere potevano essere commerciati in azioni di tipo B-share.¹⁶⁵ In secondo luogo, gli uffici di rappresentanza delle società straniere quotate potevano far appello per una partecipazione speciale a tutti gli scambi nazionali. In terzo luogo, i fornitori dei servizi stranieri potevano creare joint venture per la negoziazione di titoli e la gestione dei fondi, con partecipazioni iniziali che vanno dal 33% al 49% entro i tre anni dall'adesione al WTO. In quarto luogo, sempre entro i tre anni dall'adesione, le società straniere potevano creare una joint venture con una partecipazione non superiore al 33% , ma senza la necessità di un intermediario cinese, per sottoscrivere azioni di tipo A-share, B-share, ma anche titoli di stato e per il lancio dei fondi.¹⁶⁶ Alla fine del 2006, la Cina aveva rispettato gli impegni presi nel 2001 sia in termini formali, ossia a livello

¹⁶² China Securities and Futures Statistical Yearbook 2006; China Statistical Yearbook 2008; SSE Monthly Report 2008.12; SZSE Statistical Yearbook 2008.

¹⁶³ Annual report and statistics (2007) of the World Federation of Exchange, SZSE monthly statistics 2007/12

¹⁶⁴ <http://finance.sina.com.cn/stock/>

¹⁶⁵ Qian Sun, Partial Liberalization of the B-share Market. Impact and Implication, Research Center of Shanghai Stock Exchange, Dicembre 2003. Collegamento al sito:<http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/station/station20031202.pdf>.

¹⁶⁶ Zhongguo zhengquan jingdu guanli weiyuanhui 中国证券监督管理委员会,(CSRC, China Securities Regulatory Commission),(2008), "China Capital Markets Development Report", China Financial Publishing House, Beijing.

legislativo e regolamentare, sia con l'attuazione del regime previsto dal WTO.¹⁶⁷ Le autorità hanno inoltre adottato politiche aggiuntive nell'apertura del mercato finanziario, nel novembre del 2002, per esempio, è stato consentito alle imprese straniere l'acquisto di azioni di proprietà statale e nel febbraio del 2006 gli investitori stranieri sono stati autorizzati ad effettuare investimenti strategici acquistando azioni di tipo A-share.

Nel dicembre del 2002, la China Security Regulatory Commission (CSRC) ha introdotto il programma Qualified Foreign Institutional Investors (QFII), grazie al quale 52 istituzioni finanziarie straniere sono state autorizzate ad acquistare azioni di tipo A-share per un totale di 10 miliardi di dollari. Al contempo le autorità hanno promosso ulteriormente le relazioni con i mercati esteri, nel maggio del 2006 è stato lanciato il programma Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) che consentiva alle istituzioni finanziarie nazionali di investire nei mercati esteri.¹⁶⁸

3.1.5 Sviluppo del mercato obbligazionario.

Nel 1981 il governo centrale ha rilanciato i titoli del tesoro (T-bond), che erano stati emessi per la prima volta nel 1954, per una durata di cinque anni. I T-bond lanciati negli anni '80 avevano una durata di dieci anni e non erano trasferibili. A partire dal 1982 hanno dato inizio all'emissione di obbligazioni aziendali e nel 1987 il Consiglio di Stato ha stabilito che l'emissione di ulteriori obbligazioni sarebbe dovuta essere stata oggetto dell'approvazione della People's Bank of China e che la PBOC e il Ministero delle Finanze avrebbero dovuto fissare un limite massimo alle obbligazioni emettibili ogni anno dalle imprese. Le obbligazioni di tipo finanziario sono comparse invece nel 1984, sono state emesse dalle banche per sostenere il completamento dei progetti di costruzione che erano ormai prive di fondi. Da allora, sono diventate lo strumento di finanziamento più comunemente utilizzato dalle banche cinesi. Quelle sopraelencate sono le obbligazioni che caratterizzano il mercato obbligazionario primario, per quanto riguarda il mercato obbligazionario secondario a partire dall'aprile del 1988 sono state autorizzate le prime transazioni individuali in poche grandi città e successivamente

¹⁶⁷ Howson N.C., (2007), "China and WTO Liberalization of the Securities Industry: Le Choc des mondes or L'Empire immobile?", Asia Policy 3, pp.151-185

¹⁶⁸ Zhongguo zhengquan jingdu guanli weiyuanhui 中国证券监督管理委员会 (CSRC, China Securities Regulatory Commission), (2008), "China Capital Markets Development Report", China Financial Publishing House, Beijing.

estese a 28 province e 54 città. Nel 1990 il commercio dei titoli del tesoro è stato introdotto al Shanghai Stock Exchange (SSE) e nel 1995 tutti i mercati obbligazionari over the counter (OTC), ovvero i mercati nei quali i titoli non compaiono nei listini di borsa, sono stati chiusi dal governo centrale. Le borse di Shanghai e di Shenzhen divennero di conseguenza gli unici mercati obbligazionari legali. Nel 1996 una grande quantità di titoli del tesoro è stata emessa e riacquistata sul SSE e sul SZSE, segnando la nascita del mercato dei titoli in borsa. Nel 1997 le banche commerciali cinesi si sono ritirate dal mercato obbligazionario, nello stesso anno la People's Bank of China ha istituito un mercato obbligazionario interbancario secondo il China Foreign Exchange Trading System, al quale hanno avuto accesso negli anni seguenti le banche commerciali e altre istituzioni finanziarie, quali compagnie di assicurazione, cooperative di credito, fondi di investimento, investitori istituzionali esteri ecc. Dal 2002 le banche commerciali offrono servizi di sportello ai singoli investitori e alle piccole e medie imprese per il commercio dei titoli del tesoro, in aggiunta al mercato obbligazionario interbancario.

3.2 A cosa è dovuta la popolarità della corporate governance in Cina?

Negli ultimi anni il mercato azionario ha affrontato uno sviluppo impressionante, ma questo sviluppo è avvenuto finora in contrasto con lo sviluppo economico della Cina se si considera il PIL nominale. Mentre l'economia nazionale ha registrato una crescita annua del PIL di almeno l'8% a partire dal 1990, nello stesso arco di tempo la capitalizzazione della borsa ha subito notevoli oscillazioni, in particolare tra il 2000 e il 2005, sebbene un terzo delle imprese quotate sia stato eliminato e l'emissione delle azioni sia raddoppiata, la capitalizzazione del mercato si è apparentemente ridotta a causa del crollo dei prezzi azionari. Nell'individuare le cause di questo crollo, l'attenzione delle autorità di regolamentazione del mercato si è focalizzata proprio sulle carenze delle pratiche di corporate governance in Cina. Più precisamente, sono stati i diversi scandali a livello globale che hanno scosso gli investitori e hanno minato la loro fiducia nei confronti del mercato cinese. Due casi nello specifico illustrano questa questione.¹⁶⁹ Uno riguarda la società Yinguangxia (YGX) il cui prezzo delle azioni nel

¹⁶⁹ Chen F., Firth M., Gao D.N., Rui O.M., (2005), "Is China's Securities Regulatory Agency a toothless Tiger? Evidence from Enforcement Actions", *Journal of Accounting and Public Policy* 24, pp.451-488.

2000 aumentò del 440%. L'anno dopo è stato poi rivelato da due giornalisti interni alla società che la YGX aveva falsificato dei documenti e equivocato le informazioni. L'inchiesta ufficiale eseguita nel 2002 della China Securities Regulatory Commission ha calcolato un profitto fraudolento pari a 770 milioni di Renminbi dal 1988 al 2001.¹⁷⁰ L'altro esempio riguarda la Sanju Pharma, che ha creato delle transazioni fittizie per ottenere denaro dalle banche con operazione adeguatamente divulgate alle parti correlate, compreso l'azionista di controllo.¹⁷¹ L'inchiesta della CSRC ha rivelato che la Sanju Pharma aveva sottratto più di 2,5 miliardi di Renminbi, circa il 96% del capitale della società.¹⁷²

Sebbene il concetto di corporate governance sia stato introdotto in Cina già a metà degli anni '90, non ha destato particolare interesse fino al ribasso dei mercati avvenuto tra il 2000 e il 2005. A partire da quel momento sia il governo cinese che le autorità di regolamentazione hanno raggiunto la consapevolezza dell'importanza delle buone pratiche di corporate governance.

3.3 Perché la corporate governance è importante?

Sono sostanzialmente tre gli ambiti nei quali la corporate governance ricopre un ruolo fondamentale:

1. La stabilità sociale: il mercato azionario cinese appena sorto ha portato avanti un altissimo numero di azionisti, in particolare gli azionisti individuali rispetto agli investitori istituzionale hanno preso piede in quel periodo, secondo le statistiche della CSRC, nel 2007, sono stati aperti quasi 140 milioni di conti d'investimento e la stragrande maggioranza di essi era detenuta da investitori individuali.¹⁷³ Se ogni conto fosse effettivamente posseduto da una sola persona, ciò significherebbe che un decimo della popolazione totale cinese o un quarto della popolazione urbana sarebbe coinvolta

¹⁷⁰ Guo H., 2001 nian de Yinguangxia "2001 年的银光夏" ("Yinguangxia in 2001"), (2007), collegamento al sito: <http://www.eeo.com.cn>

¹⁷¹ Chen F., Firth M., Gao D.N., Rui O.M., (2005), "Is China's Securities Regulatory Agency a toothless Tiger? Evidence from Enforcement Actions", *Journal of Accounting and Public Policy* 24, pp.451-488.

¹⁷² Zhongguo zhengquan jingdu guanli weiyuanhui 中国证券监督管理委员会 (CSRC, China Securities Regulatory Commission), (2001), "Announcement of Reprimanding Sanju Pharma and Concerned Individuals", collegamento al sito <http://www.csrc.gov.cn>

¹⁷³ <http://www.csrc.gov.cn>

nelle transazioni azionarie. Per quanto riguarda gli investitori istituzionali, che gestiscono la ricchezza dei cittadini, ci sono più di 350 fondi comuni di investimento, più di 50 QFII, alcuni grandi assicuratori nazionali attivi sul mercato. Inoltre, una quantità ignota di prestiti bancari fluisce verso il mercato azionario attraverso canali illegali.¹⁷⁴ Da non trascurare è poi il fatto che il governo centrale e i governi locali che gestiscono i beni dello stato per conto del popolo cinese, continuano ad avere un ruolo determinante in molte società quotate tramite le loro attività di management e amministrazione. Il numero di piccoli azionisti coinvolti direttamente o indirettamente nel mercato azionario è talmente grande che un'analisi più approfondita in merito potrebbe creare dei seri danni alla stabilità. Quindi, non è difficile comprendere che il governo centrale, gli enti statali e le borse abbiano avvertito per diverso tempo un mercato instabile, soprattutto dopo che il prezzo delle azioni nel 2007 si è alzato notevolmente. Un mercato azionario efficiente non dovrebbe creare instabilità sociale, questo resta dunque per la Cina uno dei problemi principali da risolvere e come si è detto in precedenza buone pratiche di corporate governance sono utili in tal senso.

2. La concorrenza finanziaria: la Cina per integrarsi nell'economia mondiale ha dovuto adattarsi a norme e convenzioni internazionali stabilite principalmente dai paesi sviluppati. Per far sì che gli investitori internazionali acquistino le loro azioni, le società cinesi quotate in borsa devono adeguarsi alle pratiche di corporate governance definite a livello globale. L'internazionalizzazione dei mercati finanziari però spesso è un'arma a doppio taglio per le economie in via di sviluppo, poiché il capitale può facilmente fluire in un mercato in cui la tutela degli investitori è debole. La crisi asiatica alla fine degli anni '90 ha dimostrato che con l'apertura dei mercati finanziari senza meccanismi di corporate governance ben sviluppati può facilmente avvenire una fuga di capitali. Anche se la Cina ha ottenuto negli ultimi trent'anni successi straordinari e le prospettive di miglioramento per il futuro siano positive, deve riuscire a mantenere alto l'interesse degli investitori stranieri e deve lavorare nel breve periodo alla compensazione delle lacune in tema di corporate governance nel proprio interesse.

¹⁷⁴ Liu Q., (2006), "Corporate Governance in China: Current Practices, Economic Effects and Institutional Determinants", CESifo Economic Studies, Vol. 52, pp.415-453.

3. Un ulteriore sviluppo: la transazione economica della Cina verso un'economia socialista di mercato è ancora in corso e la serie di riforme delle SOE lanciate negli anni '90 non è ancora terminata. Solo una parte delle ex SOE è infatti quotata a Shanghai e a Shenzhen, le società rimanenti sono in attesa di un'offerta pubblica iniziale per avviare il processo di quotazione. Quindi, il governo centrale e i governi locali, in quanto titolari di crediti nei confronti di molte aziende di stato, sono incentivati a mantenere il mercato azionario come base di finanziamento per le SOE. Non va tralasciato che la creazione di un mercato azionario è il primo passo per il completamento del mercato di capitali cinese, ma il mercato finanziario stesso deve ancora perfezionarsi e diversificare la sua linea di prodotti di investimento. Il mercato obbligazionario e gli indici quotati dipenderanno proprio da quest'ultimo e non si potranno costituire se il mercato azionario è il primo a crollare. Una fase di ulteriore transazione economica della Cina e lo sviluppo di un mercato di capitali non possono affrontare il fallimento del mercato azionario.¹⁷⁵

3.4 Il modello cinese di corporate governance.

Come già detto in precedenza, i modelli di corporate governance variano a seconda dei paesi e dei sistemi giuridici. Nel modello anglo-americano l'azionariato delle grandi imprese è fortemente mobile e quasi sempre disinteressato alla gestione delle imprese, gli amministratori detengono quindi un potere decisionale incondizionato.¹⁷⁶ Nonostante i numerosi scandali verificatisi alle fine degli anni '90 negli Stati Uniti, le imprese quotate in questo tipo di mercato continuano ad affrontare severe restrizioni legali e a rinforzare la protezione degli azionisti di minoranza¹⁷⁷ e il mercato dei prodotti non è abbastanza competitivo da aumentare le prestazioni delle imprese. In questo modello i meccanismi per la tutela degli investitori sono piuttosto attivi, la struttura interna di corporate governance invece non è altro che una semplice rapporto tra gli azionisti e il consiglio di amministrazione che si definisce attraverso l'assemblea generale. In questo modello le funzioni di gestione e controllo sono concentrate nelle mani del consiglio di amministrazione. Al contrario nel modello germanico-giapponese

¹⁷⁵ Tang J., Linowski D., *Corporate Governance at the Chinese Stock Market-How it Evolved*, (2011).

¹⁷⁶ Enriques L., Volpin P., (2007), "Corporate Governance Reform in Continental Europe", *Journal of Economic Perspective*, Volume 21, pp. 117-140.

¹⁷⁷ Roe M. J., (2003), "Delaware's Competition", *Harvard Law Review*, Voll, 117.

l'azionariato delle imprese è più concentrato. Sebbene i meccanismi di mercato siano meno forti rispetto al modello anglosassone, questo modello si è evoluto in una struttura interna di governance più sofisticata che coinvolge altre parti interessate, quali banche, sindacati e dipendenti dell'impresa. In confronto a questi due modelli, il modello di corporate governance cinese¹⁷⁸ ha una struttura esterna piuttosto debole dal punto di vista legislativo e dei meccanismi di mercato. Ciò non è sorprendente se si considera il processo di transazione verso un'economia di mercato in Cina e l'istituzione di un principio di legalità.

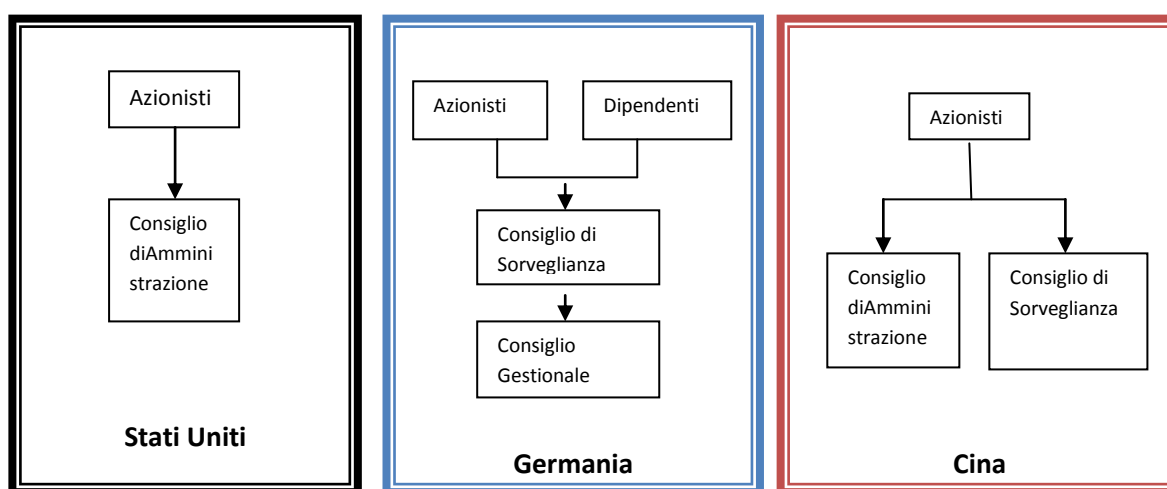


Figura 6. Modelli di Corporate Governance negli Stati Uniti, in Germania e in Cina.

La concorrenza dei prodotti sul mercato spinge produttori e fornitori di servizi a migliorare le loro performance, il problema del mercato cinese è la mancanza di concorrenza in quei settori considerati dal governo di importanza strategiche, quali trasporti, telecomunicazioni, compagnie petrolifere, banche e così via che sono controllati dallo stato. In questi settori sono le SOE ad avere il dominio. Un'altra problematica è il protezionismo a livello locale per favorire lo sviluppo economico a livello regionale, nel processo di approvvigionamento i governi provinciali e municipali promuovono i prodotti locali e incoraggiano le imprese ad acquistare i materiali di fabbricazione locale. Ciò è diventato ancora più manifesto quando, con la crisi finanziaria del 2007, durante la pianificazione di un'enorme quantità di spesa per

¹⁷⁸ Yang Ziran 杨自然, *Gongsi zhili de Zhongguo moshi 公司治理的中国模式 (Chinese Model of Corporate Governance)*, (2009), Shehui kexue chubanshe , Beijing.

garantire la crescita economica del paese, dieci governi provinciali hanno emesso dei documenti per l'acquisto dei prodotti locali, tra cui acciaio, elettrodomestici e veicoli.¹⁷⁹

Se consideriamo il mercato azionario cinese, esso è dinamico in termini di un numero sempre maggiore di investitori e di una capitalizzazione del mercato, ma è ancora poco sviluppato per altri aspetti molto significativi. In primo luogo, l'intero sistema finanziario in Cina è dominato da un grande controllo statale del sistema bancario, il che implica che i finanziamenti attraverso il mercato azionario siano piuttosto limitati, le autorità solitamente tendono a finanziare il settore statale. In secondo luogo, il mercato azionario cinese ha carenza di prodotti di investimento alternativi. In terzo luogo, il mercato azionario cinese è più un mercato domestico che internazionale, è aperto in misura limitata ad un piccolo numero di investitori stranieri così come l'accesso degli investitori domestici ai mercati azionari esteri è alquanto ridotto. Sono state annunciate quotazioni di imprese ad investimento straniero per accelerare l'internazionalizzazione del mercato, ma non è ancora stato preso nessun provvedimento a tal riguardo.

Un quadro interessante è inoltre fornito dalle istituzioni giuridiche della Cina. Da un lato, il sistema giuridico cinese presenta una protezione degli azionisti sufficiente. Prendendo come punto di riferimento le misure di alcuni autori quali La Porta, Lopez-de-Silanes, Sheifer e Vishny¹⁸⁰ in merito alle disposizioni di legge per le imprese quotate in borsa,¹⁸¹ si è riscontrato che la protezione degli azionisti in Cina è pari al livello medio degli altri paesi presi in analisi, si trova tra i paesi di origine anglosassone che hanno le più alte misure protezionistiche nei confronti degli azionisti e tra i paesi di origine germanica che ne sono invece carenti. Tali autori hanno poi confrontato l'applicazione della legge in Cina e negli altri paesi ed è risultato che l'applicazione della legge in Cina è significativamente al di sotto del livello medio degli altri paesi. L'incoerenza dei risultati mostra che la protezione degli azionisti in Cina è forte sulla carta, ma debole nella pratica. Le ragioni per le quali l'applicazione della legge è scarsa in Cina sono la mancanza di professionisti legali qualificati e il conflitto di interessi tra la correttezza nella pratica del diritto e il potere dominante del governo.

¹⁷⁹ 21CBH (21 Century Business Herald), (2009), "Delegates on the Two Conferences Criticized Regional Protectionism".

Collegamento al sito: <http://www.21cbh.com>

¹⁸⁰ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., Vishny R. W., (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106: 1113-1155.

¹⁸¹ Allen F., Qian J., Qian M., (2005), *Law, Finance and Economic Growth in China*. *Journal of Financial Economics*, Vol.77, N.1, pp. 57-116

Per quanto riguarda gli aspetti interni al modello cinese due sono componenti da valutare: la prima è la struttura di governance interna. Il modello cinese sembra, all'apparenza, molto simile al modello tedesco. In Germania l'azienda pubblica è amministrata da un consiglio di amministrazione (Vorstand) e da un consiglio di sorveglianza (Aufsichtsrat), il consiglio di amministrazione è responsabile delle operazioni quotidiane dell'azienda, mentre il consiglio di sorveglianza è responsabile della nomina, supervisione e consulenza degli amministratori.¹⁸² Nel modello cinese la gestione è affidata al consiglio di amministrazione mentre il controllo è affidato al consiglio di sorveglianza. Il consiglio di sorveglianza comprende anche i rappresentanti dei dipendenti, similmente al modello tedesco di cogestione (Mitbestimmung). Non esiste però la relazione gerarchica tra il consiglio di amministrazione e il consiglio di sorveglianza presente nel modello tedesco, mentre il consiglio di sorveglianza tedesco ha l'autorità di nominare e, se necessario, di revocare i componenti del consiglio di amministrazione, in Cina i due consigli si trovano sullo stesso piano e i componenti di entrambi sono nominati dagli azionisti. Dato il tipo di struttura, sorge il dubbio se il consiglio di sorveglianza abbia un potere sufficiente per controllare l'operato del consiglio di amministrazione in modo efficiente.

La seconda è la struttura proprietaria del mercato azionario. Come già descritto in precedenza, il mercato azionario è caratterizzato da una pianificazione di tipo statale. Le ex SOE sono state messe sul mercato, ma la distribuzione delle azioni è regolata dal governo centrale e gran parte delle azioni non può essere scambiata in borsa. Fino al 2005 le azioni cinesi si dividevano in due tipi: azioni non negoziabili, che non potevano essere quotate in borsa e azioni negoziabili, che invece potevano essere scambiate. Questi due tipi sono stati a loro volta suddivisi in categorie in base agli azionisti e alla posizione nelle liste. Le azioni non negoziabili comprendevano principalmente le azioni di proprietà statale e le azioni di persone giuridiche. Nel 2005 circa due terzi delle azioni del mercato cinese erano non negoziabili e tra questi il 45% circa erano di proprietà statale. Dal momento che i garanti delle aziende statali sono le ex SOE sotto il controllo delle agenzie di stato, di fatto lo stato controlla più della metà di tutte le imprese quotate. Mentre le azioni negoziabili, siano esse A-share o B-share, disperse tra investitori privati e istituzionali occupano poco più del 30%. Prima del 2005 l'unico

¹⁸² Mallin C. A., (2007), Corporate Governance, Oxford University Press.

canale legale per la transazione di azioni non negoziabili era il trasferimento di patrimonio tra le imprese, a condizione che fosse stato approvato dalle autorità competenti. Nel 2005, le autorità di regolamentazione hanno avviato una riforma per rendere commerciabili le azioni non negoziabili. Per un risarcimento in contanti o in azioni, gli azionisti hanno ottenuto il diritto di vendere quelle che una volta erano azioni non negoziabili dopo un periodo di blocco che va dai 12 ai 24 mesi. Nonostante questa riforma abbia migliorato la liquidità del patrimonio delle società quotate, gli assetti proprietari del mercato e il dominio dello stato non sono mutati.

Gli autori Shleifer e Vishny¹⁸³ sostengono che il modello anglo-americano e il modello tedesco siano efficienti perché hanno una buona complementarietà tra il livello di protezione legale e la concentrazione proprietaria. I paesi con una scarsa tutela degli investitori generalmente mostrano un controllo più concentrato delle imprese rispetto a paesi in cui vi è una buona tutela degli investitori.¹⁸⁴ In riferimento a questi studi teorici si potrebbero quindi attribuire le cause della struttura proprietaria concentrata alla debolezza della protezione degli azionisti, ma in realtà questa logica non corrisponde alla realtà cinese. La ragione principale è che in Cina lo stato ha giocato un ruolo fondamentale nella formazione della legislazione, compresa la protezione legale degli azionisti, e nella creazione delle strutture di corporate governance, quindi sia gli assetti proprietari del mercato azionario sia la protezione legale degli investitori riflettono la volontà dello stato. In sintesi, tre sono le caratteristiche che rendono il modello di corporate governance cinese diverso dagli altri: un ambiente esterno debole che non esercita sufficienti vincoli di mercato e in materia legale per le società quotate; una struttura interna di governance semplice priva di un organo di controllo sufficientemente forte e infine il predominio dello stato nella struttura proprietaria. Eppure se la protezione legale degli investitori non è stato il conduttore dello sviluppo del modello cinese di corporate governance, come ha fatto quest'ultimo ad evolversi negli ultimi decenni? Questo è un quesito cruciale per la comprensione del modello di corporate governance cinese. Poiché la maggior parte delle imprese quotate sul mercato

¹⁸³ Shleifer A., Vishny R. W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2.: 737-783.

¹⁸⁴ Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics* 58: 81-112; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., Vishny R W., (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106: 1113-1155; La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., Vishny R. W., (1999) "Corporate Ownership Around the World", *Journal of Finance* 54:471-517.

azionario cinese ha un trascorso come SOE, è necessario conoscere più in dettaglio il processo di sviluppo che queste hanno avuto per rintracciare le origini del modello cinese di corporate governance.

3.5 L'evoluzione delle pratiche di governance nelle SOE.

Prima del 1978, nell'economia pianificata la proprietà statale era considerata l'unica forma legale per costituire un'impresa¹⁸⁵. Questo ha concesso ai pianificatori statali di immobilizzare le risorse umane e finanziarie e ha permesso loro di fissare la produzione e la distribuzione della domanda. Lo stato non solo deteneva il diritto di proprietà, ma gestiva le SOE attraverso i funzionari, ai quali venivano attribuiti poteri manageriali. Secondo questa struttura organizzativa le SOE costituivano le uniche entrate nelle casse dello stato così come erano la fonte di reddito per i propri dipendenti.¹⁸⁶ Le SOE non ricoprivano solo il ruolo di unità produttive ma mantenevano anche una certa sicurezza sociale. Le SOE una volta venivano definite “ciotole di riso di ferro”, poiché esse fornivano lo stipendio, l'alloggio, le cure mediche e la pensione. Dopo la sospensione dei processi di sviluppo economico durante la Rivoluzione Culturale e avendo visto lo sviluppo ottenuto in quegli anni dai paesi sviluppati, nel 1978, il governo centrale decise di aumentare la produttività e innalzare gli standard di vita riformando il sistema economico e rendendolo più competitivo. In base alle politiche intraprese dal governo centrale per riformare le SOE si possono individuare quattro fasi.¹⁸⁷

¹⁸⁵ Zhonghua Renmin Gongheguo Gongsi Fa 中华人民共和国公司法 (Companies Law of the People's Republic of China), Articolo 15.

¹⁸⁶ Schipani A. C., Liu J., (2002), “Corporate Governance in China: Then and Now”, Columbia Business Law Review, Vol. 2002, pp. 1-69.

¹⁸⁷ Zhongguo zhengquan jingdu guanli weiyuanhui 中国证券监督管理委员会 (CSRC, China Securities Regulatory Commission), Zhongguo shangshi gongsi zhili fazhan baogao 中国上市公司治理发展报告 (China listed company corporate governance report), (2010), Zhongguo quanrong chubanshe, Beijing.

3.5.1 (1978-1983) Prima fase.

L'esperimento di riforma delle SOE è iniziato già prima che l'XI Congresso del Partito Comunista Cinese si svolgesse. Nell'autunno del 1978, sei SOE nella provincia del Sichuan sono state selezionate dal governo locale per tentare di aumentare l'autonomia dell'impresa e trattenere i profitti. Nel 1979, il numero delle imprese è passato a cento. A queste imprese è stata data maggiore autonomia in modo che potessero produrre e vendere i beni ad un mercato esterno libero e poter trattenere i profitti nel momento in cui fossero riuscite a soddisfare la domanda. L'elemento caratterizzante questa fase è il decentramento. Nel 1979, il Consiglio di Stato ha promulgato una serie di regole e leggi volte a riformare il sistema di gestione aziendale. Questa serie di regole tendevano a regolare i rapporti tra le imprese e lo stato, davano ai manager maggiore libertà nelle attività economiche per sostituire il controllo diretto dello stato in campo amministrativo, mediante un modello gestionale in cui il controllo statale è integrato agli incentivi economici. Sono state fornite alle aziende misure favorevoli in termini di investimenti a capitale fisso, ammortamenti e gestione del capitale circolante per aumentarne gli incentivi e migliorarne le prestazioni. Nel 1980, più della metà delle aziende sono state coinvolte negli esperimenti e hanno ottenuto una certa autonomia nella pianificazione della produzione, nell'acquisto dei materiali, nelle assunzioni, nella vendita e nell'utilizzo dei profitti ricavati. Questa serie di incentivi ha avuto un effetto positivo sulle performance delle aziende, rispetto al 1978, i profitti delle SOE sono cresciuti del 10,1 % nel 1979, il disavanzo di un miliardo di Renminbi è stato sostituito da un avanzo di 13,5 miliardi di Renminbi e le entrate provenienti dalle aziende statali sono aumentate del 7,5%.¹⁸⁸ Nel 1981, sono stati introdotti programmi pilota per accrescere l'indipendenza economica delle SOE ed il loro successo è stato sintetizzato nel SOE Management Responsibility System e fissato dallo stato come l'obiettivo della riforma dei meccanismi di gestione delle imprese.

¹⁸⁸ Wang K., (2006), "Corporate Governance and Agency Cost under Large Shareholder Control", Encyclopedia of China Publishing House, Beijing.

3.5.2 (1984-1992) Seconda fase.

Gli elementi caratterizzanti questa seconda fase sono la variazione della distribuzione degli profitti e la formazione del sistema di responsabilità manageriale. Prima delle riforme i profitti venivano recepiti tutti allo stato, d'ora in poi, i profitti delle aziende di stato vengono tassati e vengono divisi tra lo stato e l'impresa, attuando in tal modo il Manager Accountability Mechanism. Nel 1984 è sorta per la prima volta l'idea che la proprietà e la gestione delle SOE potessero essere separate e nel 1986, il Comitato Centrale del Partito Comunista Cinese e il Consiglio di Stato, hanno emesso una serie di documenti, tra cui i Termini di riferimento per i manager delle imprese di proprietà statale, che stabilivano che il manager è il rappresentante legale (persona giuridica) della società e forniva un nuovo sistema di corporate governance che prevedeva una responsabilità totale del manager, un ruolo di sorveglianza e garanzia da parte del partito e una gestione democratica da parte dei dipendenti. A partire dal 1987 la priorità della riforma delle SOE è diventata la trasformazione dei loro meccanismi operativi. A tal proposito è stata avviata un'importante riforma nei modelli delle operazioni commerciali delle imprese ed è stato istituito un sistema di responsabilità basato sul contratto. In un periodo di transazione economica, il sistema di responsabilità contrattuale è risultato essenziale per garantire la crescita costante delle entrate del governo, promuovere la separazione tra proprietà e gestione, fornire alle SOE maggiore autonomia e maggiori incentivi al fine di rendere lo sviluppo più sostenibile. Tuttavia questo sistema presentava anche delle debolezze, la base dei contratti è stata spesso decisa arbitrariamente e talvolta non era obiettiva, i contraenti quando le imprese erano profittevoli dividevano i guadagni, quando subivano delle perdite non erano però responsabili. Questo sistema non è riuscito a separare completamente la presenza dello stato dalle imprese. Nel 1992 il Consiglio di Stato ha formulato e promulgato il Regolamento sulla trasformazione dei meccanismi operative delle imprese industriali di proprietà dell'intero popolo, delegando quattordici poteri operativi indipendenti dalle SOE e accelerando così il passaggio ad un'economia di mercato. In questa fase lo Stato inizia ad allentare il controllo sulle imprese e a diminuire il proprio ruolo nella governance delle stesse passando da proprietario, amministratore, pianificatore, supervisore e finanziatore a proprietario, supervisore e finanziatore. Lo stato costituisce

grandi gruppi di imprese che dovrebbero collegare le SOE a livello orizzontale e verticale, con questa politica mira a promuovere una struttura più razionale, lo sviluppo tecnologico, finanziamenti interni ai gruppi che diventerebbero dei conglomerati. Si è venuto pertanto a formare un nuovo livello nella struttura di governance tra lo stato e le imprese coinvolte. Inoltre, con l'adozione della Legge per le imprese di proprietà statale cinesi, nel 1988, viene riconosciuto alle imprese statali lo status di persona giuridica. D'ora in poi il direttore della fabbrica agisce come il rappresentante legale oltre ad esercitare il proprio potere nelle decisioni per il funzionamento dell'impresa. Per la prima volta nella storia delle SOE, il direttore occupa un ruolo centrale nell'impresa. Questa legge ha inoltre introdotto alcune misure per facilitare la gestione delle imprese e ha istituito un comitato di gestione per assistere il direttore nelle decisioni importanti.

3.5.3 (1993-2003) Terza fase.

Nonostante le riforme attuate nel settore statale a partire dal 1978, questo continua a dimostrarsi poco competitivo in confronto al settore privato, che durante i primi quindici anni della riforma di apertura della Cina ha avuto un'espansione impressionante. Da quando gli amministratori hanno ottenuto maggiore potere decisionale, le SOE hanno subito perdite costanti. A partire dal 1993, nonostante non fossero state chiuse, le SOE non erano più il punto di forza dell'economia nazionale. La quota della produzione industriale delle aziende statali è scesa dal 78% nel 1978 al 43% nel 1993.¹⁸⁹ In questa fase quindi il fulcro delle riforme ruoterà intorno all'istituzione di un sistema aziendale moderno. Durante il XIV Congresso del Partito, nel 1993, è stata adottata la Decisione sulle questioni riguardanti la creazione di una struttura economica socialista, che definiva chiaramente gli obiettivi delle riforme, che consistevano sostanzialmente nella creazione di un sistema basato su regole, su istituzioni a supporto del mercato e sui diritti di proprietà. A differenza delle prime due fasi, in questa fase la riforma si svolge in diversi aspetti. In primo luogo, la decisione vuole trasformare le SOE in imprese moderne con diritti di proprietà chiari, con una separazione chiara tra lo

¹⁸⁹ Qian Y., (1999), "The Process of China's Market Transition (1978-98): The Evolutionary, Historical, and Comparative Perspectives".

stato e le imprese e con una gestione scientifica.¹⁹⁰ In secondo luogo, la decisione prevedeva la privatizzazione delle piccole SOE e in terzo luogo sosteneva lo sviluppo del mercato finanziario.¹⁹¹ La Legge sulle società,¹⁹² promulgata nel dicembre del 2003, ha fornito il supporto legale per l'istituzione di un sistema aziendale moderno e ha posto le basi per la nascita della corporate governance. La Cina ha definito il suo sistema economico di base, nel quale la proprietà statale è l'elemento fondamentale ma che prevede lo sviluppo di altre forme di proprietà. In linea con quanto appena detto, due sono gli aspetti sui quali ci si è concentrati maggiormente, innanzitutto la riforma delle aziende e l'adeguamento strutturale dell'economia nazionale hanno favorito la creazione di un sistema in cui le imprese dovrebbero diventare entità giuridiche responsabili delle loro operazioni commerciali, dei profitti, dello sviluppo e dei rischi. Alcune SOE sono state ristrutturare in società a responsabilità limitata (有限责任公司) o in società per azioni (股份有限公司) e con la redazione di atti costitutivi e la costituzione di assemblee, consigli di amministrazione e consigli di sorveglianza si era delineata la struttura base della corporate governance. Inoltre, sono stati rimossi gli ostacoli istituzionali che limitavano lo sviluppo del settore non statale e le imprese appartenenti a questo settore sono aumentate continuamente. A partire dall'inizio degli anni '90, un mercato di capitali a livello nazionale, in cui le borse costituiscono l'agente principale, si è venuto a progressivamente a formare e il numero delle società quotate è cresciuto esponenzialmente. La maggior parte di queste erano SOE riformate, quelle non riformate hanno continuato a mantenere i propri meccanismi gestionali e hanno mantenuto il controllo sulle azioni delle società quotate. Al contempo, l'aumento della partecipazione delle società quotate presentava problemi sempre più gravi in termini di governance, il miglioramento della corporate governance delle società quotate è stato in questo periodo uno dei passaggi principali per lo sviluppo dell'economia cinese. In particolare la quarta assemblea del XV Comitato Centrale del Partito del 1999, ha adottato politiche più aggressive per la riforma delle aziende di stato. Tra queste degna

¹⁹⁰ Zhongguo gongchandang 中国共产党 (CPC, The Communist Party of China), "关于建立社会主义市场经济体制若干的决定", "Decision on Issues Concerning the Establishment of a Socialist Economic Structure", (1993). Collegamento al sito: <http://www.people.com.cn/>

¹⁹¹ Qian Y., (1999), "The Institutional Foundations of China's Market Transition", Conference Paper, Annual Bank Conference on Development Economics, Washington DC. Collegamento al sito: <http://ssrn.com/abstract=187568>.

¹⁹² Zhonghua Renmin Gongheguo Gongsifa 中华人民共和国公司法 (Companies Law of the People's Republic of China).

di nota è il riadattamento della struttura economica statale¹⁹³(*zhuada fangxiao* 抓大放小), che letteralmente significa “trattieni le grandi e lascia andare le piccole”, che prevedeva che lo stato concentrasse il proprio controllo sui quattro settori pilastro dell’industria cinese, ossia la sicurezza nazionale, i monopoli, i servizi e le tecnologie e si ritirasse dagli altri settori. In questo modo il processo di privatizzazione delle SOE veniva facilitato, nonostante sarebbero potuti sorgere alcuni ostacoli a causa dei governi locali che avrebbero rallentato il processo ma non avrebbero comunque impedito l’esecuzione. Nel 2001 la Cina con l’adesione alla World Trade Organization (WTO), si è impegnata ad adottare i Principi di Corporate Governance dell’OCSE e a migliorare la corporate governance delle società quotate. Nel 2002 la China Securities Regulatory Commission (CSRC) e la National Economic and Trade Commission hanno rilasciato il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate. Questo documento si basa sui principi dell’OCSE e definisce i principi fondamentali di corporate governance, i mezzi per conseguire la tutela degli investitori e il codice di condotta e di etica professionale che devono essere osservati dagli amministratori, dai supervisori e dai dirigenti, in generale, delle società quotate. In questa fase lo stato ha modificato il proprio ruolo, da unico proprietario delle imprese statali ad azionista che detiene diritti di proprietà su una parte degli assetti dell’impresa.

3.5.4 (2003-Oggi) Quarta fase.

Questioni relative ai problemi di buona pratica della corporate governance hanno iniziato a sorgere nel 2004, ma grazie alla collaborazione delle autorità di regolamentazione, come la CSRC per esempio, il livello di corporate governance delle società quotate è stato costantemente migliorato. Il Consiglio di Stato ha emesso una serie di opinioni per promuovere la riforma, per l’apertura e la crescita del mercato di capitali, chiarendo l’importanza di quest’ultimo per lo sviluppo dell’economia nazionale. Nell’aprile del 2005, la CSRC sotto la guida del Consiglio di Stato ha introdotto un’ulteriore riforma con l’intento di risolvere il problema della non negoziabilità delle

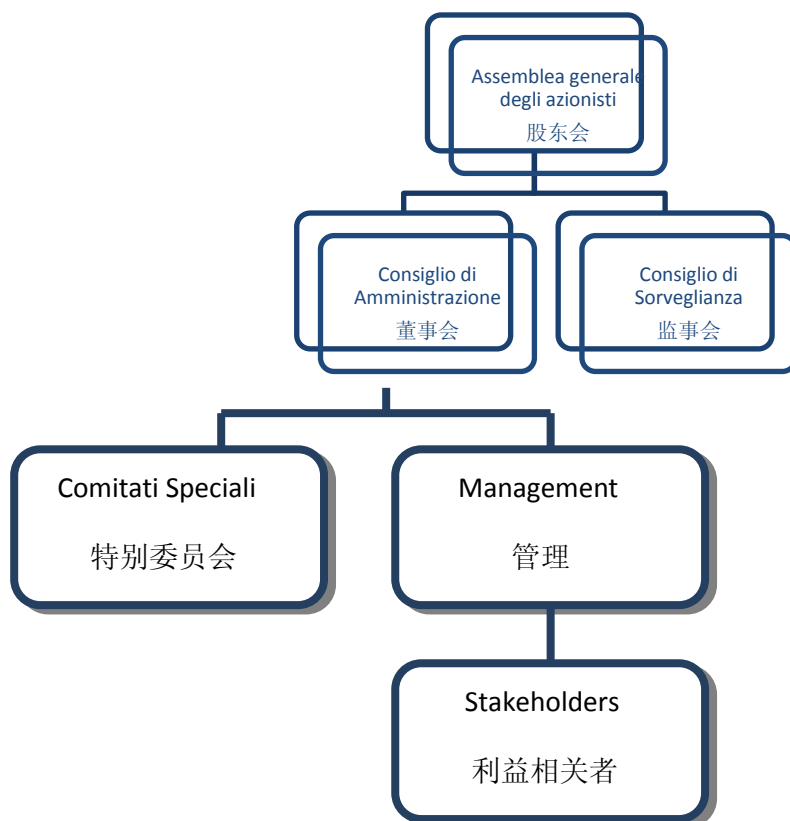
¹⁹³Zhongguo gongchandang 中国共产党(CPC,Communist Party of China), “关于国有企业改革和发展的问题的中国共产党委员会的决定”,“Decision by Centre Committee of CPC on Some Important Issues Regarding SOE Reform and Development”,(1999). Collegamento al sito:<http://www.people.com.cn/>.

azioni e grazie al successo della quale si è ottenuta la parità dei diritti di negoziazione e di guadagno degli utili indipendente dalla categorie degli azionisti, oltre a non esistere più il problema della divisione degli interessi tra le azioni statali, istituzionali e negoziabili, perché ora sono tutte valutate secondo i meccanismi di mercato che costituisce la base per gli interessi comuni a tutte le categorie di azionisti. La Legge sulle società e la Security Law, entrambe riformate nel 2006, hanno costituito le basi per l'evoluzione della corporate governance in Cina. La Legge sulle società¹⁹⁴ ha migliorato i meccanismi di governance al fine di tutelare i diritti degli azionisti e gli interessi pubblici, evidenziando gli obblighi legali e le responsabilità di amministratori, organi di controllo e dirigenti. Ha inoltre perfezionato i finanziamenti delle imprese, i sistemi di contabilità finanziaria e i sistemi che disciplinano le fusioni, le scissioni e le liquidazioni. Continuando poi, a garantire la protezione dei diritti e degli interessi dei creditori, ha facilitato la riorganizzazione delle società. La Security Law¹⁹⁵ ha invece migliorato i sistemi che disciplinano l'emissione, la negoziazione, la registrazione e la liquidazione dei titoli. Grazie ad essa è aumentato il controllo delle società quotate, mediante esami di emissione più trasparenti e l'istituzione di un sistema per la sponsorizzazione delle quotazioni. Ha inoltre incrementato le responsabilità legali e le norme sugli obblighi di integrità degli azionisti di controllo, degli amministratori e dei dirigenti delle società, ha rinforzato la tutela degli investitori, in particolare degli investitori di minoranza, istituendo un fondo di protezione degli investitori dei titoli e un sistema di responsabilità civile per compensare i danni agli investitori. Conseguentemente, la State-owned Assets Supervision e la Administration Commission of the State Council hanno attuato riforme di privatizzazione delle grandi SOE e hanno guidato la formazione dei consigli di amministrazione secondo la Legge sulle società e i Principi dell'OCSE. Uno degli ostacoli al sano sviluppo delle società quotate è stato l'appropriazione indebita dei fondi da parte degli azionisti di maggioranza, per risolvere il quale, la China Securities Regulatory Commission ha redatto delle norme che impongono forti limitazioni all'appropriazione indebita dei fondi delle società quotate e tengono e sorvegliano il comportamento degli azionisti di maggioranza. Sono stati poi avviati programmi e una serie di collaborazioni con i governi locali e altri enti

¹⁹⁴ Zhonghua Renmin Gongheguo Gongsi Fa 中华人民共和国公司法 (Companies Law of the People's Republic of China).

¹⁹⁵ Zhonghua Renmin Gongheguo Zhengquanfa 中华人民共和国证券法 (China Security Law).

competenti per affrontare la questione degli arretrati di rimborso dei debiti. Al contempo, è stato creato un meccanismo a lungo termine per prevenire ulteriori arretrati di rimborso dei debiti. E' stata infine modificata la Criminal Law (*Xing fa 刑法*), in modo da poter infliggere maggiori sanzioni agli azionisti di maggioranza e agli organi di sorveglianza in caso di appropriazione indebita dei fondi delle società quotate. Con il completamento della riforma delle azioni non negoziabili e degli arretrati del rimborso del debito, nel marzo del 2007, la CSRC ha lanciato una campagna triennale per rafforzare la governance delle società quotate, durante la quale, le società hanno esaminato in maniera approfondita le problematiche del sistema di corporate governance al momento in atto e hanno provveduto a correggerle, acquisendo una maggiore consapevolezza delle operazioni e migliorando notevolmente i livelli di corporate governance. Le società quotate hanno ottenuto una maggiore indipendenza e le differenziazioni nella loro struttura amministrativa hanno svolto un ruolo essenziale in questo processo di miglioramento. Le operazioni del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza e l'assemblea degli azionisti sono ora regolari ed efficaci. La pratica di votare on-line durante le assemblee generali è aumentata e si è ampliato anche l'uso del voto cumulativo. Le regole per le procedure delle assemblee dei consigli sono più standardizzate e adeguate ad un processo decisionale di tipo scientifico, le funzioni delle commissioni speciali del consiglio di amministrazione sono state ulteriormente rinforzate, con l'aiuto di numerose aziende che adottano procedure di lavoro e procedure di responsabilità dettagliate. Il sistema di controllo interno è stato migliorato, il sistema di divulgazione delle informazioni è diventato molto più dettagliato e al contempo, le società possono divulgare le informazioni di spontanea iniziativa, ma con una maggiore copertura. Anche la gestione delle relazioni con gli azionisti è stata perfezionata, la maggior parte delle società quotate ha assunto personale appositamente responsabile delle relazioni con gli investitori, ha creato numeri verdi e siti web destinati a loro oltre ad attivarsi nella realizzazione della responsabilità sociale delle imprese. La situazione attuale della corporate governance in Cina è raffigurata nel grafico sottostante:



L'assemblea generale ha il potere decisionale della società, il Consiglio di Amministrazione è l'organo di attuazione operativa della società, è responsabile dell'Assemblea Generale degli Azionisti e ha potere decisionale in merito a questioni che non vengono trattate dall'Assemblea Generale. Il Consiglio di Amministrazione può, in accordo con le decisioni dell'Assemblea Generale, istituire Comitati Speciali, quali il comitato per le strategie, il comitato per le nomine, il comitato di valutazione ecc. Il Management è responsabile del Consiglio di Amministrazione e della funzionamento quotidiano della gestione della società. Il Consiglio di Sorveglianza è l'organo di controllo della società, esso controlla che l'operato dei dirigenti sia conforme alla legge e allo statuto della società e ha inoltre il diritto di supervisionare la finanza aziendale.

3.6 Il quadro giuridico per la corporate governance delle società quotate in Cina.

Il quadro giuridico cinese per la corporate governance si è sviluppato su quattro livelli: leggi fondamentali, regolamenti amministrativi, disposizioni regolamentari e regole di autodisciplina.¹⁹⁶

3.6.1 Le leggi fondamentali.

- **公司法 Legge sulle società (2006)**,¹⁹⁷ disciplina la costituzione e l'organizzazione strutturale delle società a responsabilità limitata e delle società per azioni, l'emissione e il trasferimento delle azioni delle società, le qualifiche e gli obblighi degli amministratori di tali società, gli organi di controllo, le obbligazioni societarie, la finanza e la contabilità aziendali, le fusioni, gli aumenti e le riduzioni di capitale, la liquidazione delle società, le filiali delle società straniere e le responsabilità legali. Questa legge è stata formulata per uniformare l'organizzazione e il comportamento delle imprese, con il fine di tutelare i diritti legittimi e gli interessi delle imprese, degli azionisti e dei creditori, per tutelare l'ordine socioeconomico e promuovere lo sviluppo di un'economia di mercato socialista.

- **证券法 Security Law (2006)**, disciplina le emissioni dei titoli, le transazioni dei titoli, le disposizioni generali, la quotazione dei titoli, la divulgazione delle informazioni, le acquisizioni delle società, la registrazione delle società, le borse, le società dei titoli, le istituzioni di regolamentazione dei titoli e le responsabilità legali. Questa legge è stata formulata per standardizzare le operazioni e le emissioni dei titoli, proteggere i diritti legittimi e gli interessi degli investitori, salvaguardare l'ordine socioeconomico e gli interessi pubblici e promuovere lo sviluppo di un'economia di mercato socialista.

- **刑法修正案 VI Emendamento della Criminal Law (2006)**, disciplina i reati relativi alla corporate governance, ossia violazioni della divulgazione delle informazioni, la mancata divulgazione di informazioni, l'abuso di fiducia e i danni agli interessi delle società quotate, le negoziazioni interne e la conseguente perdita di informazioni e la

¹⁹⁶ Zhongguo zhengquan jingdu guanli weiyuanhui 中国证券监督管理委员会 (CSRC, China Securities Regulatory Commission), Zhongguo shangshi gongsi zhili fazhan baogao 中国上市公司治理发展报告 (China listed company corporate governance report), (2010), Zhongguo Quanrong chubanshe, Beijing.

¹⁹⁷ Vedi paragrafo 2.8

manipolazione dei titoli. L'Emendamento è stato progettato complementariamente alla Legge sulle società e alla Security Law, per definire in maniera ancora più precisa le responsabilità legali nel settore dei titoli e perfezionare le leggi che disciplinano il mercato dei titoli e promuoverne lo sviluppo.

- **企业国有资产法 Law on State-owned Assets of Enterprises (2009)**, disciplina l'istituzione che svolge la funzione di investitore, le imprese con i fondi provenienti dallo stato, le prestazioni degli amministratori delle imprese fondate dallo stato, i diritti e gli interessi degli investitori in attività di proprietà statale, la supervisione e le responsabilità legali delle attività statali. Questa legge è stata promulgata per consolidare e promuovere lo sviluppo del settore statale, rafforzare la tutela delle attività statali, concedendo al settore statale un ruolo centrale nel processo di sviluppo dell'economia di mercato socialista.

- **会计法 Accounting Law (2000)**, stabilisce i requisiti in materia di pratiche contabili, di disposizioni speciali sulle pratiche contabili, di supervisione contabile, uffici contabili, personalità contabili e responsabilità legali. Questa legge è stata formulata per standardizzare il comportamento contabile, garantire la veridicità e la completezza delle materie contabili, rafforzare la gestione finanziaria e l'amministrazione economica, migliorare le prestazioni aziendali e salvaguardare l'ordine dell'economia di mercato socialista.

3.6.2 Regolamenti Amministrativi e documenti normativi.

- **公司登记管理条例 Norme per l'Amministrazione della Registrazione delle Società (2005)**, prevedono che una società si qualifichi come persona giuridica, la standardizzazione della registrazione delle società e il perfezionamento delle disposizioni relative all'istituzione, trasformazione e chiusura della società, le procedure per la registrazione, con annesse modifiche e cancellazioni.

- **关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见 Opinioni per promuovere la Riforma di Apertura e la costante Crescita del Mercato dei Capitali (2004)**, si concentrano sull'importanza dello sviluppo di un mercato di capitali e delle riforme di apertura. Forniscono linee guida per portare avanti le riforme, l'obiettivo è quello di

ottimizzare la struttura dei mercati di capitali in modo da poter ampliare il raggio degli investimenti dei titoli e migliorare la qualità delle società quotate. Si promuovono inoltre il potenziamento delle competenze professionali degli intermediari finanziari e lo sviluppo e l'integrità del sistema giuridico per incrementare la supervisione sui mercati e ridurre i rischi.

- 国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知 **Circolare del Consiglio di Stato sull' Approvazione delle Opinioni della CSRC sul Miglioramento della qualità delle Società Quotate (2005)**, afferma che il miglioramento della qualità delle società quotate debba essere una priorità, deve essere migliorata la corporate governance per aumentare la gestione e il livello delle prestazioni delle società. Devono essere perfezionati i meccanismi di gestione e di controllo e dovrebbero dotarsi poi, di una migliore leadership e guida per creare le basi per lo sviluppo delle società quotate.

3.6.3 Disposizioni Regolamentari e documenti normativi.

- 上市公司治理准则 **Codice di Corporate Governance delle società quotate (2002)**, disciplina le società quotate, gli amministratori e i consigli di amministrazione, gli azionisti e le assemblee degli azionisti, i consigli di sorveglianza, la divulgazione delle informazioni, la trasparenza, i sistemi disciplinari e di incentivazione e gli stakeholders. Il Codice è stato redatto in linea con i principi fondamentali stabiliti dalla Legge sulle società, dalla Security Law e delle altre leggi e regolamenti che hanno contribuito alla creazione delle società quotate e allo sviluppo del mercato azionario. Esso delinea i principali criteri utilizzati per giudicare se una società quotata possiede una struttura di corporate governance solida.

- 上市公司信息披露管理办法 **Regolamenti sulla divulgazione delle informazioni delle società quotate (2007)**, stabiliscono i requisiti per l'emissione di un'offerta pubblica iniziale (IPO), mediante circolari, rendiconti periodici, divulgazione di informazioni sulla gestione, controllo e responsabilità legali.

- 上市公司章程指引 **Guida agli Articoli di Associazione delle società quotate (2006)**, è un documento che fornisce una guida sugli obiettivi commerciali, le azioni, gli azionisti e l'assemblea degli azionisti, gli amministratori, il consiglio di

amministrazione, i dirigenti, il consiglio di sorveglianza, i sistemi finanziari e contabili, la distribuzione degli utili, gli aumenti e riduzione di capitale, le fusioni, le liquidazioni e la revisione dello statuto aziendale.

- **上市公司股东大会规则 Regole sull'Assemblea degli Azionisti (2006)**, trattano la convocazione delle assemblee degli azionisti, le loro risoluzioni e le relative notifiche e misure di controllo.

- **关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见 Opinioni Guida sull'Istituzione del Sistema degli Amministratori Indipendenti nelle società quotate (2001)**, forniscono indicazioni in merito agli amministratori indipendenti, che devono avere le qualifiche necessarie per svolgere i propri compiti. La nomina, l'elezione e la carica di amministratore indipendente devono essere effettuate secondo la legge. Le società quotate devono dare la giusta importanza agli amministratori indipendenti e al ruolo che svolgono. Questi ultimi devono avere opinioni indipendenti sulle questioni importanti che riguardano la società, che a sua volta, deve fornire loro le condizioni necessarie per svolgere il proprio ruolo.

- **关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定 Disposizioni per il rafforzamento della Tutela dei Diritti e degli Interessi degli Azionisti Pubblici (2004)**, riguardano l'introduzione di un sistema sperimentale di voto degli azionisti pubblici sulle principali questioni della società e il potenziamento del sistema di amministrazione indipendente. Oltre al miglioramento della gestione delle relazioni con gli investitori e della qualità della divulgazione delle informazioni da parte delle società quotate e al rafforzamento del controllo e della dirigenza di queste ultime.

- **上市公司收购管理办法 Norme per l'acquisizione di società quotate (2006)**, delineano i requisiti delle società in relazione alla divulgazione dei diritti e degli interessi, delle offerte, dei blocchi degli acquisti, degli acquisti indiretti, dell'applicazione di esenzioni, dei consulenti finanziari, delle misure di sorveglianza e delle responsabilità legali.

- **上市公司重大资产重组管理办法 Regolamenti per la Riorganizzazione delle Maggiori Attività delle Società Quotate (2008)**, definiscono i requisiti delle società

quotate relativi ai principi, agli standard, alle procedure e alla gestione delle informazioni che dirigono la riorganizzazione delle maggiori attività. Esse comprendono anche disposizioni speciali per l'emissione di azioni per l'acquisto di beni, applicazioni per il rilascio di nuove azioni o obbligazioni.

- **上市公司股权激励管理办法 Regolamenti per gli incentivi azionari delle società quotate (prova) (2005)**, definiscono i requisiti delle società quotate riguardo le disposizioni generali, le azioni vincolate, l'attuazione delle procedure di divulgazione delle informazioni, il controllo e le sanzioni per le violazioni del regolamento.

- **证券登记结算管理办法 Norme per la Registrazione e la Liquidazione dei Titoli (2006)**, delineano i requisiti delle società quotate per quanto riguarda le istituzioni incaricate di registrare e liquidare i titoli, di gestire i conti, di deposito dei titoli e di amministrazione fiduciaria e di consegna dei titoli.

- **企业内部控制基本规范 Regole base per il Controllo Interno delle Società (2008)**, si riferiscono agli obiettivi, ai principi e agli elementi che le imprese dovrebbero stabilire e attuare per quanto riguarda i controlli interni, la valutazione dei rischi, le informazioni e la comunicazione.

3.6.4 Regole di Autodisciplina.

- **上海证券交易所股票上市规则, 深圳证券交易所股票上市规则 Norme che disciplinano la quotazione delle azioni alla Borse di Shanghai e di Shenzhen (2008)**, fissano i principi generali e le disposizioni sulla diffusione delle informazioni, gli amministratori, gli organi di sorveglianza, le banche di investimento, la quotazione delle azione e delle obbligazioni convertibili, la relazioni periodiche, i consigli di sorveglianza e le assemblee degli azionisti oltre alla sospensione e al ripristino delle negoziazioni, i trattamenti speciali, la cessazione e la ripresa della quotazione, il coordinamento tra le quotazioni nazionali ed estere e le regolamentazioni per la violazione di tali regole.

- **上海证券交易所交易规, 深圳证券交易所交易规则 Regole di negoziazione delle Borse di Shanghai e di Shenzhen (2006)**, riguardano le negoziazioni sul mercato dei

titoli, informazioni commerciali, la sorveglianza delle attività di negoziazione, le controversie commerciali, le commissioni di negoziazione e le sanzioni disciplinari.

4. GLI INVESTIMENTI ESTERI IN CINA.

Dall'attuazione della Politica della Porta Aperta, nel dicembre del 1978, la Cina ha fatto enormi progressi in termini di crescita economica, sviluppo tecnologico e cambiamenti istituzionali¹⁹⁸ e gli investimenti esteri diretti, hanno giocato un ruolo centrale in questo processo. Sono numerosissime le imprese, provenienti da tutto il mondo, attratte dai bassi costi di produzione e dal ricco mercato interno e spinte dalla globalizzazione ad aver investito e ad investire tutt'oggi in Cina. La Cina è ormai da anni nei primi posti della classifica mondiale per l'attrazione degli investimenti esteri diretti, nel 2009 ha ricevuto investimenti diretti esteri per 90 miliardi di dollari¹⁹⁹, posizionandosi al secondo posto dopo l'America. Alla fine del 2009 operavano in Cina 458.372²⁰⁰ società ad investimento estero. Le crisi finanziarie a livello globale hanno favorito l'emergere della Cina come potenza economica, le dimensioni del paese, le varie basi produttive e i distretti industriali specializzati consentono di pianificare ogni tipo di produzione; la crescita dei consumi, infine, consente di distribuire nelle città di seconda e terza fascia, nelle quali i consumi continuano a crescere. L'incremento dei consumi continuerà ad offrire opportunità senza precedenti e modificherà le dinamiche competitive globali di molti settori. La maggior parte delle industrie straniere sta generando profitti più elevati in Cina che nel resto del mondo. Il sistema sanitario, la ristorazione, le tecnologie pulite e le infrastrutture per la mobilità rappresentano i segmenti che mostreranno i tassi di crescita più elevati, ma anche macchinari, prodotti chimici e altri settori industriali, soprattutto a valore aggiunto medio-alto, continueranno a crescere. Gli investimenti stranieri hanno mantenuto un tasso di crescita annuo del 13,15% , raggiungendo la cifra di 116 miliardi di dollari a fine 2011, stimolato dai continui sforzi delle imprese straniere per raggiungere il mercato locale in espansione, che in un contesto di crisi internazionale è da considerarsi un buon risultato. Nonostante gli investimenti diretti esteri in proporzione al Pil, siano diminuiti negli ultimi dieci anni, ricoprono comunque un ruolo importante per l'economia cinese, le aziende a partecipazione estera, infatti, contribuiscono attualmente al 52% delle esportazioni totali cinesi e a oltre l'80% delle

¹⁹⁸ Vedi capitolo 3

¹⁹⁹ Dati stimati dall'UNCTAD. Global Investment Trends Monitor, No.2, 7 gennaio 2010.

²⁰⁰ China Statistics Bureau.

esportazioni cinesi ad alto contenuto tecnologico.²⁰¹ L'adesione della Cina al WTO, nel 2001, ha segnato definitivamente la presenza della Cina sul mercato globale e ha ridotto le barriere all'entrata per gli investimenti diretti esteri nel paese. Il punto cruciale per gli investitori stranieri è dunque saper valutare mediante quale forma di investimento sia opportuno inserirsi nel mercato locale, considerando non solo gli aspetti giuridici ma anche le capacità di gestire in modo autonomo le attività operative. Secondo alcuni autori, i manager stranieri percepiscono la Cina come la sede di destinazione più complessa e difficile da affrontare,²⁰² risulta pertanto fondamentale una valutazione approfondita dei vantaggi e delle opportunità offerti dal mercato cinese e dei punti di forza e di debolezza della società. Alcuni autori ritengono che nel momento in cui l'investitore straniero sia in possesso di una certa conoscenza del mercato, la figura del partner locale potrebbe venir meno,²⁰³ altri invece ritengono che la presenza del partner locale possa essere vantaggiosa ai fini di ottenere una posizione rilevante sul mercato²⁰⁴ o nel caso in cui le autorità locali favoriscano progetti nei quali siano coinvolte in maniera diretta imprese locali.

4.1 Le forme di investimento in Cina.

Gli investimenti diretti esteri vengono perlopiù realizzati mediante la costituzione o l'acquisizione di società produttive di diritto cinese.²⁰⁵ La normativa cinese sugli investimenti esteri prevede la realizzazione di diversi tipi di società, note come foreign invested enterprises (FIE). I principali tipi di FIE (*Waishang touzi qiye* 外商投资企业) sono:²⁰⁶

- Società a capitale totalmente straniero, meglio note come Wholly foreign-owned enterprise o WFOE (*Waishangduziquiye* 外商独资企业);

²⁰¹ CeSIF (Centro Studi per l'Impresa Fondazione Italia Cina), *La Cina nel 2012: Scenari e prospettive per le imprese*, Fondazione Italia Cina, (2012).

²⁰² Tung R., Worm V., (2001), *Network Capitalism: the role of human resources in penetrating the China market*.

²⁰³ Vanhonacker W., (1997), "Entering China: an unconventional approach", *Harvard Business Review*, March-April, pp. 2-7.

²⁰⁴ Beamish P.W., Jiang R., (2002), *Investing profitably in China: Is it getting harder?* *Long Range Planning*, pp.135-151

²⁰⁵ Cavalieri Renzo, (2010), *Lecture di diritto cinese*, Cafoscarina, Venezia.

²⁰⁶ Reuvid J., (2011), *Business Insights: China. Practical advice on operational strategy and risk management*, KoganPage.

- Società a capitale misto, meglio note come joint venture nelle forme di Equity joint venture (*Zhongwai hezi jingying qiye 中外合资经营企业*), costituita da almeno un soggetto straniero e da una persona giuridica cinese e di Cooperative joint venture (*Zhongwai hezuo jingying qiye 中外合作经营企业*), cioè una cooperazione tra un socio straniero e uno cinese, che non comporta però necessariamente la nascita di un nuovo soggetto giuridico.

Solitamente prima della costituzione di una società di diritto cinese, risulta utile l'apertura di un ufficio di rappresentanza, che svolge attività di promozione e sviluppo dei rapporti con le controparti cinesi per conto della società madre, non è dotato di personalità giuridica e non può svolgere attività commerciali dirette, non può cioè importare o vendere prodotti.

Come si è già accennato nel capitolo 2, le FIE sono società a responsabilità limitata regolate da leggi speciali e regolate dalla disciplina della Legge sulle società, qualora non vi siano normative specifiche. La Legge sulle società prevede per le società straniere la possibilità di costituire una sede secondaria detta branch²⁰⁷, priva di personalità giuridica, ma che contrariamente all'ufficio di rappresentanza, può svolgere attività commerciali e produttive, sottoscrivere contratti e emettere fatture. In realtà le branch costituite in Cina sono soltanto limitate ad alcuni settori e non possono essere costituite per attività e commerciali, esse rappresentano più che altro una possibilità teorica.²⁰⁸

4.2 Il catalogo degli investimenti stranieri.

In Cina gli investimenti esteri sono soggetti a una diversa disciplina a seconda del settore in cui operano, l'elenco dei settori è contenuto nel Catalogo degli investimenti stranieri in Cina (*Waishang touzi chanye zhidao mulu 外商投资产业指导目录*),²⁰⁹ emanato nel 1995 dalla Commissione Nazionale per lo Sviluppo e le Riforme e dal

²⁰⁷ Articolo 192

²⁰⁸ Pisacane Giovanni, (2007), Manuale Operativo di Diritto Commerciale Cinese, De Tommaso Editore.

²⁰⁹ *Waishang touzi chanye zhidao mulu 外商投资产业指导目录* (Catalogo degli investimenti stranieri in Cina), consultabile al sito:

<http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/2011ling/W020111229379511927834.pdf>

Ministero del Commercio (MOFCOM, *Shangwubu* 商务部). Il Catalogo, oggetto di numerosi emendamenti (1997, 2002, 2004, 2007 e in ultimo il 24 dicembre 2011, entrato in vigore il 30 gennaio 2012), si pone come guida per gli investitori stranieri che intendano investire in Cina e rappresenta uno dei principali documenti di attuazione del XII piano quinquennale varato dal Governo cinese e che pone come obiettivo uno sviluppo economico-commerciale ecocompatibile. Il Catalogo divide gli investimenti stranieri in tre grandi categorie: investimenti incoraggiati, investimenti ristretti e investimenti proibiti.²¹⁰ Tutti gli altri settori non espressamente indicati tra queste categorie sono da considerarsi permessi. I settori incoraggiati comprendono le tecnologie per il risparmio energetico e di materie prime, necessarie per l'agricoltura e che promuovano lo sviluppo economico; i settori ristretti includono quei settori che utilizzano tecnologia obsoleta o che siano dannosi per l'ambiente oppure quei settori ritenuti strategici, quali telecomunicazioni, assicurazioni, stampa di pubblicazioni ecc., per cui si vuole limitare la presenza degli investitori stranieri; i settori proibiti sono quelli che mettono a rischio la sicurezza nazionale, pregiudicano l'interesse pubblico, provocano inquinamento, recano danni alle risorse naturali, utilizzano terreni agricoli per fini non agricoli o minano le installazioni militari. Tendenzialmente gli investimenti in attività incoraggiate godono di agevolazioni fiscali e di procedure di approvazione facilitate; gli investimenti in attività ristrette si possono solitamente realizzare mediante joint venture e non è consentita la scelta di un investimento completamente straniero mediante WFOE, necessitano inoltre di un'autorizzazione del governo centrale. Con il nuovo Catalogo sono state ridotte le restrizioni precedentemente vigenti e sono stati aperti gli investimenti esteri in attività del settore finanziario, assicurativo, energetico, delle telecomunicazioni, dei trasporti, della distribuzione e dell'editoria. Gli impegni assunti con l'adesione alla WTO hanno giocato un ruolo fondamentale nei progressi del settore.

²¹⁰ Ibidem

4.3 Le Joint Venture e la loro gestione.

4.3.1 La Equity Joint Venture (*Zhongwai hezi jingying qiye* 中外合资经营企业).

La Equity Joint Venture è una società a responsabilità limitata²¹¹, di diritto cinese, costituita da almeno un socio straniero, che detiene una quota del capitale compresa tra il 25% e il 99%²¹², e da una persona giuridica cinese.²¹³ La Equity Joint Venture è la più nota forma di investimento diretto straniero oltre ad essere la prima ad essere stata disciplinata dall'omonima legge del 1979²¹⁴ e dalle relative norme di attuazione²¹⁵, entrambi modificati nel 2001, poco prima dell'adesione alla WTO.

La costituzione di una EJV avviene mediante un contratto, concluso tra la persona giuridica cinese e il partner straniero, che regola diritti e obblighi dei soci e che può essere redatto secondo lo stile e la tecnica che preferiscono, salvo ovviamente la regola di attenersi alla normativa cinese. Al contratto si accompagna lo statuto, nel quale i soci definiscono le regole per la gestione della società. Sia il contratto che lo statuto dovranno essere oggetto di approvazione da parte del Ministero del commercio estero (MOFCOM), che per investimenti inferiori ai 30 milioni di dollari, delega il compito ai suoi uffici provinciali.

Schematicamente la costituzione di una EJV avviene attraverso i seguenti passaggi:

- a) Ricerca del partner;
- b) Redazione di una lettera d'intenti (LOI, *Yixiangshu* 意向书);
- c) Predisposizione di uno studio di fattibilità (FS, *Kexingxingyanjiubaogao* 可行性研究报告);
- d) Redazione del contratto e dello statuto;

²¹¹ Reuvid J., Yong L., (2006), *Doing business with China. A guide to investment opportunities & business practice*. Global Market Briefings Publishing Ltd.

²¹² Salvo per alcuni settori particolari, elencati nel Catalogo degli investimenti esteri, per i quali il legislatore limita la partecipazione dell'investimento estero al 49% o al 50%.

²¹³ La Legge sulle Equity Joint Venture del 1979 esclude la possibilità che il partner cinese sia una persona fisica. Legge sulle EJV, Articolo 4.

²¹⁴ Legge sulle Equity Joint Venture (*Zhongguo renmin gongheguo zhongwai hezi jingying qiye fa* 中华人民共和国中外合资经营企业法) adottata il 1 Luglio del 1979, modificata il 4 Aprile del 1990 e revisionata il 15 Marzo del 2001.

²¹⁵ Norme di attuazione della legge sulle Equity Joint Venture promulgata dal Consiglio di Stato il 20 Settembre del 1983, modificata il 15 Gennaio del 1986 e revisionata il 21 luglio del 2001.

- e) Approvazione da parte del MOFCOM o del suo sostituto a livello locale e registrazione da parte della SAIC;
- f) Successivi adempimenti.

La grande complessità e dinamicità del contesto cinese rende la scelta del partner un processo decisionale di grande importanza, in quanto l'impresa locale può contribuire in modo rilevante alla gestione dell'elevata incertezza che caratterizza il mercato cinese.²¹⁶ Per una valutazione approfondita per la scelta del partner ideale si dovrebbero considerare criteri strategici, organizzativi e finanziari. Fra i primi ha particolare rilevanza l'ordinamento strategico complessivo del partner cinese e soprattutto il fatto che sia in linea con gli interessi dell'investitore straniero; un'altra importante valutazione strategica è la capacità del partner cinese di interagire con il mercato locale, in termini di reputazione, potere di mercato, relazioni con altri soggetti della filiera e con le autorità e le istituzioni. Il grado di interazione con le autorità e le istituzioni è particolarmente importante, il partner cinese infatti grazie alle sue *guanxi* 关系 (*relazioni*) può contribuire a garantire l'approvazione del governo e avere maggiori concessioni e opportunità. Per quanto riguarda i criteri organizzativi, occorre valutare innanzitutto le caratteristiche del management e poi, in base alle dimensioni dell'impresa, l'esistenza o meno di una propria rete commerciale, la capacità di garantire le risorse necessarie alla produzione, quali materie prime, materiali di consumo, componenti, energia, mezzi di trasporto oltre alle competenze tecnologiche, la qualità e la preparazione della manodopera. Per ciò che concerne l'aspetto finanziario, è necessario valutare l'affidabilità e la solidità finanziaria e la redditività economica.

Riuscire a operare una valutazione approfondita delle imprese cinesi non è così semplice, la capacità dell'impresa estera di scegliere partner affidabili dipende infatti dalle informazioni e dai dati che il partner cinese è disposto a fornire e purtroppo la limitata trasparenza delle imprese cinesi incide sul processo di selezione dei potenziali partner, oltre che sulla gestione della società una volta acquisita.²¹⁷

Una volta identificato il partner, dati i tempi piuttosto lunghi per l'elaborazione del contratto, le parti solitamente concludono una lettera d'intenti (*Yixiangshu* 意向书)

²¹⁶ Luo Y., (1998), International Investment Strategies in the People's Republic of China.

²¹⁷ Musso F., Bartolucci F., Pagano A., (2005) Competere e radicarsi in Cina. Aspetti strategici e operativi, Franco Angeli, Milano.

volta a definire le intenzioni, i tempi e i modi per la realizzazione del progetto delle due parti.

Dopo aver presentato alle autorità competenti la lettera d'intenti e lo studio di fattibilità, un piano economico che analizza il potenziale sviluppo della società, si procede con la stesura del contratto (*Heying hetong* 合营合同) e dello statuto (*Heying gongsi zhangcheng* 合营公司章程) ad esso allegato. Il contratto deve contenere al suo interno disposizioni relative al capitale registrato e all'investimento totale, all'oggetto sociale, al Consiglio di Amministrazione, ai diritti e ai doveri dei soci, alle quote di partecipazione, alla durata della Joint Venture, alle cause della dissoluzione, alle responsabilità inerenti alla violazione del contratto e così via.

Per quanto riguarda la capitalizzazione delle Equity Joint Venture, essa è disciplinata da due fonti normative, in base alla legislazione speciale sulle FIE, la EJV dovrà avere un capitale adeguato alle dimensioni e all'oggetto sociale. La legge prevede una proporzione tra investimento totale e capitale registrato, tale proporzione (debt/equity ratio) è fissata per legge in misura inversamente proporzionale alle dimensioni del progetto, riducendosi progressivamente con l'aumentare dell'investimento totale di quest'ultimo, secondo lo schema seguente:

INVESTIMENTO TOTALE	CAPITALE REGISTRATO
Meno di 3 milioni di dollari	Almeno i 7/10
Tra i 3 milioni di dollari e i 10 milioni di dollari	Almeno 1/2
Tra i 10 milioni di dollari e i 30 milioni di dollari	Almeno i 2/5
Oltre i 30 milioni di dollari	Almeno 1/3

La legge sulle società, prevede invece dei limiti minimi di capitalizzazione validi in linea generale per tutte le società a responsabilità limitata corrispondenti a 30000 Renminbi.²¹⁸

²¹⁸ Legge sulle società, Articolo 26.

Il contratto fissa inoltre le modalità e i tempi degli investimenti, le parti possono versare il capitale in un'unica soluzione entro sei mesi dalla registrazione della società, oppure versare il capitale in diverse soluzioni, con l'obbligo di versare almeno il 15% del capitale entro tre mesi dal rilascio della licenza e il capitale restante in un periodo compreso tra un anno e i tre anni dal rilascio della licenza in base all'entità del capitale registrato. Le parti possono contribuire al capitale delle Equity Joint Venture mediante valuta, macchinari, tecnologia e immobili di cui sono proprietarie.²¹⁹ L'apporto in tecnologia, non deve però superare il 20 % del capitale registrato e deve essere supportato dalla relativa documentazione. La legge prevede che valore dei macchinari stranieri venga valutato dall'ufficio statale competente (CIQ), il quale dovrà rilasciare un certificato apposito. I profitti di una Equity Joint Venture vengono distribuiti ai soci in base alla loro quota di partecipazione.²²⁰

Lo Statuto integra il contratto e fornisce disposizioni in merito alla struttura interna della società e in particolare alla composizione, ai poteri del Consiglio di Amministrazione, alle responsabilità dei dirigenti, oltre a fornire informazioni più dettagliate sui soci e sui loro rappresentanti legali.

4.3.2 La Cooperative Joint Venture (*Zhongwai hezuo jingying qiye* 中外合作经营企业).

La Cooperative Joint Venture (CJV) può essere costituita come società di diritto cinese a responsabilità limitata oppure come una semplice “partnership” tra imprese, un mero vincolo contrattuale, nel quale ciascuna delle parti mantiene la propria soggettività e non vi è autonomia patrimoniale, ossia le parti rispondono personalmente con il proprio patrimonio agli obblighi assunti secondo le ordinarie regole del diritto civile (Contractual Joint Venture).²²¹ La costituzione di una CJV non comporta, infatti, necessariamente la nascita di un nuovo soggetto giuridico. Le CJV sono regolate dalla legge omonima a partire dal 1988²²² e dalle relative norme di attuazione.²²³ Anche le

²¹⁹ Legge sulle EJV, Articolo 5; Norme di attuazione della Legge sulle EJV, capitolo IV.

²²⁰ Legge sulle EJV, Articolo 4.

²²¹ Legge sulle CJV, Articolo 2.

²²² Legge sulle Cooperative Joint Venture (*Zhonghua renmin gongheguo zhongwai hezuo jingying qiye fa* 中华人民共和国中外合作经营企业法) promulgata il 16 Aprile del 1988 e revisionata il 31 Ottobre del 2000.

CJV, come le EJV, vengono costituite sulla base di un contratto concluso dalle due parti, al quale si allega lo statuto ed entrambi devono essere approvati dalla MOFCOM, ma la caratteristica principale che contraddistingue questa forma di investimento estero è la maggiore autonomia di cui godono le parti : i diritti e gli obblighi, così come la ripartizione dei profitti e delle perdite sono stabiliti dai soci nel contratto di costituzione²²⁴ e non dipendono dalla quota di capitale investito; non vi sono limiti minimi per la quota di partecipazione; la responsabilità dei soci può essere o meno limitata al capitale sociale e la durata minima della società non è stabilita dalla legge. Il contributo al capitale delle CJV può avvenire mediante diritti di proprietà intellettuale, diritti di proprietà industriale, tecnologie, edifici, strutture e attrezzature.²²⁵ Le CJV costituiscono la forma più flessibile di investimento estero, ma sono molto poco diffuse rispetto alle altre opportunità di investimento estero.

4.3.3 Differenze sostanziali tra Equity Joint Venture e Cooperative Joint Venture²²⁶

	Equity Joint Venture	Cooperative Joint Venture
Status della responsabilità	La EJV deve essere costituita nella forma di una società a responsabilità limitata con la creazione di una nuova persona giuridica autonoma	La CJV può essere costituita con un accordo di partnership temporanea senza la creazione di una persona giuridica nuova oppure nella forma di un società a responsabilità limitata
Obbligazioni contrattuali	La struttura contrattuale tende ad essere più rigida	Gli investitori hanno maggiore flessibilità contrattuale nel definire le obbligazioni delle parti
Capitale versato	I conferimenti di capitale sono valutati attentamente, spesso da studi professionali indipendenti	Le parti possono decidere come debba essere determinato il valore dei conferimenti di capitale
Quota di profitto e conferimenti	I profitti sono distribuiti in proporzione al conferimento di capitale, di cui di norma la parte straniera deve possedere almeno il 25 %	I profitti possono essere ripartiti senza fare riferimento alla proporzione di conferimento di capitale

²²³ Norme di attuazione della Legge sulle Cooperative Joint Venture promulgate il 4 Settembre del 1995 dal MOFTEC.

²²⁴ Legge sulle CJV, Articoli 2, 22.

²²⁵ Legge sulle CJV, Articolo 8; Norme di attuazione della Legge sulle CJV, Articolo 18.

²²⁶ Dezan Shira & Associates , China Briefing, Business Guide to Shanghai and the Yangtze River Delta, Third Edition.

Recupero del capitale investito	Non è previsto	E' consentito il recupero del capitale versato dalla parte straniera attraverso una struttura di rimborso, durante la vita della JV (anche se sempre più difficile)
--	----------------	---

4.4.4 La struttura gestionale delle Joint Venture.

La struttura gestionale delle Cooperative Joint Venture è definita dai soci nel contratto,²²⁷ la struttura gestionale delle Equity Joint Venture deve invece seguire le disposizioni previste dalla Legge sulle EJV²²⁸ e dalle relative norme di attuazione. Senza tralasciare che a tutte le imprese ad investimento estero che adottano la forma di società a responsabilità limitata²²⁹ si possono applicare le disposizioni previste dalla Legge sulle Società²³⁰ qualora non vi siano disposizioni in materia nelle discipline specifiche. La gestione della Joint Venture è uno degli aspetti più delicati in questo tipo di investimento, soprattutto se i soci detengono quote paritarie del 50 %.

Le joint venture di maggior successo sono quelle in cui l'investitore apporta un contributo in materie prime o risorse e lascia la gestione alle autorità competenti traendone i profitti. Questo modello richiede fiducia reciproca tra le parti e soprattutto la capacità di non interferire nella gestione. Il problema consiste proprio nella tendenza dell'investitore cinese ad influenzare direttamente le operazioni della società, è ormai prassi trovarsi di fronte a joint venture in cui la figura degli amministratori e quella dei manager coincidono o in situazioni nelle quali le risorse come la terra, i macchinari e addirittura i dipendenti sono condivisi dalla joint venture e dall'investitore cinese. Dal punto di vista del partner cinese questo è semplicemente un modo per ridurre i costi, ma l'investitore straniero non può ignorare gli eventuali conflitti d'interesse che potrebbero derivare da questo tipo di approccio. La parte straniera deve cercare di esercitare una certa influenza all'interno della joint venture, ad esempio richiedendo una relazione finanziaria o una revisione contabile. In situazioni in cui non è praticabile l'indipendenza delle operazioni, poiché entrambe le parti cercano di influenzare e a controllare la gestione della joint venture, diventa essenziale fare affidamento alla

²²⁷ Legge sulle CJV, Articolo 11.

²²⁸ Legge sulle EJV, Articolo 2.

²²⁹ Non è definito chiaramente se sia possibile adottare la struttura prevista per le società a responsabilità limitata nel caso Contractual Joint Venture.

²³⁰ Vedi capitolo 3

corporate governance della società e ai termini di partecipazione in modo tale da definire chiaramente fino a che punto sia accettabile l'influenza delle parti. Quando si tratta di una partecipazione paritaria al 50 % sorgono i problemi; uno degli errori più frequenti è pensare che un frazionamento azionario di questo tipo possa offrire agli investitori pari interessi. Ma gli interessi di un investitore e i benefici ricavati dalla società non dipendono dalla quota di partecipazione, bensì da come essa è strutturata nel complesso e in misura minore, da ritorno che si ha dall'investimento. In questo senso la quota di partecipazione determina i profitti che un investitore può ottenere, ma nel momento in cui la quota di partecipazione è la stessa può portare, in caso di disaccordo tra le parti, ad un possibile blocco della società risolvibile solamente giudizialmente.²³¹

Il contratto di una Joint Venture deve definire la struttura della gestione dell'impresa, specificando anche a quale parte spetta la nomina del Direttore Generale e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche.

Le norme sulle Cooperative Joint Venture²³² prevedono che l'organo supremo, deliberativo e amministrativo, della Joint Venture sia il Consiglio di amministrazione, al quale spettano le decisioni di rilevanza principale della società. Il consiglio di amministrazione deve essere composto da almeno tre membri, nominati dai soci in misura proporzionale alla quota di partecipazione nel caso delle EJV e con maggiore libertà di determinazione nel caso delle CJV, che restano in carica per quattro anni, eventualmente rinnovabili. La convocazione del Consiglio di amministrazione deve avvenire almeno una volta all'anno, ma si possono convocare riunioni straordinarie (il quorum per la validità della riunione deve essere di due terzi degli amministratori). La riunione del consiglio viene presieduta dal Presidente o dal vicepresidente, nel caso in cui il presidente sia impossibilitato a svolgere le proprie funzioni. La normativa consente la delega di un consigliere ad un terzo per la partecipazione alle riunioni del consiglio. Il consiglio può deliberare le decisioni a maggioranza semplice o qualificata a seconda delle questioni trattate, ma quando si tratta di modifiche allo statuto, liquidazione o scioglimento della joint venture, aumento o riduzione del capitale sociale, cessione di quote a terzi o fusione della società, è necessaria l'unanimità dei consiglieri

²³¹ Roos M., (2010), Chinese Commercial Law. A Practical Guide, Wolter Kluwer Law & Business.

²³² Articolo 24

presenti e votanti oltre all'approvazione da parte delle autorità competenti.²³³ Le norme sulle Cooperative Joint Venture aggiungono inoltre l'obbligo di deliberare all'unanimità sulla costituzione di ipoteca sui beni della CJV o sulla sua trasformazione in un'altra forma di società ad investimento straniero. Il contratto di Joint Venture prevede una cessazione dell'evento nel caso in cui il consiglio di amministrazione non raggiunga un accordo in merito a questioni significative in un periodo di tempo ragionevole; tuttavia provvedimenti di questo tipo, dovrebbero essere limitati a situazioni in cui nessuna delle parti ha rinviato il caso a giudizio. In alternativa, l'accordo di Joint Venture può prevedere la vendita a terzi in caso di blocco del consiglio, tale vendita sarà soggetta ad approvazione delle autorità competenti. Nello statuto è poi possibile approfondire maggiormente i meccanismi di funzionamento del consiglio di amministrazione e il tipo di maggioranza da utilizzare in base alle questioni deliberate. Il Consiglio di amministrazione nomina un General Manager, incaricato della gestione ordinaria della società, al quale viene affiancato uno o più Deputy General Manager. Solitamente è previsto nello Statuto che il General Manager sia nominato dal Consiglio su indicazione di uno dei soci; nel caso di una Joint Venture con un General Manager di nomina straniera, ma in cui il socio straniero non ha maggioranza rilevante, corrisponde tendenzialmente la richiesta da parte del socio cinese di acquisire maggiori poteri all'interno del consiglio o di nominare un Deputy General Manager. La presenza del Deputy General Manager può originare alcuni problemi a livello gestionale, soprattutto nel momento in cui viene interpretata erroneamente la normativa sulle Equity Joint Venture che prevede che il General Manager debba consultare il Deputy General Manager prima di prendere decisioni sulle materie importanti.²³⁴ Il Consiglio di Amministrazione deve essere affiancato da un Consiglio di Sorveglianza, o da una Commissione di Sorveglianza, composto da almeno tre membri. Nelle leggi sulle EJV e sulle CJV sono poche le disposizioni che definiscono diritti, doveri e responsabilità di amministratori e dirigenti, per i quali si fa dunque riferimento alla Legge sulle società;²³⁵ l'unica norma degna di nota è la possibilità concessa al consiglio di amministrazione di licenziare il General Manager, il Deputy General Manager e gli altri

²³³ Zimmerman J.M., (2004), China Law Deskbook. A legal Guide for Foreign-invested Enterprise (*Zhongguo falu shouce 中国法律手册*), ABA.

²³⁴ Regolamenti sulle Equity Joint Venture. Articolo 37.

²³⁵ Articolo 57 e seguenti.

dirigenti, anche contro la volontà del socio che li ha nominati, in caso di corruzione o di grave inadempienza dei propri doveri.²³⁶ Per quanto riguarda gli amministratori, invece, ci si deve affidare alla Legge sulle società.²³⁷

Nel complesso, le componenti essenziali per il successo di una joint venture sono la fiducia reciproca tra le parti, una buona comunicazione e dei processi decisionali efficaci. Nel momento in cui gli interessi delle parti non coincidono e si vengono a modificare gli equilibri creati la società viene messa sotto pressione. Per queste ragioni, gli investitori devono monitorare l'operato dei manager e seguire tutti gli sviluppi che avvengono all'interno della società e che potrebbero influenzare il raggiungimento dei propri obiettivi.

4.5 Le società a capitale esclusivamente straniero (WFOE, *Waishang touzi qiye* 外商投资企业).

Le Wholly foreign-owned enterprises sono società a responsabilità limitata di diritto cinese il cui capitale è posseduto interamente da uno o più investitori stranieri, o da cinesi residenti all'estero.²³⁸ La legge che disciplina questo tipo di società è stata emanata nel 1986²³⁹ e inizialmente prevedeva la costituzione di tali società solamente se apportassero alta tecnologia o fossero orientate all'esportazione e limitatamente a determinati settori. A partire dalla metà degli anni novanta, parecchi vincoli sono stati eliminati e sono stati ridotti i settori chiusi agli investimenti stranieri. In seguito alle ultime riforme legislative, necessarie per l'adesione alla WTO, nel 2001, è stata concessa la costituzione di WFOE in qualsiasi settore di attività, esclusi ovviamente quelli appartenenti alle categorie proibite dalla legge.²⁴⁰ Grazie alla liberalizzazione degli investimenti esteri, la WFOE è diventata ultimamente la forma di investimento preferita dagli investitori stranieri, nel 2000 ha superato per la prima volta il numero delle Joint Venture e il numero degli investimenti sottoforma di WFOE è passato dal 25%

²³⁶ Articolo 41.

²³⁷ Articoli 147 e ss.

²³⁸ Legge sulle WFOE, Articolo 8; Norme di attuazione della Legge sulle WFOE, Articolo 19.

²³⁹ Legge sulle imprese a capitale esclusivamente straniero (WFOE, *Zhonghua renmin gongheguo waishang touzi qiye* 中华人民共和国外商投资企业法) promulgata il 12 Aprile del 1986 e modificata il 31 Ottobre del 2000.

²⁴⁰ Vedi Catalogo degli investimenti stranieri.

nel 1995 al 78% nel 2008.²⁴¹ La procedura di costituzione di una WFOE è simile a quella descritta per le JV; l'investitore dovrà presentare domanda all'autorità competente, fornendo indicazioni dettagliate in merito all'investitore stesso, al capitale versato, al settore di attività ecc. Dopodiché dovrà redigere la domanda di costituzione della società in lingua cinese, alla quale è possibile allegare una traduzione, lo statuto, lo studio di fattibilità, documenti relativi alla struttura della società e così via. Il MOFCOM dovrà approvare la costituzione della società entro 3 mesi. Una volta ottenuta l'approvazione, la società deve, entro trenta giorni, fare domanda al SAIC per la Business Licence. Una volta ottenuta la licenza, la società ha trenta giorni di tempo per ultimare le procedure di registrazione. Così come per le JV, nonostante la legge sulle società preveda per le società a responsabilità limitata un capitale minimo corrispondente a 30000 Renminbi e a 100000 Renminbi per una WFOE costituita nella forma di società a responsabilità a socio unico, il capitale minimo stabilito è solamente teorico, esso dipende dal tipo di progetto e non viene valutato rispetto a un valore minimo predefinito, ma in proporzione alla quantità di investimenti necessari alla realizzazione di tale investimento.²⁴² L'investitore può conferire il capitale in denaro, beni materiali, tecnologia e know-how e diritto d'uso dei terreni. Il capitale apportato in tecnologia e know-how non può essere superiore al 20%²⁴³ e il conferimento in denaro non può essere inferiore al 30%. All'investitore non è concesso conferire beni immobili al capitale della WFOE, il contributo in beni materiali e immateriali da parte dell'investitore straniero può provenire esclusivamente dall'estero. L'investitore può versare il capitale in una sola soluzione, entro sei mesi dalla registrazione della società, oppure come per le JV, dilazionare il versamento del capitale in più soluzioni. A differenza delle altre FIE, per le WFOE non esistono limitazioni sul piano della nazionalità e non è richiesta la presenza di amministratori cinesi. Sebbene debba tener conto della disciplina dettata dalla legge sulle società e dalla legislazione speciale, la WFOE può definire nello Statuto la struttura organizzativa della società più consona al progetto stabilito. Per questo tipo di società vi è infatti la possibilità di scegliere se

²⁴¹ Statistiche MOFCOM.

²⁴² Dezan Shira & Associates,(2009), Investment Guide to Establishing WFOEs.

²⁴³ Legge sulle WFOE, Articolo 27.

affidare la gestione della società ad un unico amministratore oppure, nel caso in cui vi sia più di un investitore straniero all'assemblea degli azionisti.²⁴⁴

4.6 Joint Venture o WFOE?

Negli anni '80 e nei primi anni '90, durante le prime ondate di investimenti avvenute a seguito delle riforme di apertura, gli investitori stranieri hanno in prevalenza optato per la costituzione di Joint Venture, innanzitutto perché l'investitore attraverso questo tipo di investimento poteva approfittare delle conoscenze e delle risorse della parte cinese e, quest'ultimo dal canto suo, poteva invece acquisire ulteriori conoscenze sui mercati internazionali e soprattutto in termini di know-how. In secondo luogo perché le limitazioni apportate dalle normative emanate dal Governo Cinese che prevedevano che la maggior parte dei settori industriali potessero avvenire esclusivamente con la partecipazione di un socio cinese, impedirono lo sviluppo delle WFOE e favorirono quello delle joint venture.²⁴⁵ Nel corso degli anni, però, in molte joint venture sino-estere sono sorte numerose problematiche che sono sfociate in contenziosi e che hanno fatto sì che ormai la maggior parte degli investitori stranieri preferisca finanziare e gestire autonomamente le proprie filiali all'estero. Era infatti molto frequente che il partner cinese utilizzasse gli impianti della joint venture per la produzione di prodotti che avrebbe poi venduto all'insaputa del partner straniero ricavandone i relativi profitti; altrettanto frequenti erano la contraffazione dei prodotti che venivano successivamente venduti sul mercato nero e la tendenza dei partner cinesi a costituire società di trading, le quali acquistavano i prodotti dalla joint venture e rivendevano in un secondo tempo ai clienti locali fornendogli dei profitti più elevati.²⁴⁶ Nel momento della costituzione della joint venture, i partner sono disposti a collaborare per un interesse comune, pur garantendo i propri interessi individuali, ma con il passare del tempo gli interessi dei soci divergono sempre più, iniziano a sorgere le prime discrepanze sulle modalità di gestione e di direzione della società e il potere di controllo e la direzione diventano uno dei maggiori oggetti della lotta tra le parti. Una delle principali ragioni di queste

²⁴⁴ Studio Legale Chiomenti, (2010), Quadro di riferimento legislativo e fiscale per gli investimenti stranieri in Cina.

²⁴⁵ Zimmerman J.M., (2004), China Law Deskbook. A Legal Guide for Foreign Invested Enterprises (*Zhongguo falu shouce 中古法律手册*), ABA.

²⁴⁶ Roos M., (2010), Chinese Commercial Law. A Practical Guide, Wolter Kluwer Law & Business

discordanze consiste proprio nelle diverse modalità di fare affari. I soci di una joint venture sino-estera hanno un background culturale, usi, costumi e soprattutto lingue differenti. Sebbene con una collaborazione pluriennale si possano stabilire dei rapporti basati sulla comprensione tra le parti, non si avrà mai una vera e propria fusione tra le culture.

Nonostante tutta questa serie di problematiche le joint venture continuano ad essere ancora utilizzate per quei settori che sono condizionati dalla normativa cinese e che non consentono altra forma di investimento e in alcuni settori, che non appartengono a questa categoria, ma nei quali la costituzione di una joint venture consiste più che altro in una scelta strategica. Gli investitori stranieri hanno infatti compreso che talvolta il supporto di un partner locale possa risultare utile a fornire maggiori informazioni sulle imprese locali, ad entrare in contatto con i governi locali e a gestire gruppi di interesse specializzati. Sostanzialmente, quanto più è difficile riuscire a penetrare e operare in un settore industriale, tanto più probabile è la scelta dell'investitore straniero di collaborare con un socio cinese. In particolare, le multinazionali prediligono questa opzione perché, sebbene il pieno controllo di una società sia molto apprezzato, l'esperienza ha dimostrato che in settori fortemente regolamentati la collaborazione con un partner locale spesso è indice di successo.

Un altro elemento a favore delle joint venture è la capacità dell'investitore cinese a contenere i costi delle operazioni in Cina, il che ha una certa rilevanza se si compete sul mercato locale direttamente con le società cinesi. Inoltre i manager cinesi conoscono meglio le dinamiche di mercato e gli operatori del settore, il che reca un vantaggio non indifferente alla società.²⁴⁷

Grazie, però, alla progressiva apertura degli investimenti esteri che non prevedono più necessariamente la presenza di un socio cinese, le WFOE si sono diffuse maggiormente e con l'adesione della Cina alla WTO, nel 2001, la tendenza alla costituzione di società a capitale esclusivamente straniero si è consolidata. Questo cambiamento è dovuto anche al fatto che gli investitori stranieri hanno acquisito una maggiore consapevolezza delle proprie capacità di gestire autonomamente le attività operative e delle differenze a livello economico, sociale e culturale tra la Cina e l'Occidente. Oltre al fatto che in passato venivano sopravvalutati i vantaggi derivanti dalla presenza di un socio cinese, in

²⁴⁷ Ibidem

proporzione alle problematiche relative ad un quadro normativo e da una prassi giudiziale largamente svantaggiosa per la parte non cinese.

4.7 Fusioni e Acquisizioni (M & A, Mergers and Acquisitions).

Negli ultimi anni, in seguito alle continue difficoltà dell'economia globale, la fiducia delle imprese che cercano di espandere la loro portata commerciale mediante operazioni di fusione e acquisizione è aumentata, soprattutto perché le operazioni M&A rappresentano un prezioso canale per ottenere un vantaggio temporale in un ambiente economico sempre più competitivo e in rapido sviluppo, inoltre la modernizzazione del sistema industriale incoraggiata dal governo fornisce agli investitori dotati di capitali sufficienti e conoscenze tecnologiche un'opportunità di guadagnare posizione sul mercato, nel contesto cinese sta infatti assumendo sempre più importanza una produzione con una certa qualità tecnologica, piuttosto che il mero accumulo di risorse. Da non sottovalutare è poi il fatto che gli investitori stranieri negli ultimi anni si stanno focalizzando sulla produzione mirata al mercato interno, gli standard di vita e i consumi in molte città della Cina hanno raggiunto un livello medio-alto e forniscono un buon terreno per gli investitori stranieri, i quali tendono ad acquisire società già esistenti per ovviare le tempistiche e potersi espandere rapidamente sui mercati locali. Altresì il quadro giuridico per le M&A è stato perfezionato e la realizzazione delle acquisizioni risulta ancora più semplice e veloce. I miglioramenti apportati simultaneamente alla corporate governance delle società, che mirano a una maggiore trasparenza da parte delle aziende cinesi e l'adozione di pratiche di gestione internazionali rendono gli investimenti ancora più appetibili. Il 2010 ha visto un incremento del 22,9 % nelle operazioni di M&A, raggiungendo il 10 % del totale e facendo della Cina il più grande mercato in Asia e dimostrando la sempre maggiore influenza della Cina nello scenario globale.²⁴⁸

Con l'acquisizione l'investitore non costituisce un soggetto giuridico nuovo, ma acquista una parte o la totalità del capitale sociale di una società già esistente, succedendo ad essa anche per ciò che concerne i diritti e gli obblighi pregressi. Da

²⁴⁸ CeSIF (Centro Studi per l'Impresa Fondazione Italia Cina), La Cina nel 2012: Scenari e Prospettive per le Imprese, 2012, Fondazione Italia Cina.

questo punto di vista la acquisizione di una società è caratterizzata da un rischio maggiore rispetto a quello che si corre con la costituzione di una società, o come si è soliti nominare un investimento *green field*, ovvero il rischio connesso alla valutazione del patrimonio della società target e alla ricognizione di eventuali passività, per le quali è necessaria un'attenta investigazione, meglio nota come *due diligence*, dello stato finanziario e legale della società.

L'acquisizione di una società può avvenire *onshore* (in Cina) oppure *offshore* (fuori dalla Cina), tendenzialmente la scelta ricade sulle ultime per questioni pratiche, poiché in tal modo si possono evitare tutte le procedure di approvazione richieste dalla legge cinese e per le agevolazioni fiscali, ovviamente se non si tratta di una società nazionale. La vendita delle holding offshore è possibile solo per le filiali cinesi, in questo caso gli amministratori e le autorità di controllo nominate dagli investitori saranno sostituiti dal nuovo proprietario così come la corporate governance subirà le modifiche apportate dalla nuova proprietà. Le filiali sono società a responsabilità limitata, perciò l'investitore non è direttamente responsabile delle proprie azioni, tuttavia qualsiasi debito della società influirà sul suo valore e recherà svantaggio all'investitore straniero. Al contempo le filiali saranno molto più limpide, non solo per i controlli interni stabiliti dalla nuova proprietà ma anche perché le società a investimento straniero tendono ad essere regolate molto più rigidamente rispetto alle società nazionali.

Nel caso in cui la società target non sia però una società a investimento straniero, l'acquisizione dovrà avvenire mediante una transazione onshore. Il metodo più comune e allo stesso tempo più complicato per acquisire un'azienda in Cina è l'acquisto diretto di una parte o della totalità delle azioni di una società nazionale. Nella maggior parte dei casi l'investitore straniero acquisisce l'intero capitale della società, perché attraverso questa operazione la società ottiene le licenze e tutti i mezzi operativi necessari senza prolungare i tempi, oltre ad avere dipendenti esperti, relazioni già esistenti con i clienti, i fornitori e soprattutto con le istituzioni.

Per quanto riguarda le fusioni invece, secondo la giurisdizione cinese, una fusione consiste nella combinazione di due o più entità nazionali già esistenti che, in seguito alla fusione, opereranno o attraverso una delle due società o attraverso una nuova società. La società venutasi a creare acquisisce tutti i beni delle due società fuse e gli succederà nei diritti e nelle responsabilità. La fusione può avvenire solo tra società registrate in

Cina, il che esclude gli investitori stranieri, a meno che non si tratti di una filiale stabilita in precedenza. La fusione è appunto un'opportunità per quegli investitori stranieri che possiedono una filiale in Cina e si vogliono espandere, tale fusione è simile all'acquisizione del patrimonio di una società, la sola differenza è l'utilizzo della filiale cinese come veicolo di acquisizione. La fusione può anche venire utilizzata nel caso in cui un investitore straniero con più filiali in Cina voglia combinarne due o più per rivalutare i propri investimenti. Così come per le acquisizioni anche le fusioni in Cina richiedono delle procedure di approvazione piuttosto lungo e scrupoloso, per questa ragione, la maggior parte degli stranieri evita le fusioni e dispone il trasferimento dell'attività liquidando le strutture inutilizzate.

Un'ultima ipotesi d'acquisizione per gli investitori stranieri riguarda l'acquisto di veri e propri rami d'azienda, il che gli consente di evitare i rischi maggiori legati ai possibili debiti della società e di evitare quindi le operazioni di due diligence.²⁴⁹

4.8 La Cina per le società estere: opportunità e implicazioni.

Tra il 2007 e il 2010 il Governo cinese ha emanato una serie di politiche e di regolamenti intenti sostenere la creazione e lo sviluppo di società, tecnologia e marchi cinesi a livello mondiale. Con il piano di stimolo all'economia, annunciato il secondo semestre del 2008, si è registrato un forte incremento del nazionalismo economico e del protezionismo a favore delle società cinesi, molte delle quali ritengono di avere ormai sufficiente esperienza gestionale da poter aver successo senza necessariamente dover collaborare con un partner straniero. In Cina si è diffusa la convinzione che gli investimenti diretti esteri non svolgano più l'essenziale funzione di catalizzatori dello sviluppo e che sia quindi opportuno ridurre la dipendenza dalla tecnologia e dalla partecipazione degli investimenti esteri nei settori più strategici quali prodotti chimici, auto e acciaio. Rispetto al passato, quando le società cinesi e le autorità locali si adoperavano per attrarre investimenti esteri, oggi sono gli investitori stranieri che si devono impegnare per ottenere politiche oppure misure di favore da parte delle autorità locali e del governo centrale. Ormai la Cina è vista sempre più come un'opportunità da

²⁴⁹ Roos M., (2010), Chinese Commercial Law. A Practical Guide, Wolter Kluwer Law & Business.

parte delle imprese straniere, secondo i dati del World Investment Report del 2011 dell'UNCTAD, la Cina, attualmente al secondo posto dopo gli Stati Uniti per quanto riguarda l'attrazione degli investimenti diretti esteri nel 2010 resterà tra le destinazioni più attraenti per i prossimi tre anni.

Le imprese straniere hanno appreso l'importanza dell'adozione delle pratiche di Corporate Social Responsibility sia nel contesto cinese sia a livello globale. La maggior parte delle imprese si è impegnata ad adottare un sistema di governance trasparente per migliorare il rapporto con gli azionisti e gli investitori, oltre ad aver intrapreso pratiche di business responsabile con clienti, fornitori e partner commerciali e alle politiche a favore dei dipendenti e alle iniziative di tutela ambientale, il che ha contribuito al rafforzamento della reputazione aziendale.

Per ottenere il successo, risultare e rimanere competitive, le società straniere dovranno cambiare i modelli di management e la dimensione operativa. Per operare sul mercato interno, un management capace è essenziale per poter comprendere il consumatore locale e per prendere le decisioni giuste in momenti rapidi, mantenendo bassi costi ma continuando al contempo a offrire valore alla clientela. Le società straniere dovrebbero assumere manager che conoscano il mercato cinese, concedere un maggiore potere decisionale ai manager responsabili delle attività cinesi anche nelle scelte che riguardano la società nel suo complesso.

Le società potranno scegliere di intraprendere strade diverse, alcune potrebbero optare per una strategia orientata a conquistare nicchie di mercato, altre potrebbero decidere di disinvestire nel processo di consolidamento in corso. Ciò che risulta chiaro è che la Cina si trova nel pieno del boom dei consumi e sta subendo un processo di sviluppo caratterizzato da dinamiche completamente diverse rispetto al passato, sarà dunque necessario per le società ad investimento straniero comprendere i cambiamenti in atto per continuare ad essere competitive.²⁵⁰

²⁵⁰ CeSIF (Centro Studi per l'Impresa Fondazione Italia Cina), La Cina nel 2012: Scenari e Prospettive per le Imprese, 2012, Fondazione Italia Cina.

BIBLIOGRAFIA

- Allen F., Qian J., Qian M., Law, Finance and Economic Growth in China. Journal of Financial Economics, Vol.77, N.1, pp. 57-116, 2005.

- Allen F., Qian J., Qian M., Zhao M., “ A Review of China’s Financial System and Initiatives for the Future, lead chapter in China’s Emerging Financial Market: Challenges and Opportunities, the Milken Institute Series on Financial Innovation and Economic Growth”, Springer, 2008.

- Blommestein H., Spencer M., The role of financial institutions in the transformation to a market economy, IMF Working Paper WP/93/75, 1993.

- Chen F., Firth M., Gao D.N., Rui O.M., “ Is China’ s Securities Regulatory Agency a toothless Tiger? Evidence from Enforcement Actions ”, Journal of Accounting and Public Policy 24, pp.451-488, 2005.

- Howson N.C., “China and WTO Liberalization of the Securities Industry: Le Choc des mondes or L’Empire immobile?”, Asia Policy 3, pp.151-185, 2007.

- Hu, Ruyin, “The Concept and Importance of Corporate Governance”, Corporate Governance: International Experience and China Practice, Tu Guangshao & Zhu Congjiu, Beijing People’s Press, 2001.

- Jane, Fu, Corporate Disclosure and Corporate Governance in China, Kluwer Law International BV, The Netherland, 2010.

- Jiang Ping 讲评, Xin Gongsì Fa Jiaocheng 新公司法教程(Tutorial per la nuova legge sulle società), Falu chubanshe, Beijing, 1997.

- Liu Fengming 刘凤鸣, Gufen Gongsì yu Hezi Qiye Fa 股份公司与合资企业法 (Leggi sulle società per azioni e sulle joint venture), Zhongguo zhengzhi falu daxue chubanshe, Beijing, 1998.

- Liu Q., “Corporate Governance in China: Current Practices, Economic Effects and Institutional Determinants”, CESif Economic Studies, Vol. 52, pp.415-453, 2006.

- Mallin C. A., Corporate Governance, Oxford University Press, 2007.

- Marris R., A Model of Managerial Enterprise, in Quarterly Journal of Economics, 1963.

- Mayer F., Corporate governance, competition and performance, in Deakin S. - Hughes A., Enterprise and community: new directions in corporate governance, Blackwell, Oxford, pag. 154, 1997.

- Minkang Gu, Understanding Chinese Company Law, Hong Kong University Press, 2006.

- Pullano L., Nuove forme di corporate governance, Aracne editrice, Roma, 2009.

- Qian Y., (1999), “The Institutional Foundations of China’s Market Transition”, Conference Paper, Annual Bank Conference on Development Economics, Washington, DC. Collegamento al sito: <http://ssrn.com/abstract=187568>.

- Qian Y., Wu J., “China Transition to a Market Economy- How Far across the River?” Conference Paper on Policy Reform (CEDPR), Standford University, 2000.
Collegamento al sito:<http://elsa.berkerly.edu/yqian/how%20far%20cross%20the%20river.pdf>.

- Roe M. J., “Delaware’s Competition”, Harward Law Review, Voll, 117, 2003.

- Schipani A. C., Liu J., “Corporate Governance in China: Then and Now”, Columbia Business Law Review, Vol. 2002, pp. 1-69, 2002.

- Shleifer A., Vishny R. W., “A Survey of Corporate Governance”, Journal of Finance, Vol. 52,1997.

- Studio Legale Chiomenti, Quadro di riferimento legislativo e fiscale per gli investimenti stranieri in Cina, 2010.

- Tang J., Linowski D., Corporate Governance at the Chinese Stock Market-How it Evolved, 2011.

- Wang K., “Corporate Governance and Agency Cost under Large Shareholder Control”, Encyclopedia of China Publishing House, Beijing, 2006.

- Williamson O. E., Managerial Discretion and Business Behaviour, in American Economic Review, 1963.

- Zattoni A., Assetti proprietari e corporate governance, EGEA, Milano, pag. 161 e segg. , 2006.

- Zhonghua renmin gongheguo shangye yinhang fa 中华人民共和国商业银行法 (China’s commercial Bank Law), promulgata nel 1995 e modificata nel dicembre del 2003, reperibile al sito http://www.law-lib.com/law/law_view.asp?id=260.

- Zhonghua Renmin Gongheguo Zhengquanfa 中华人民共和国证券法 (China Security Law).

- ZhonghuaRenminGongheguogongsiFa 中华人民共和国公司法 (Legge sulle società della Repubblica Popolare Cinese), 2006.

-21CBH (21 Century Business Herald), “ Delegates on the Two Conferences Criticized Regional Protectionism” , 2009.

-Albert M., *Capitalismo contro capitalismo*, il Mulino, Bologna, 1991.

-Baumol W. J., *Business Behaviour, Value and Growth*.

-Beamish P.W., Jiang R , *Investing profitably in China: Is it getting harder?* Long Range Planning. pp.135-151, 2002.

-Becht M., Bolton P., Roell A., *Corporate Governance and Control*, ECGI Working Paper Series in Finance, n. 02/2002.

-Berle A. A. – Means J., (1932), *The Modern Corporation and Private Property*.

-Bianco M., Trento S., *Capitalismi a confronto: i modelli di controllo delle imprese*, in *Stato e Mercato*, n. 43, 1995.

-Blair M., *Ownership and control. Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, The brookings Institutions, Washington DC, 1995.

-Cadbury Committee, *Financial Aspects of Corporate Governance*, May 1991, London.

-Cavalieri Renzo, *Lecture di diritto cinese*, Cafoscarina, Venezia, 2010.

-CeSIF (Centro Studi per l'Impresa Fondazione Italia Cina), *La Cina nel 2012: Scenari e prospettive per le imprese*, Fondazione Italia Cina, 2012.

-Chandler A., *Scale and Scope*, Harward University Press, Cambridge, 1990.

-Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., “The separation of ownership and control in East Asian, 2000.

Collegamento al sito: <http://www.21cbh.com>

corporations”, *Journal of Financial Economics* 58: 81-112

-De Soto H., *The Mystery of Capital*, Basic Books, New York, p.160 , 2000.

-Dezan Shira & Associates , *China Briefing, Business Guide to Shanghai and the Yangtze River Delta*, Third Edition.

-Dickinson S.M., Harris, Moure, *Introduction to the New Company Law of the People’s Republic of China*.

-Eels R.S.F., *The meaning of Modern Business. An introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*, Columbia University Press, New York, pag. 160, 1960.

-Enriques L., Volpin P., “Corporate Governance Reform in Continental Europe”, *Journal of Economic Perspective*, Volume 21, pp. 117-140, 2007.

-Final Report on the Washington Conference on Corruption, “Fighting Corruption IN Developing Countries and Emerging Economies: the role of the private sector”, sponsored by USAID, PriceWaterhouseCoopers, and CIPE, February 1999.

-Fortuna F., *Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milan, 2001.

-Freeman E. R., tradotto da Martinelli A., in L. Hinna (2002), *Il bilancio sociale*, Il Sole 24 Ore, Milano, pag.104, 1984.

-Fu Jian, “The Enterprise Concept in Chinese Law and Its Application in PRC Company Law”, *Australian Journal of Corporate Law* 8, n. 3, pp.266-299, 1998.

-Fukao M., *Financial integration, corporate governance and the performance of multinational companies*, The Brookings Institutional Washington DC, 1995.

- Goglio A. - Goldstein A., Corporate governance, il Mulino, Bologna, 2010.

- GRRB(Gong Ren Ri Bao 工人日报- “Worker Daily”), “30 Years Reforms and Opening-up: Population in Absolut Poverty down from 250 to 14.79 Milion” , 2008.

- Han jin 韩晶 ,Gongsi zhili. Zhidu xitong de fazhan yu shijian 公司治理。制度系统的发展与实践 (Corporate Governance.Development and practise), Shishi chubanshe, Beijing, 2010.

- History of Basel Commette and Its Membership, August 2009.

- John K, - Senbet, Corporate governance and bord effectiveness, in Journal oh Banking and Finance, n. 22, pag. 372, 1998.

- Kanaga W. S., “Corporations Must Act Ethically.”, CIPE, Economic Reform Today,1,1999.

- Keasey K., Thompson S., Wright M., Corporate governance. Economic, Management and Financial Issues, Oxford University Press, pag. 2, 1997.

- La Porta et al., Corporate ownership around the world, in Journal of Finance, n. 54, 1999.

- La Porta R., Lopes De Silanes F., Shleifer A., Vishny R., “Legal detrminant of External Finance”, The Journal of Finance 52, Luglio 1997, pp. 1131-50.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., Vishny R. W., ”Law and Finance”, Journal of Political Economy 106: 1113-1155, 1998.

- Lannoo K., Corporate governance in Europe. Report of a CEPS Working Party, Centre for European Policy Studies, Working Report n. 12, 1995.

- Luo Y., International Investment Strategies in the People's Republic of China, 1998.
- Melis A., Creazione di valore e meccanismi di corporate governance, Giuffrè, Milano, 2002.
- Miller G. P., Catastrophic financial failures: Enron and more, Cornell Law Review, 2003.
- Morck R. K., Steier L., The Global History of Corporate Governance. An Introduction, p.42, 2005.
- Musso F., Bartolucci F., Pagano A., Competere e radicarsi in Cina. Aspetti strategici e operativi, Franco Angeli, Milano, 2005.
- Pilar Doming, Judicial Independence and Judicial Reform in America Latina, in A. Schedler et al., The Self-Restraining State: Power and Accountability in New Democracies, Boulder, Co.: L. Rienner, pp. 151-175, 1999.
- Pisacane Giovanni, Manuale Operativo di Diritto Commerciale Cinese, De Tommaso Editore, 2007.
- Pullano L., Business and Management Sciences International Quarterly Review, n. 2/2022, 2011.
- Qian Sun, Partial Liberalization of the B-share Market. Impact and Implication, Research Center of Shanghai Stock Exchange, Dicembre 2003. Collegamento al sito:http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xx_fw/research/station/station20031202.pdf.
- Qian Y., "The Process of China's Market Transition (1978-98): The Evolutionary, Historical, and Comparative Perspectives" , 1999.

-Qian Y., “The Institutional Foundations of China’s Market Transition”, Conference Paper , Annual Bank Conference on Development Economics, Washington DC, 1999.
Collegamento al sito: <http://ssrn.com/abstract=187568>.

-Reuvid J., Business Insights: China. Practical advice on operational strategy and risk management, KoganPage, 2011.

-Roe M. J., Manager forti azionisti deboli. Economia, finanza e scelte politiche alle radici della corporate governance, Il Sole 24 Ore, Milano, 1997.

-Roe M.J., La public company e i suoi nemici. Politica e assetti proprietari delle imprese, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004.

-Roos M., Chinese Commercial Law. A Practical Guide, Wolter Kluwer Law & Business, 2010.

-Ruskola T., Conceptualizing Corporations and Kinship: Comparative Law and Development Theory in a Chinese Perspective, Stanford Law Review , Vol. 52, No. 1559, 2000, p. 1605.

-Shleifer A. – Vishny R., A survey of corporate governance, in Journal of Finance, Vol. 52, June, pag. 737, 1997.

-Sternberg E., Corporate governance: accountability in the market space, Hobart paper, n. 137, pagg. 20 e ss., 1997.

-Tung R., Worm V., Network Capitalism: the role of human resources in penetrating the China market, 2001.

-Vanhonacker W., “Entering China: un unconventional approach”, Harvard Business Review, March-April, pp. 2-7, 1997.

- Waishang touzi chanye zhidao mulu 外商投资产业指导目录 (Catalogo degli investimenti stranieri in Cina), consultabile al sito:
<http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/2011ling/W020111229379511927834.pdf>

- Wang Baoshu 王保书, Cui Qingzhi 翠青枝, (1988), Zhongguo gongsi fa de yuanli 中国公司法的原理(I Principi della Legge sulle società cinese), Beijing.

- Yang Ziran 杨自然, (2009), Gongsi zhili de Zhongguo moshi 公司治理的中国模式 (Chinese Model of Corporate Governance), Shehui kexue chubanshe, Beijing.

- Zattoni A., Corporate Governance, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.

- Zhongguo gongchandang 中国共产党 (CPC , The Communist Party of China) , “关于建立社会主义市场经济体制若干的决定”, “Decision on Issues Concerning the Establishment of a Socialist Economic Structure” ,1993. Collegamento al sito:<http://www.people.com.cn/>

- Zhongguo zhengquan jingdu guanli weiyuanhui 中国证券监督管理委员会 (CSRC, China Securities Regulatory Commission), Zhongguo shangshi gongsi zhili fazhan baogao 中国上市公司治理发展报告(China listed company corporate governance report), Zhongguo Quanrong chubanshe, Beijing, 2010.

- Zhongguo zhengquan jingdu guanli weiyuanhui 中国证券监督管理委员会,(CSRC, China Securities Regulatory Commission), “China Capital Markets Development Report”, China Financial Publishing House, Beijing, 2008.

- Zhonghua Renmin Gongheguo gongsi fa 中华人民共和国公司法 (Legge sulle società della Repubblica Popolare Cinese), Zhongguo fazhi chubanshe, Beijing, 2006.

-Zimmerman J.M., China Law Deskbook. A legal Guide for Foreign-invested Enterprise (*Zhongguo falu shouce 中国法律手册*), ABA, 2004.

SITOGRAFIA

-<http://www.bis.org>

-<http://www.chinalawblog.com>

-<http://www.cipe.org>

-<http://www.corpgov.deloitte.com>

-<http://corporategovernanceoup.wordpress.com/category/china/>

- <http://www.csrc.gov.cn>

-<http://www.coso.org/>

-http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=8

-<http://www.economia.unipv.it/>- <http://finance.sina.com.cn/stock/>

-<http://www.gcgf.org/>

-<http://www.ilo.org>

-<http://www.imd.ch/research/publications/wcy/World-Competitiveness-Yearbook-2008-Results.cfm>.

-<http://www.iosco.org>

-<http://www.npopss-cn.gov.cn/GB/219468/16823238.html>

-<http://www.oecd.gov>

- <http://www.safe.gov.cn>

- <http://grc.weforum.org/grc/>.

-<http://www.wto.org>

GLOSSARIO

中文	PINYIN	TRADUZIONE
董事会	Dǒngshìhuì	Consiglio di Amministrazione
公司治理	Gōngsī zhìlǐ	Corporate Governance
发展	Fāzhǎn	Sviluppo
管理	Guǎnlǐ	Management
股东会	Gǔdōnghuì	Assemblea degli Azionisti
监事会	Jīānshìhuì	Consiglio di Sorveglianza
利益	Lìyì	Interessi
利益相关者	Lìyìxiāngguānzhě	Stakeholders
投资者	Tóuzīzhě	Investitori
资本市场	Zīběnshìchǎng	Mercato dei capitali