

Comment se porte le capital-risque en Chine ?

Emmanuel Meril,
avocat, responsable de CMS,
Bureau Francis Lefebvre à Shanghai

L'essor du capital-risque en Chine date du milieu des années quatre-vingt et s'est développé dans les années quatre-vingt-dix. Face aux rigidités de l'encadrement légal, les investisseurs étrangers opèrent *via* des sociétés *offshore*.

LE CAPITAL-RISQUE en Chine en est encore à ses débuts et un véritable marché ne s'est pas dégagé à ce jour. Il est vrai que les moyens d'investissement offerts par la législation chinoise sont encore empreints de lacunes et de rigidités. Trois véhicules se distinguent : les investissements directs, les investissements *via* une société locale de placements à risque ou *via* une société de gestion de fonds de capital-risque.

Investissements directs

Les investissements directs recourent l'établissement (ou la prise de participation au sein) d'entreprises à participation étrangère (société en *joint venture* ou société à capital exclusivement étranger). Bien que le cadre légal soit relativement bien délimité, il existe de nombreuses entraves à la fluidité des mouvements de capitaux. Historiquement, les entreprises à participation étrangère n'ont pas été créées dans le but de favoriser des investissements financiers, mais comme des vêtements juridiques adaptés aux pro-

jets industriels ou de fourniture de services. Ainsi, la loi chinoise prévoit que l'entrée et la sortie des capitaux nécessitent une approbation administrative. Outre la lourdeur des procédures d'approbation, les droits de la partie chinoise sont fortement protégés par les autorités administratives, notamment par un strict contrôle du contenu des contrats de *joint venture*. Par ailleurs, toute création d'entreprise doit être précédée de la soumission d'une étude de faisabilité, ce qui interdit la création de sociétés dormantes ou de sociétés ayant des objets sociaux relativement étendus. La réglementation chinoise sur les investissements étrangers exige également, dans de nombreux secteurs, l'adoption d'une structure en *joint venture* (avec parfois l'obligation d'allouer la majorité des parts aux associés chinois). Enfin, l'article 12 de la loi sur les sociétés dispose qu'une société ne peut investir dans une autre société plus de 50 % de ses actifs nets, à l'exception des sociétés d'investissement ou des holdings. Ces structures classiques, qui sont des investissements

généralement industriels, ne conviennent pas ainsi aux investissements purement financiers, qui exigent habituellement une grande flexibilité et fluidité (outre une forte rentabilité).

Sociétés chinoises de placements à risque

Environnement général

Il existe à ce jour en Chine plus de 250 sociétés de placements à risque qui gèrent un capital-risque d'environ 4,8 milliards de dollars US. La première société locale de placements à risque – China New Technology Venture Capital Investment Co, Ltd – a été créée à Beijing, en 1985. Il s'agit de sociétés à capitaux exclusivement chinois ou à participation étrangère. Dans ce dernier cas, ces sociétés ne peuvent placer que leurs capitaux propres.

Aujourd'hui de nombreux obstacles juridiques empêchent le développement des sociétés de placements à risque. On peut citer :

- l'absence de loi-cadre applicable au capital-risque,
- l'impossibilité de créer des sociétés en commandite,
- la restriction sur le capital social et le volume des investissements,
- l'insuffisance des ressources financières,

- le manque de souplesse des modalités de sortie,
- la complexité des procédures d'établissement et de gestion,
- l'absence de marché secondaire (tel que le Nouveau Marché).

Sociétés de placements à risque à participation étrangère

Le Règlement provisoire sur la création des sociétés de placements à risque à participation étrangère (appelé ci-après le Règlement), en date du 28 août 2001, laisse cependant entrevoir une amélioration du cadre légal. Le Règlement régit les capitaux investis dans les sociétés de hautes et nouvelles technologies, non cotées en Bourse. Les sociétés peuvent revêtir les formes classiques prévues par la réglementation sur les investissements étrangers en Chine, à savoir entreprises à capitaux mixtes, entreprises de coopération sino-étrangère avec ou sans personnalité morale, et entreprises à capitaux exclusivement étrangers. Il convient de noter que les investisseurs au sein d'une entreprise de coopération sino-étrangère sans personnalité morale peuvent prévoir, dans leur contrat de coopération, qu'un investisseur au moins agira comme commandité et que les autres investisseurs pourront n'être tenus que sur leurs apports. De surcroît, la société de placements à risque à participation étrangère peut librement investir la totalité de ses actifs au sein d'autres sociétés.

Le régime des sociétés de placements à risque à capitaux étrangers mis en place est cependant extrêmement strict, ce qui en fait un véhicule peu adapté et utilisé.

Le Règlement prévoit trois voies pour la sortie des placements : 1) transfert des parts à un tiers, 2) rachat des parts par la société investie, 3) introduction en Bourse. En toute hypothèse, un investisseur ne peut se retirer avant que l'apport souscrit par celui-ci ne soit complètement libéré.

S'agissant d'une société à participation étrangère, les approbations par les autorités compétentes demeurent strictes tant en ce qui concerne l'étape de création qu'au niveau de la sortie. De plus, relativement à la gestion et à la distribution des bénéfices, dès lors que le droit chinois n'envisage pas l'existence d'une assemblée des actionnaires aux entreprises à participation étrangère, le conseil d'administration ou le comité de partenariat est investi par la loi de l'autorité suprême.

Il est probable que les règles actuelles seront modifiées prochainement. On notera que le projet de mesures sur l'administration des sociétés d'investissements à risque prévoit des actions privilégiées ordinaires et convertibles et la possibilité de confier à un tiers la gestion de la société de placements à risque. De plus, les autorités ont exprimé leur intention de modifier le Règlement. Ainsi, l'abaissement du seuil d'accessibilité aux investisseurs étrangers, outre d'éventuelles préférences fiscales, serait envisagé. La modification de la loi sur les sociétés est également à l'étude.

En tout état de cause, les activités des sociétés de placements à risque à participation étrangère ne se limitent qu'aux prises de participation directes et ne s'étendent pas à des opérations sur les fonds de placements.

Sociétés de gestion de fonds de capital-risque

Cette méthode pourrait être une voie ouverte aux investisseurs étrangers, si le projet de loi sur les fonds d'investissement en valeurs mobilières était adopté (ce projet est actuellement soumis au comité permanent de l'Assemblée nationale populaire pour examen). La loi en examen pourrait instituer un compartiment boursier de capital-risque. Le premier fonds d'investissement de capital-risque a été établi en 1989, à Shenzhen, dans le sud de la Chine. Depuis le 1^{er} juillet 2002, les investisseurs étrangers peuvent bénéficier d'un moyen parallèle institué par le Règlement sur la créa-

tion des sociétés gérant des fonds à participation étrangère, promulgué par la Commission chinoise des opérations boursières. Selon ce Règlement, un investisseur étranger peut être actionnaire à hauteur de 33 % d'une société gérant des fonds (ou 49 % en 2005), à condition que cet investisseur soit une institution financière et possède un capital minimum en devises étrangères équivalant à 300 millions de yuan. Cependant, la société à participation étrangère ne pourra gérer que des fonds de placements en valeurs mobilières et, à ce jour, il n'existe pas de base juridique pour étendre la gestion aux fonds de placements à risque. En parallèle, les restrictions portant sur la loi sur les assurances sont un autre facteur majeur entravant le développement du marché des fonds à risque. À l'heure actuelle, plusieurs demandes de création de société en *joint venture* ont été soumises par des sociétés de gestion de fonds américaines et européennes. Cependant, aucune licence n'a été délivrée à ce jour par les autorités chinoises.

Les différentes possibilités examinées ci-dessus présentent de lourdes contraintes pour les investisseurs étrangers. Dans l'attente de l'amélioration du cadre général de la législation chinoise en la matière, de nombreux investisseurs cherchent une autre voie, en recourant notamment à des sociétés *offshore* (sociétés holding), utilisées comme interface entre le capital-risque étranger et les véhicules d'investissement locaux. L'option d'une société holding basée à Hong-Kong est souvent adoptée, compte tenu de la proximité géographique et culturelle de Hong-Kong avec la Chine continentale, et surtout de la flexibilité et de la souplesse offertes par la législation hongkongaise quant au droit des sociétés. ■