

Comment investir en Chine ?

5 façons de bénéficier (peut-être) de la croissance chinoise

6 juin 2005

© MINEFI – DGTPÉ

Prestation réalisée sous système de management de la qualité certifié AFAQ ISO 9001

Auteurs :

Jean-Patrick Yanitch

jean-patrick.yanitch@missioneco.org

Benjamin Berrux

benjamin.berrux@missioneco.org

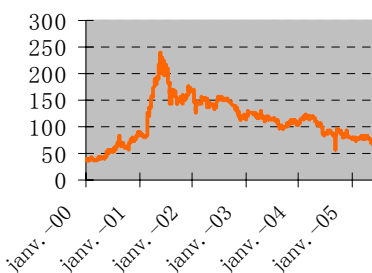
Gregor Hochet

gregor.hochet@missioneco.org

La croissance chinoise attire toutes les convoitises, et beaucoup s'interrogent sur les moyens d'en tirer financièrement partie. Cependant, l'investissement financier en Chine est rendu très difficile par la fermeture du compte de capital et le contrôle des changes. Dès lors, seules quelques formules légales permettent à ce jour de réaliser un investissement financier en Chine. Elles s'avèrent souvent dangereuses et peu rentables. Cette fiche ne traite pas des investissements directs étrangers, qui relèvent d'une autre logique.

1. Investir directement sur les marchés financiers de Chine continentale

Evolution des actions B à Shanghai



Performances des actions B à Shanghai :

-38 % sur un an, -51% % sur 3 ans

Banques françaises disposant d'une licence QFII

investissement autorisé entre 50 et 800 Ms USD

| | Licence obtenue | quota en Ms USD |
|------------------|-----------------|-----------------|
| Société Générale | 2 sept 2004 | 50 |
| BNP Paribas SA | 11 oct 2004 | 75 |
| Calyon | 15 oct 2004 | 75 |

En raison du contrôle des changes, la participation d'investisseurs étrangers sur les marchés financiers continentaux reste timide. Quelques voies existent, mais ces investissements se sont jusqu'à présent révélés très peu performants. A ce jour, seulement deux possibilités sont offertes aux étrangers :

- **les actions B** : la cote des places de Shanghai et Shenzhen est répartie en actions A libellées en monnaie locale, accessibles aux seuls ressortissants chinois, et en actions B libellées en HKdollar et USdollar, ouvertes aux étrangers depuis 2001. En mai 2005 à Shanghai, on comptait 1013 entreprises cotées et une capitalisation totale de 3247 Mds RMB. Mais le marché B ne compte que 54 entreprises pour une capitalisation de 26 Mds RMB. Il existe à présent une bande de fluctuation journalière maximale de 10% par titre (et de 5% pour les titres à traitement spécial).

- **les licences QFII** : Fin 2002, un système d'investisseurs institutionnels étrangers qualifiés (QFII, qualified foreign institutional investor) a été approuvé. Ces licences sont accessibles uniquement aux très grandes institutions financières. Mais, compte tenu du quota initial imposé par les autorités (975 Ms USD, soit à peine 0,5% de la capitalisation échangeable), il s'agit plutôt d'une brèche que d'une véritable ouverture. Les 9 opérateurs étrangers initialement choisis en 2002 n'avaient d'ailleurs investi que 290 Ms USD, témoignant de toutes façons de leur faible confiance dans un marché morose, engorgé par des émissions de qualité discutable. Le système s'est depuis développé. Les licences sont accordées par le régulateur boursier, la CSRC. Toutefois, la licence seule ne suffit pas pour opérer. En effet, chaque investisseur agréé doit aussi obtenir de la SAFE (State Administration of Foreign Exchange, organisme de la banque centrale en charge de la gestion des réserves de change et du contrôle des changes) un quota d'investissement. Celui-ci est actuellement compris entre 50 Ms USD et 800 Ms USD. Fin 2004, les autorités ont accordé des autorisations à 27 étrangers pour un montant global d'environ 3,5 Mds USD. Les autorités ont récemment envisagé d'élever le plafond total d'investissement à 10 Mds USD. Toutefois, il apparaît qu'une part importante des fonds autorisés n'est toujours pas effectivement investie.

Certaines des banques ayant obtenu un quota QFII, le mettent à disposition d'autres investisseurs ou fonds d'investissement.

2. Investir sur le marché financier hongkongais

Les placements sur le marché hongkongais se sont révélés être d'un bien meilleur rendement que les placements en Chine continentale. Hong Kong offre à la fois une meilleure sécurité juridique et un marché bien plus liquide. Deux types d'actions

hongkongaises reflètent plus particulièrement l'évolution des entreprises de Chine continentale :

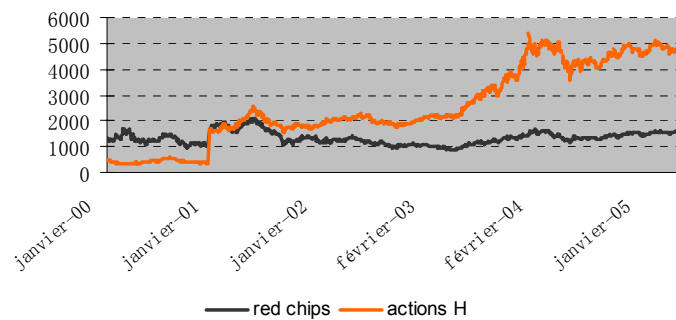
Performances des actions H :
+7% sur 1 an, +111% sur 3 ans

- **les actions H** : ce sont les titres d'entreprises enregistrées en République Populaire de Chine et possédant une autorisation de cotation à Hong Kong. L'indice Hang Seng China Enterprise, qui regroupe les actions H, est composé de 37 titres.

Performances des Red Chips :
+15% sur 1 an, + 23 % sur 3 ans

- **les red chips** : il s'agit des grandes capitalisations cotées à Hong Kong et dont le capital est détenu au moins pour 35% par des résidents de Chine continentale et dont le principal actionnaire est chinois. L'indice Hang Seng China Affiliated (indice Red Chips) comprend 27 entreprises.

Actions Chine à Hong Kong



3. Acheter des parts de fonds de placement « Chine » ou « Grande Chine »

De nombreuses banques et gestionnaires de fonds ont créé des fonds géographiques spécialisés sur la Chine. On constate des réussites très diverses depuis 2001. Ceci est peu étonnant, alors que l'indice phare de Shanghai perdait 50% de sa valeur dans le même temps. Néanmoins, la plupart des fonds paraissent se reprendre depuis peu (la période noire de la fin 2001 sortant peu à peu de la période de référence de 3 ans).

Les fonds « Chine » connaissent une performance de 12,7% sur la dernière année écoulée, et récupèrent une partie de leurs pertes

| Libellé | Gestionnaire | Fonds Chine | | Performance* | |
|-----------------------------|------------------------------|--------------------|--------|--------------|--|
| | | S&P Etoiles S&P | 1 An | 3 ans | |
| Apius Avenir Chine | Banque Delubac & Cie | | 8.05 | | |
| Atlas Chine C | Financiere Atlas | ★ | -11.05 | -20.77 | |
| Chine 2000 | Cie Fin. Rothschild | ★★★ | 2.5 | 2.19 | |
| Dexia Inv Red Chips | Dexia Asset Management | ★★★★ | 12.05 | 17.78 | |
| EMIF Turkey Index Plus Cap | EMIF Turkey Index Plus Cap | | 60 | 76.32 | |
| Fidelity Fds China Focus | Fidelity Investments Lux. SA | | 18.29 | | |
| Fidelity Fds Indonesia | Fidelity Investments Lux. SA | | 41.1 | 31.31 | |
| HSBC GIF Chinese Eq AD USD | HSBC Asset Mgmt - GIF | ★★★★★ | 12.63 | 23.74 | |
| JF China A-USD | JPMorgan Fleming AM (Europe) | ★★ | 1.09 | -4.42 | |
| Ofi Ming | Ofivalmo | ★★★★ | 12.92 | 33.2 | |
| Parvest China C | BNP Paribas Asset Management | ★★ | 9.22 | -4.25 | |
| Placements Chine | Banque de Neufelize | ★★★ | 7.1 | 4.56 | |
| Skandia China Mainland Eq A | Skandia Fund Management | ★ | -8.4 | -29.37 | |

*Les performances sont calculées en euro au 6 juin 2005, dividendes réinvestis et exprimées en %.

Les fonds « Grande Chine » connaissent une performance moyenne de 18,5% sur la dernière année, ce qui leur a permis de rattraper une part de leurs pertes accumulées depuis 2001

| Fonds Grande Chine | | | Performance* | |
|-------------------------------|------------------------------------|--------------------|--------------|--------|
| Libellé | Gestionnaire | S&P Etoiles S&P | 1 An | 3 ans |
| ABN AMRO China Equity | ABN AMRO Investment Funds | ☆☆☆ | 13.5 | 8.31 |
| Amex Epic Greater China-AU | AEB Asset Management | | 9.32 | |
| Aviva Funds Europe Soc Res Eq | Aviva Holdings Luxembourg SA | ☆☆ | 16.16 | -4.27 |
| AXA Rosenberg Eur Ex UK A | Axa | ☆☆☆☆ | 15.82 | -0.61 |
| AXA Rosenberg EurExUK S Cap A | Axa | | 24.78 | 34.37 |
| AXA WF II Continental Eur A | Axa | ☆☆☆ | 16.47 | -1.4 |
| Baring European Growth | Baring Fund Managers | ☆ | 13.01 | -9.82 |
| Baring Hong Kong China \$ | Baring Intl | ☆☆☆☆☆ | 19.85 | 16.16 |
| Batterymarch European Eq A€ | Legg Mason Global Funds | | 19.28 | |
| CA Fds Greater China Class A | Credit Agricole | ☆☆☆☆ | 19.12 | 18.14 |
| CitiEqty ContEurope A Ord EUR | Citigroup Asset Management | ☆ | 14.69 | -7.99 |
| Comgest Growth Greater China | Comgest Asset Management | ☆☆☆☆ | 13.87 | 42.12 |
| Conning Euro Equity - Cap | Conning Funds (Europe) Ltd | ☆☆☆ | 19.18 | -0.97 |
| CS EF (Lux) Greater China B | Credit Suisse AM Funds | | 2.61 | |
| DWS China | DWS Investment S.A | ☆☆☆☆ | 11.74 | 28.07 |
| EMIF China & Hong Kong | Sinopia/BBV/KBC | ☆ | 16.51 | -17.31 |
| Fidelity European | Fidelity Investment Services | ☆☆☆☆☆ | 26.14 | 27.14 |
| Fidelity Fds Greater China | Fidelity Investments Lux. SA | ☆☆ | 15.51 | -5.16 |
| First State Gr China Gwth A | First State Investments | | 25 | |
| Fortis L Eq Greater China C | Fortis Investment Management | ☆☆ | 12.06 | -9.04 |
| Frank Russell Cont Eu Eq A | Frank Russell Inv (Ireland) | ☆☆ | 16.69 | -5.96 |
| Fructilux Actions Chine | Natexis Private Banking Lux SA | ☆☆ | -0.98 | -2.06 |
| GAM Star Cont Europ Eq £ Acc | GAM Fd Mgt (Ireland) | ☆☆☆ | 21.65 | 4.32 |
| Gartmore SICAV Cont Europe A | Gartmore Investment Limited | ☆☆☆☆ | 16.54 | -0.83 |
| Henderson HF Cont Euro Eq A2 | Henderson Global Investors | ☆☆ | 16.35 | -2.23 |
| HSBC GIF Europ exUK Eq AD EUR | HSBC Asset Mgmt - GIF | ☆☆ | 12 | -3.8 |
| ING (L) Inv Greater China P C | ING Investment Management | | 14.74 | |
| iShares FTS Eurofirst 80 | Barclays Global Investors | ☆☆ | 15.92 | -7 |
| JF Greater China A-USD | JPMorgan Fleming AM (Europe) | ☆☆☆ | 12.81 | 9.44 |
| LODH Inv Greater China A | Lombard Odier Darier Hentsch & Cie | ☆ | 11.96 | -15.44 |
| Mellon Cont Euro Eq Pfl A USD | Mellon Global Investments | ☆☆☆ | 17.41 | 0.68 |
| Pictet F-Cont Europe Eqs-I | Pictet & Cie | ☆ | 18.63 | -7.24 |
| Pictet F-Greater China-Pca | Pictet & Cie | | 14.63 | |
| Pioneer Grtr China Eq E EUR | Pioneer Investment Mgmt Ltd | ☆ | 14.55 | -14 |
| Schroder ISF Gtr China A Acc | Schroder ISF Gtr China A Acc | ☆☆☆ | 22.68 | 9.91 |
| SGAF Euro EX-UK Eq GBP Inv | SEI Investments Global Ltd | ☆ | 15.46 | -8.47 |
| SGAM Fund Equities China A | SGAM | ☆☆☆ | 13.58 | 4.89 |
| Templeton China A acc | Franklin Templeton Inv Mgt | ☆☆☆☆ | 15.06 | 19.99 |
| Threadneedle Eu Sel Gth 1 Eur | Threadneedle Investments | ☆☆☆☆ | 16.07 | 0.22 |
| Threadneedle Eur SC Gth 1 Eur | Threadneedle Investments | | 34.05 | 45.25 |
| Threadneedle Euro Gth 1 Euro | Threadneedle Investments | ☆☆☆☆ | 17.14 | -0.69 |
| UBAM China Equity AC | Union Bancaire Privee | ☆ | -1.24 | -33.11 |
| UBS (Lux) EF-Greater China B | UBS Fund Services (Lux) S | ☆☆ | 13.54 | -11.71 |

*Les performances sont calculées en euro au 6 juin 2005, dividendes réinvestis et exprimées en %.

4. Prendre des participations financières dans des entreprises non cotées

Le cadre réglementaire est très contraignant

Le cadre classique des investissements directs étrangers (IDE) en Chine n'est guère adapté à l'investissement financier. Qu'il s'agisse de participer à la création d'une entité nouvelle ou de prendre une participation dans une entité existante, une approbation préalable de l'administration est requise, fondée sur des considérations sectorielles. L'autorité d'approbation vérifie que l'investissement étranger intervient dans un secteur ouvert aux étrangers et se fonde notamment sur un document dénommé *Catalogue d'orientation de l'investissement étranger*, qui classe les secteurs d'activité en plusieurs catégories selon que l'investissement étranger y est encouragé, restreint ou interdit.

Structure juridique : « l'entreprise de capital risque à investissement étranger »

Depuis 2003, il est possible de créer une entreprise de capital risque à investissement étranger (ci-après ECRIE). Son champ d'application est large : il s'agit de réunir dans une même structure des investisseurs, soit tous étrangers, soit étrangers et chinois, dans le but de prendre des participations en capital dans des sociétés non cotées (généralement de haute ou nouvelle technologie), de leur apporter des services de management et de réaliser des plus-values à l'occasion de la cession ultérieure de ces participations.

Le texte vise les prises de participation aussi bien dans des sociétés nouvelles ou en création (capital risque *stricto sensu*) que dans des sociétés existantes (*private equity*).

L'ECRIE peut au choix prendre la forme d'une entité sans personnalité juridique, auquel cas la responsabilité des investisseurs est indéfinie et solidaire et le capital minimum de 10 Ms USD, ou bien d'une société commerciale et la responsabilité des investisseurs est alors limitée à leurs apports, le capital minimum n'étant alors que de 5 Ms USD.

L'ECRIE doit avoir entre 2 et 50 investisseurs chacun apportant au moins 1 M USD. Elle doit en outre avoir un investisseur qualifié qui doit être un professionnel du capital risque répondant à des exigences strictes (notamment gérer déjà 100 Ms USD d'investissements). Les investisseurs d'une ECRIE sans personnalité morale peuvent limiter leur responsabilité au montant de leurs apports si l'investisseur qualifié accepte d'être indéfiniment et solidairement responsable des dettes de l'entreprise de capital risque.

L'ECRIE doit avoir au moins 3 professionnels expérimentés dans le capital risque ou sous-traiter la gestion quotidienne à une entreprise de management de capital risque (EMCR).

Les avantages de l'ECRIE

Par rapport au cadre strict de l'IDE, l'investissement au travers d'une ECRIE présente quelques avantages :

- le capital de l'ECRIE peut être libéré sur une période totale de 5 ans, en fonction de l'état d'avancement des investissements ;
- lorsqu'une participation dans une entreprise chinoise est cédée par l'ECRIE, les investisseurs étrangers peuvent immédiatement récupérer leur investissement dans celle-ci, par réduction de capital, à hauteur du montant initialement investi par l'ECRIE dans l'entreprise chinoise ;
- l'ECRIE est dispensée d'approbation préalable lorsqu'elle investit dans les catégories « encouragée » et « permise » du Catalogue d'orientation de l'investissement étranger. Elle doit toutefois notifier l'investissement aux autorités du commerce. Dans la catégorie « restreinte », l'approbation reste nécessaire.

Le régime fiscal de l'ECRIE

Le régime fiscal dépend de la forme de l'ECRIE. Si elle a une forme de société commerciale, elle est d'abord taxée à son niveau comme toute entreprise à investissement étranger. Les investisseurs étrangers sont alors considérés comme percevant des dividendes de l'ECRIE. La Chine renonce à l'heure actuelle à toute retenue à la source sur des dividendes payés par une entreprise à investissement étranger.

Lorsqu'en revanche, l'ECRIE n'a pas la personnalité juridique, l'impôt sur les bénéfices est dû (sauf option contraire) au niveau des investisseurs étrangers. Dans le cas où l'ECRIE n'a pas son propre management en Chine, mais recourt aux services d'une EMCR, les investisseurs étrangers sont imposés comme des entreprises étrangères sans établissement stable. Les plus-values de cession de titres sont soumises à une retenue à la source de 10 %.

Les acteurs anglo-saxons sont les plus présents aujourd'hui, par exemple Carlyle, Morgan Stanley, et Goldman Sachs. Le montant annuel investi dans des opérations de capital risque en Chine a dépassé un milliard USD en 2004.

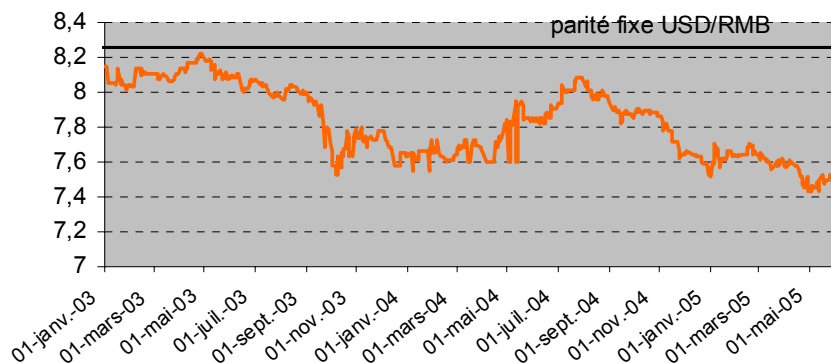
5. Anticiper une éventuelle réévaluation du RMB

La spéculation sur une réévaluation du RMB est continue depuis fin 2002 (cf. graphique ci-dessous). L'ancrage du RMB au dollar US n'ayant pas évolué dans l'intervalle, ces positions se sont avérées continuellement perdantes.

Les investisseurs chinois multiplient les techniques afin de spéculer sur une éventuelle réévaluation du RMB. Néanmoins, légalement, le spectre d'instruments ouverts aux investisseurs étrangers est, là aussi, beaucoup plus étroit, et se limite aux **contrats NDF** (non deliverable forwards), échangés à Hong Kong et Singapour.

Il s'agit de contrats à terme sur l'évolution anticipée du taux USD/RMB, à 3/12/24 mois. Ces produits dérivés constituent une manière sécurisée de spéculer sur l'avenir du régime de change chinois, la contrepartie étant toujours une grande institution financière. Néanmoins, le risque est très élevé, car l'investisseur perd à l'échéance l'intégralité de sa mise en cas de maintien de la parité. Les volumes de transactions quotidiens sont de l'ordre de 500 Ms USD. Ce marché, soumis aux aléas des rumeurs, est marqué par une forte volatilité.

évolution du contrat NDF USD/RMB à 2 ans



Copyright

Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse de la Mission Economique de PEKIN (adresser les demandes à pekin@missioneco.org).

Clause de non-responsabilité

La ME s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication qui ne vise pas à délivrer des conseils personnalisés qui supposent l'étude et l'analyse de cas particuliers.



Auteur :

Mission Économique de Pékin
Adresse : Pacific Century Place, Unit 1015, Tower A
2A Gong Ti Bei Lu, Chao Yang Qu
PEKIN 100027 Chine

Rédigée par : Jean-Patrick YANITCH, Benjamin BERRUX,
Gregor HOCHET
Revue par : Hubert TESTARD

Date de parution : 6 juin 2005