



Letter from Kolkata :

La fin de 34 ans de gouvernement communiste

Les récentes élections dans 4 états indiens (avec une population totale de 230 millions d'habitants) ont évincé le Communist Party of India-Marxist, fondé en 1925, du West Bengal. Ainsi prend fin le règne le plus long d'un gouvernement communiste démocratiquement élu dans l'histoire du monde. Les 15 millions d'habitants de la ville de Kolkata (Calcutta), la capitale de West Bengal, fêtent une nouvelle ère.

Les communistes ont commis des ravages dans le West Bengal pendant leurs 34 ans de pouvoir. Le déclin économique par rapport aux autres états indiens est patent, l'industrie et les capitaux se sont enfuis. La corruption et les disputes de terre ont paralysé les investissements. Le projet **Tata** de voiture à €1500, la Nano, a finalement du être déplacé vers un autre état à cause des problèmes d'acquisition de terrain.

La lutte contre la corruption est dorénavant sous les feux de la rampe en Inde, après le scandale de l'attribution des licences de télécom qui a coûté US\$39Mds au pays. Le gouvernement indien a enfin signé la convention de l'ONU contre la corruption, face aux protestations des classes moyennes.

L'Inde, fière de son statut de plus grand pays démocratique au monde (un panneau en 4 langues l'annonce en traversant la frontière du Pakistan), a jusqu'à maintenant vu son modèle de développement économique démocratique sévèrement concurrencé par le modèle chinois. Les complexités de la politique régionale ont retardé le développement économique et la réduction de la pauvreté.

Il y a 30 ans, l'Inde était plus riche que la Chine. Que dira l'avenir ?

■



Alexia
W. Tye

Crise de key man chez CDH

Le managing partner de CDH Venture s'enfuit

Un départ furtif, annoncé simplement sur son blog sur le site chinois Sina, demandant pardon à ses collègues et amis. Ainsi s'évapora le 16 mai 2011 Wang Gongquan, co-fondateur et managing partner de CDH Venture, parti avec la femme qu'il aime, Wang Qin. Il n'est plus joignable sur son portable, et n'a pas indiqué quand il reviendra. « Merci à tous pour votre soutien... impossible de vous expliquer...je lâche tout ... ». Il ajoute qu'il n'a pas été enlevé par les autorités pour ses opinions osées et son franc-parler sur des sujets sensibles en Chine. Son blog valédicatoire a été transmis 4 971 fois en une heure.

Wang Gongquan est décrit sur le site web de CDH, (et seulement dans la version en chinois) comme ayant une riche expérience en analyse stratégique, gestion opérationnelle....et.... gestion de crises.

Car suite à ce départ peu conventionnel, ses collègues gèrent la communication avec les LPs et le déclenchement potentiel de la clause homme-clé. Ils auront peut-être aussi à affronter les recours juridiques des investisseurs. Le mythique Wang Gongquan, co-fondateur de CDH Venture en 2006, dirigeait une équipe de 20 personnes qui gère 2 fonds en US\$ et un fonds en Yuan, d'un montant total d'environ US\$900M. La structure indépendante fait partie de CDH Investments et se focalise sur les investissements *early et growth stage* dans les secteurs IT, médias, biens de consommation et services, santé, éducation et cleantech.

Wang Gongquan est réputé pour son don d'évaluer les entrepreneurs et de décrocher les bons dossiers. Ingénieur diplômé d'une université de la province de Jilin (Mandchourie), il commence sa vie professionnelle dans le service de propagande de la branche de Jilin du parti communiste. Après plusieurs postes dans diverses entités étatiques, il devient general partner chez **IDG Technology Venture Investment** en 1999. Depuis 2006, il a été responsable de plusieurs deals phares pour CDH, tels **Focus Media**, **3721**, **LDK Solar** etc, qui ont réussi des sorties via IPO ou cession industrielle. Son 1^{er} deal VC, **Yaxin**, aurait été décidé très rapidement, avec une mise de US\$250 000 pour 8% de la société. La société lèvera ensuite US\$120M lors de son IPO sur le NASDAQ en 2000. Le 1^{er} deal de Wang chez CDH était

LDK Solar, qui a généré 5x la mise en 6 mois suite à une introduction sur le NYSE.

Son dernier succès, **Qihoo 360** (logiciels de sécurité), a récemment été introduit au NYSE, générant pour CDH Venture 40x sa mise de US\$5M investie en 2006 (au cours actuel).

LES FONDS GERES PAR CDH INVESTMENTS

FONDS	Millésime	Taille
Fonds en US\$		
CDH Growth Capital I	2002	US\$102M
CDH Growth Capital II	2005	US\$315M
CDH Growth Capital III	2007	US\$1,6Mds
CDH IV	2009	US\$1,4Mds
CDH Venture I	2006	US\$210M
CDH Venture II	2008	US\$505M
Fonds en RMB (Yuan)		
Tianjin Dinghui I	2008	Yuan 3,19 Mds
Tianjin Dinghui Yuanbo	2008	Yuan 867M
Tianjin Dinghui Hengrui	2008	Yuan 423M
Tianjin Dinghui II (<i>en cours de levée</i>)	2011	Yuan 8 Mds
Taux de change 1 Yuan (RMB)= €0,1066 environ		
CVSource		

Fonds actions cotées et immobilier exclus ; les noms en chinois librement traduit en français.

La dame avec qui il s'enfuit, dont Wang fait des éloges dans son blog, est ancienne journaliste et fondatrice de la société d'investissement Jiangsu Zhongfu. Sa société fait entre autres de l'investissement immobilier, et selon des sources officieuses, a été retenue à plusieurs reprises par CDH pour des prestations de *corporate finance* et de *due diligences*. Certaines personnes spéculent que le couple va monter un nouveau fonds de private equity.

L'impact direct sur les fonds *growth* de CDH Private Equity semble limité car les équipes sont séparées. CDH Private Equity, gérant environ US\$ 4Mds, est considéré comme une des meilleures équipes en Chine. Fort de son succès depuis sa création en 2002, le groupe CDH Investments a élargi son empreinte au-delà de la Chine, employant plus de 70 personnes dans des bureaux à Beijing, Shanghai, Shenzhen, Hong Kong, Singapour, et Jakarta. Il compte plus de 100 LPs internationaux et domestiques, institutionnels et personnes physiques.

CDH vise Yuan 8Mds (€848M) pour son nouveau fonds RMB Un engagement minimum de Yuan 30M pour les *high net worth* chinois

CDH a lancé son 1^{er} fonds en devise chinoise (RMB ou le Yuan) en 2008. Jusqu'à présent les levées de fonds domestiques ont été majoritairement soutenues par de grands institutionnels chinois, y compris le plus important LP chinois, le fonds national de sécurité social (**NSSF**). Deux fonds en Yuan actuellement gérés par CDH ont reçu des engagements du NSSF, à hauteur de Yuan 5Mds. On notera que seulement 7 équipes en Chine ont pu accueillir l'omnipuissant NSSF comme investisseur, pour un total de près de US\$2Mds, et seules **Hony** et CDH pour 2 fonds successifs.

En avril, CDH a lancé la levée de son nouveau fonds en Yuan, qui sera plafonné à Yuan 8Mds. Le NSSF s'est déjà engagé pour Yuan 3Mds. CDH élargit la collecte vers les personnes physiques, avec un ticket minimum de Yuan 30M (environ €3M). Ainsi, CDH a récemment rencontré une cinquantaine de grandes fortunes chinoises à Xiamen (ville secondaire de 3,5 millions d'habitants), dans la discrétion d'un hôtel 5 étoiles. L'intermédiaire local de gestion de patrimoine a dévoilé que les personnes invitées avaient un *net worth* minimum de Yuan100M. Un entrepreneur de Xiamen aurait aussitôt souscrit Yuan 30M. CDH base sa sélection de souscripteurs non seulement sur ce critère, mais doit également veiller sur le risque de défaut pour des engagements sur une durée de 4 ans ainsi que sur l'origine des capitaux.

En Inde, on constate la même évolution dans les levées de fonds : les fonds de grandes marques telles ICICI, IL&FS etc lancent leur *fundraisings* souvent par une tranche domestique de US\$150M à 350M, souscrite par des institutionnels et des *high net worth* indiens. Dans certains secteurs protégés par des réglementations limitant la part de l'investissement étranger, les

véhicules de capitaux domestiques présentent des avantages, comme en Chine. Comme en Chine, il est important de sélectionner des personnes qui comprennent la nature du produit - il y a eu plusieurs cas de défaut par les souscripteurs individuels indiens.

Les millionnaires « Made in China »

La richesse privée croît rapidement en Chine et Inde, 2 pays qui talonnent les Etats-Unis en nombre de milliardaires en US\$ (128 et 69 respectivement).

Le profil des grandes fortunes chinoises est l'opposé de celui en Europe : ils sont majoritairement de 1ère génération - très peu ont hérité - et ils sont souvent de jeunes entrepreneurs qui ont fait leurs études supérieures à l'étranger. Ce qui est notable est que leurs fortunes sont souvent bâties sur la création d'entreprises dans les IT/médias, soutenues pour beaucoup par le capital-investissement. Des icônes qui font rêver les jeunes prétendants chinois au private equity sont Ma Huateng, le fondateur de la société internet **Tencent**, avec une fortune publiée de Yuan 32Mds (€3,5Mds), ou Chen Tianqiao de **Shanda Interactive Entertainment**. Tencent, fondée en 1998, et investie par **IDG** et **Yingke**, est aujourd'hui la 3e société d'internet dans le monde par la capitalisation boursière. Shanda, une pépite lors de l'entrée du capital-risque en 2003, est devenue la plus grande société de jeux en ligne dans le monde. C'est un des deals phares qui ont fait la réputation de **SAIF**, ayant rendu plus de 10x la mise.

LES GRANDES FORTUNES CHINOISES

- 1,1 millions de millionnaires (en US\$)
- L'âge moyen des détenteurs de patrimoines de US\$10M est de 39 ans
- 11 milliardaires (en US\$) ont moins de 40 ans

Le private equity et les opérations boursières ont également rendu beaucoup de personnes riches en Chine. Le patron de CDH Investments, **Wu Shangzhi**, a lui-même accédé cette année au Fortune 500 chinois.

La pénurie de talents dans le private equity chinois rime avec un flux soutenu d'entrées et sorties de personnel

« J'ai fait 4 ans dans un cabinet d'audit, je passe mon examen de CFA, comment faire pour entrer dans le private equity ? » se demande un jeune Chinois.

Même les grandes stars à la tête de divisions chinoises des grosses banques d'investissement telles **Goldman Sachs**, **Morgan Stanley** en rêvent. Quand on voit les PER astronomiques sur les bourses chinoises, et le nombre d'IPOs de sociétés soutenues par le private equity atteindre 5 à 10 par semaine, le secteur du private equity paraît très tentant. Beaucoup font le saut pour les récompenses financières et le challenge, facteurs que les Chinois appellent euphémiquement « se valoriser davantage ». Dans le semestre récent, il y avait 300 postes à pourvoir dans le private equity en Chine, selon des sources locales. Un chiffre qui semble plutôt modeste quand on considère qu'il existe peut-être 2 000 structures de capital-investissement en Chine aujourd'hui.

En même temps, il y a beaucoup de mouvements de sortie de personnel : notamment pour rejoindre un autre fonds, mais aussi tout simplement pour prendre sa retraite après avoir réussi de belles performances. **Hopu Investment Management**, créé par des anciens de **Goldman Sachs**, en est un exemple. L'équipe a levé US\$2,5Mds pour son 1^{er} fonds en 2007, soutenu par leur ancien employeur - pas de rancœur dans le contexte chinois - et Temasek de Singapour. Le réseau exceptionnel de Fang Fenglei et ses co-équipiers ont assuré l'accès à un bon dealflow, et ils ont également profité des opportunités dans les actions cotées de banques chinoises en pleine période de crise de 2009. L'année dernière, l'équipe annonce que 2 parmi les 3 fondateurs-associés allaient partir à la retraite et qu'il n'y aura pas de fonds successeur. Manque d'esprit de pérennité, vision opportuniste ?

L'autre phénomène, la fibre entrepreneuriale, est résumé dans l'idiome chinois « *mieux vaut être la tête d'un poulet que la queue d'un dragon* » : les *partners* ne se gênent pas pour partir créer leurs propres fonds. La structure chinoise de **Kleiner Perkins** a par exemple vu partir plusieurs managing partners et partners, ne laissant qu'un seul managing partner de l'époque de sa fondation en 2007. La 1ère vague de départs pour l'industrie était en 2005-2006, provoquée par l'arrivée en masse des firmes étrangères. La 2^e vague de demande de personnel d'investissement est actuellement accélérée par la

création des fonds en RMB (Yuan). Même si le private equity en Chine est pratiqué depuis les années 1990, il a réellement pris de l'essor ces 10 dernières années environ. Les praticiens qui jouissent de cette forte mobilité n'ont donc pas forcément beaucoup d'années d'expérience. On estime à 5 à 7 ans le temps qu'il faudrait pour devenir *partner*.

Certains acteurs étrangers déplorent justement le manque d'esprit de partnership dans les structures locales de fonds RMB, une boîte de pandore lancée par **une loi de 2007 régissant la création de *limited partnerships* en devise chinoise**. Ce ne sont que des partnership sur papier, disent-ils, servant plus d'outil fiscal que de gouvernance, car ce type de structure est nouveau pour la culture d'entreprise chinoise. Les décisions d'investissement et de management ne sont pas partagées par tous les partners, et le fonctionnement des équipes reste assez hiérarchisé.

Le « *renmai* » ou le réseau d'influence

Le talent dans le private equity en Chine se définit non seulement par la compétence technique, mais surtout par la qualité de ses réseaux privilégiés qui permettent d'accaparer les deals juteux. Les deals « pre-IPO » destinés à une sortie imminente sont par exemple réservés aux seuls *insiders* des réseaux. Du *renmai* sinon rien.

Une avalanche d'irrégularités comptables des sociétés chinoises

De nombreux nouveaux cas de fraude et d'irrégularités comptables ont été exposés ces récentes semaines en Chine (*suite aux 2 cas de sociétés agro-alimentaires du portefeuille de Carlyle, présentés dans **EVeille** 05/2011*).

Longtop, la société de logiciels qui a trompé les plus fûtés

Longtop, une société chinoise cotée au NYSE, a eu 6 ans d'opinion non-qualifiée de ses auditeurs Deloitte. Cette année, suite à des doutes levés par plusieurs *hedge funds* qui trouvaient que les résultats étaient trop beaux pour être vrais, **Deloitte** est allé au siège social des banquiers de Longtop pour vérifier les soldes de cash. Auparavant Deloitte se contentait de faire ses vérifications auprès des succursales locales. Le cash constituait plus de la

moitié des US\$606M d'actifs de Longtop avant l'explosion de l'affaire. Deloitte va découvrir que ces montants de cash n'existaient pas, et qu'il y avait des dettes 'significatives'. Mais avant de pouvoir aller plus loin, dans les quelques heures qui suivent le début de leur travaux de vérification, Longtop téléphone aux banques pour dire que Deloitte n'était pas leurs auditeurs. Le personnel de Longtop se bat physiquement avec Deloitte pour exproprier tous les dossiers d'audit, empêchant le personnel de Deloitte de quitter les locaux s'il ne rendait pas les documents. Tout cela était relaté dans la lettre de démission de Deloitte. Il y a un mois, Deloitte a du démissionner comme auditeur d'une autre société chinoise, **China MediaExpress** dans des conditions similaires.

Clairement, dans beaucoup de situations de fraude comme celle-là, les banques, ou au moins leurs succursales locales, sont tout simplement complices. Avant la suspension de la cote du NYSE, Longtop avait une capitalisation boursière de US\$1,1Mds (déjà sensiblement en dessous de son pic de US\$2,4Mds en novembre 2010). **Morgan Stanley** a émis une recommandation d'achat sur le titre 2 semaines avant ces événements rocambolesques. L'action ne vaudrait plus rien aujourd'hui, vu que ses résultats ne sont en réalité qu'une petite fraction de ce qui était affiché.

La SEC continue ses investigations. Les officiels américains et chinois se sont rencontrés pour discuter des actions à prendre vis à vis des procédures d'audit entre les 2 pays, « afin d'améliorer le niveau de confiance mutuelle ».

Les grandes entreprises étatiques sont également touchées

La National Audit Office (**NAO**) chinois a sermonné fin mai 17 sociétés étatiques (SOEs ou 'State Owned Enterprises'), dont beaucoup ont des structures cotées aux bourses de Hong Kong et Singapour. La plupart présentaient des irrégularités comptables classiques : sous-déclaration des profits et des impôts, transactions entre la maison-mère et la structure cotée non-conformes ('non arms-length'), fausses factures afin de se payer des bonus, etc. D'autres problèmes identifiés incluent l'opacité des structures organisationnelles – le groupe **COSCO** (transport et logistique maritime) a par exemple 11 couches de sociétés cousines, avec jusqu'à 763 filiales dans 5 couches. Ce niveau de complexité rend difficile la traçabilité des dépenses et du cash : différentes entités de COSCO ont détourné des crédits bancaires pour acheter un hôtel ou un terrain de golfe.

Rien de surprenant pour ceux qui ont l'expérience de travailler en Chine. Ce qui est étonnant est l'ordre de grandeur de l'impact financier. Le NAO dit que « 94% ou 735 des cas irréguliers sont rectifiés, et 65 personnes punies ». COSCO a réduit son organigramme de 2 couches suite à ces réprimandes. La sous-déclaration des profits chez COSCO ne serait que 1,27% du profit (un montant de moins de €2M), et le passif sous-déclaré ne représente qu'une erreur de 0,005%. On notera en outre que ces investigations portent sur les comptes de l'année fiscale 2009, donnant seulement, pour citer Warren Buffett, une 'vision de rétroviseur'.

Les cours des sociétés chinoises ont chuté à la bourse de Singapour, comme à Hong Kong, suite à la publication du rapport du NAO. Des dizaines de milliards de dollars de capitalisation ont littéralement fondu. Dans certains cas, les problèmes de la maison-mère ne touchent peut-être pas leurs filiales cotées offshore. Dans d'autres, c'est l'histoire classique d'un midcap chinois dont les auditeurs (les Ernst and Young, Deloitte, KPMG) se déclarent soudainement dans l'impossibilité de confirmer les soldes bancaires et d'autres actifs liquides. L'épidémie touche aussi les entreprises chinoises cotées aux Etats-Unis. Certaines personnes croient naïvement qu'il y a plus de cas de fraude de sociétés chinoises dans ces localisations, mais la vérité est peut-être que ces cas sont davantage exposés. Il faut sans doute considérer que si même les grandes entreprises étatiques chinoises ne peuvent pas publier des comptes intègres, les sociétés de plus petite taille peuvent aussi être suspectées.

Le fonds Kunwu Jiuding Capital évite de peu une grosse perte

D'autres sont plus chanceux. Le fonds Kunwu Jiuding allait signer un accord pour investir Yuan 200M dans **Jinhande**, une société d'importation de technologies allemandes du secteur des trains à grande vitesse. Les due diligences ont donné une valorisation de Yuan 1,6 Mds à cette société qui se vantait d'avoir le monopole de distribution en Chine et un accès privilégié au ministère des rails. Les investisseurs couraient après Jinhande pour profiter des bénéfices d'un secteur notoirement opaque et monopolistique en Chine. Et puis une investigation de l'Etat révèle que la patronne de Jinhande était coupable de corruption impliquant un officiel du ministère des rails. Le fonds se félicite d'avoir évité une grosse perte.

Le bout visible d'un iceberg ?

Beaucoup d'investisseurs sont aveuglés par la course à la croissance en Chine. Les bourses internationales aussi, dans le désir d'attirer le maximum de candidats chinois à l'IPO. Elles tolèrent par exemple cette fameuse pratique de tenue de livres comptables en trois versions. Même les cours de justice - la cour de New York avait rejeté une assignation en *class action* des investisseurs américains considérant que le cours d'introduction de **China Life Insurance** en 2003 était surévalué car les irrégularités découvertes par le NAO n'avaient pas été déclarées par la société lors de son IPO.

Seront traités ultérieurement les signaux typiques auxquels l'investisseur doit faire attention. Il n'est pas nécessaire de souligner que ces incidents peuvent fournir les ingrédients d'un krach.

China Development Bank prendra une participation dans TPG Capital

Suite à l'entrée de GIC et KIA dans la société de gestion de TPG*, c'est au tour de la banque publique chinoise CDB. CDB, via sa filiale de capital-investissement CDB Capital, a également conclu un accord de partenariat avec TPG Capital. Les détails seront rendus publics une fois que les autorisations réglementaires seront obtenues.

CDB Capital a été établi en 2009 avec un capital de Yuan 35Mds (€3,7Mds) pour se focaliser sur le private equity tant en investisseur qu'en intermédiaire. TPG a investi US\$8,1 Mds en Asie depuis 2008, sur un portefeuille global de US\$48Mds, et compte se servir des relations privilégiées avec l'Etat chinois pour accroître ses activités en Chine.

*voir *EVeille* 05/2011: les investisseurs de l'Asie Pacifique dans les sociétés de gestion des mega fonds.

Le Japon post-tsunami : les besoins en infrastructure équivalent à ceux de l'Inde dans les zones sinistrées

La situation sismique dans la région de Tohoku au nord du Japon maintenant calmée, on tente d'évaluer les perspectives économiques. La bourse de Tokyo est encore en deçà de 10% par rapport à son niveau d'avant le tsunami, un niveau qui semble attirant pour les acteurs étrangers qui s'affichent acheteurs nets depuis mars. Nos confrères locaux estiment que les valorisations des marchés cotés sont en fait maintenant moins attractives par rapport aux prévisions de rentabilité d'avant le désastre.

Le capital-investissement au Japon est en contraction depuis quelques années (voir *EVeille* 02/2011). Une étude sur le private equity au Japon a été publiée en mars par le Ministère de l'Economie, le Commerce et l'Industrie (METI). L'investigation a porté sur une cinquantaine de fonds de buyout créés entre 1997 et 2009, révélant les multiples générés. Ces chiffres ne paraissent pas très attractifs. On notera toutefois que les statistiques officielles japonaises ont leurs limites, ne donnant pas d'analyse ni méthodologie détaillée comme feraient les organisations professionnelles ou les cabinets d'études en Chine ou en Europe. Elles sont en plus rarement disponibles en anglais. (NB Les Japonais raisonnent en multiple par rapport au coût historique et non en TRI.)

MULTIPLES MOYENS DANS LE PRIVATE EQUITY JAPONAIS

Millésime	Multiple moyen	Nombre de fonds
Jusqu'à 2002	2,3	12
2003-2005	1,6	15
2006-2008	1,1	14

Etude METI, Brightrust

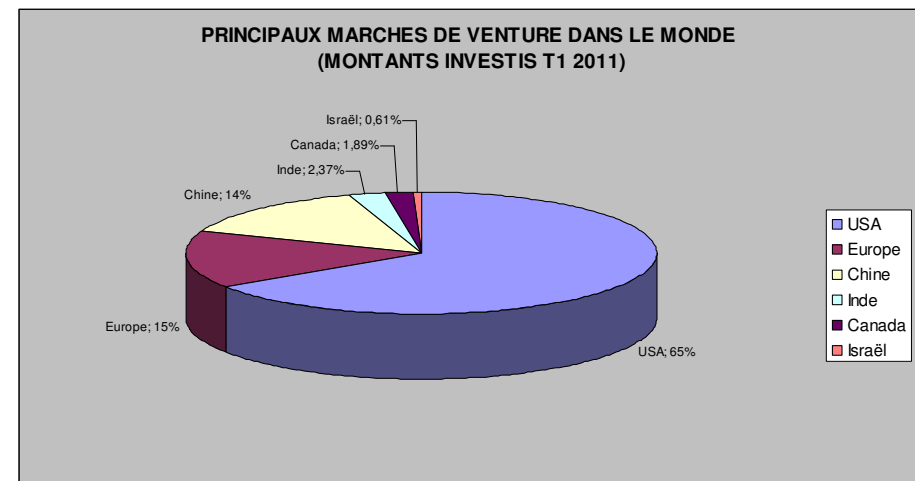
Multiple moyen = la somme des valeurs réalisées et non-réalisées, divisée par le capital appelé.

Les GPs japonais sauront-ils tirer partie des nouvelles opportunités qui se présentent ? Beaucoup de sociétés à l'intérieur comme à l'extérieur des zones sinistrées étaient en bonne santé avant la catastrophe, et sont simplement affectées par les ruptures des chaînes de production et de fourniture de pièces. Les besoins de reconstruction dans le Tohoku, sans compter les dégâts de la

centrale nucléaire, sont estimés entre US\$200Mds et 300Mds, équivalent au budget d'infrastructure de l'Inde pour les années fiscales 2011 et 2012. Le Japon saura-t-il profiter de cette opportunité unique pour se recréer et se réformer ? Autant de questions qu'on peut légitimement se poser eu égard aux challenges énormes auxquels le Japon doit maintenant faire face.

La Chine talonne l'Europe comme 3e marché VC

Les 6 premiers centres du venture dans le monde (USA, Europe, Chine, Inde, Canada et Israël dans l'ordre) ont dans l'ensemble connu une croissance de 20% des montants investis au T1 2011, atteignant un total de US\$ 9,8Mds. Même l'Europe a connu une hausse de 17%. Les Etats-Unis restent le 1^{er} marché de VC avec 2/3 du gâteau, et la Chine talonne l'Europe de près (US\$1,4Mds vs US\$1,5Mds).



Données sources Dow Jones VentureSource 05/2011

Les secteurs principaux investis par le capital-risque en Chine et en Inde sont les *consumer services*, par opposition aux Etats-Unis (énergies renouvelables, l'IT et les sciences de la vie) ou l'Europe (sciences de la vie prédominant sur l'IT).

Les fonds chinois en RMB (Yuan) :

Un grand patchwork en attente d'une réglementation claire et égalitaire pour les investisseurs étrangers

Les fonds en RMB pour investisseurs étrangers sont un des sujets brûlants du private equity en Chine actuellement. La genèse de ces fonds (remontant à 2006) vient de l'inégalité de traitement des fonds en devise étrangère, classifiés comme **FIEs** (*foreign invested enterprises*). Les facteurs pénalisant les fonds étrangers sont :

- les autorisations nécessaires pour investir dans des secteurs protégés ;
- les longs délais pour la conversion des devises en RMB, et donc le manque de compétitivité par rapport aux fonds locaux ;
- l'interdiction de s'introduire sur des bourses chinoises.

C'est un domaine complexe, dont seront résumées ici les principales questions qui restent à résoudre. Les lois et dispositifs introduits en 2010 (**FIP 'foreign invested partnerships'** et **QFLP 'Qualified Foreign Limited Partner'**) sont un nouveau pas en avant vers une solution de ces inégalités, mais ne résolvent pas encore les 3 obstacles mentionnés ci-dessus. Il faudrait clarifier le statut des FIP en matière de fiscalité, conversion de devises et quotas d'apport de capitaux étrangers. La validité nationale du dispositif QFLP de Shanghai doit aussi être confirmée : toute classification du véhicule d'investissement (ou de ses participations) comme une FIE ferait revenir à la case de départ.

Surtout, il faudrait des réglementations permettant de réunir les apports de capitaux étrangers et chinois dans le même véhicule, sans quoi la question des conflits d'intérêt des équipes existera toujours. Actuellement les véhicules de capitaux étrangers sont défavorisés par rapport aux véhicules locaux, face aux délais des autorisations et d'autres contraintes réglementaires.

PRINCIPAUX FONDS EN RMB (YUAN)

Equipes chinoises ou localisées gérant simultanément des fonds en US\$

Structure de gestion	Structure juridique	Ville d'enregistrement /Sponsor	Montant	Date
CDH (<i>voir article sur CDH</i>)	LP	Tianjin	Yuan 4 Mds	2008
Hony Capital	LP	Tianjin/ NSSF	Yuan 5 Mds	2008
	LP	Tianjin/ NSSF	Yuan 5 Mds	2010
SAIF	(en cours)	Sponsors CDB et NSSF	Yuan 5 Mds	2011
Sequoia Capital	LP	Tianjin	Yuan 1 Md	2008
	LP	Zhuhai	Yuan 100M	2010
DT Capital	Non-legal person	Suzhou	Yuan 250M	2008
	Corporate	Chengdu	Yuan 500M	2009
	LP	Beijing	Yuan 100M	2009
	LP	Chongqing	Yuan 250M	2010
IDG Capital	LP	Beijing/ NSSF	Yuan 3,5Mds	2010
Morningside VC	Non-legal person	Shanghai	Yuan 100M	2008
SBC VC	Non-legal person	Suzhou	Yuan 250M	2008
	LP	Chongqing	Yuan 1Md	2008
Qiming	LP	Beijing	Yuan 250M	2010
Gobi	LP	Beijing	Yuan 100M	2010
CBC Capital	(en cours)	Tianjin NSSF investira Yuan 500M	(en cours)	2011

LP=Limited Partnership, Taux de change 1 Yuan (RMB)= €0,1066 environ

L'investisseur étranger est plutôt concerné par les équipes gérant auparavant des fonds en US\$, et qui lèvent des véhicules en RMB (Yuan). (Voir [tableau sommaire](#).) Car le mouvement inverse a lieu aussi : les gestionnaires gérant que des fonds en devise chinoise qui décident de s'ouvrir vers les LPs internationaux. Mais dans ce dernier sens, les différences d'approche se feront sentir - durée de vie plus courte, un style d'investissement orienté vers des deals 'pre-IPO' spéculatifs, gouvernance plus laxiste etc.

Dans le souci de maintenir la compétitivité, il y a presque chaque semaine une annonce de création d'un nouveau fonds en RMB par les gestionnaires chinois (ou étrangers localisés chinois) gérant actuellement des capitaux étrangers. Les méga fonds ont rejoint la ruée dès 2010 : **Goldman Sachs, Morgan Stanley, Carlyle** (2 fonds), **Blackstone, TPG, KKR** ont levé ou lèvent leur 1er fonds en RMB. Les tailles vont de Yuan 1Md (€106M) jusqu'à Yuan 5Mds (€530M : la taille devenue presque standard). Et les firmes de la Silicon Valley s'y précipitent également. La formule générale est une société de gestion en joint venture avec une entité municipale, contrôlée à 80% par le partenaire étranger. La municipalité de Tianjin est considérée comme la destination la plus attractive pour les incitations financières et fiscales, même si les méga fonds, avec leurs puissantes machines de lobbying auprès du gouvernement central ont tendance à s'établir à Beijing, ou à Shanghai. Diverses entités liées à la municipalité, ainsi que des entreprises et des assureurs chinois, constituent les LPs de ces fonds.

L'avenir du capital-investissement en Chine est clairement ancré dans cette évolution vers les fonds en RMB - c'est écrit - et l'investisseur étranger doit s'y préparer pendant que les réglementations se perfectionnent.

En téléchargeant **EVeille** - La Lettre du Private Equity en Asie sous forme PDF, vous vous engagez à respecter la législation sur les droits d'auteur. L'impression sur papier, la transmission par voie électronique ou la copie du fichier est strictement réservée à votre usage personnel ou celui de votre société. Les conditions d'abonnement interdisent toute transmission de l'ouvrage en dehors de votre société sans la permission de AddVenture.

GIC fête son 30^e anniversaire en mai 2011

Le fonds de pension de l'Etat de Singapour a récemment fêté les 30 ans de son établissement, avec plus de 800 invités réunissant le *who's who* international de la finance et de l'investissement. Les *Chairmen* et CEO des poids lourds tels **Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley**, des asset managers de l'Amérique latine (**Gávea Investimentos**) et des fonds amis comme China Investment Corp (**CIC**) ont partagé leur vision sur l'environnement d'investissement.

Etabli en 1981, GIC est un des plus anciens des fonds dits souverains dans le monde, d'autant plus remarquable pour un état-cité de seulement 46 ans d'histoire. Aujourd'hui fort de 1000 employés répartis dans 9 bureaux dans le monde, GIC gère des encours d'environ US\$100Mds dans 40 pays, sur diverses classes d'actifs avec une place prépondérante pour le private equity.

Les sujets de préoccupation pour GIC : la bulle des valorisations d'actifs et la menace d'inflation dans les pays émergents, la crise de la dette souveraine en Eurozone, ainsi que l'endettement des Etats-Unis et sa notation AAA, la panne de croissance des pays développés, les risques politiques au Moyen-Orient. GIC s'inquiète également des risques d'erreur de coordination de politique économique et financière internationale. GIC vient de renouveler ses dirigeants. **Tharman Shanmugaratnam**, chairman du *policy advisory committee* du **FMI** (d'ailleurs cité comme candidat crédible des pays émergents à la succession de Dominique Strauss-Kahn) et ministre des finances de Singapour, a notamment rejoint le conseil d'administration de GIC.

L'assureur China Life devient *cornerstone investor* du fonds d'infrastructure de US\$700M de AMP

Le fonds d'infrastructure-dette lancé par le gestionnaire australien AMP Capital vient d'annoncer un closing de US\$345M, soutenu par China Life, avec qui il a créé une alliance stratégique en 2009. Une nouvelle réglementation en Chine a élargi les investissements étrangers autorisés aux assureurs chinois. Le fonds AMP Infrastructure Debt investira dans la dette subordonnée de 10 à 15 entreprises des pays de l'OCDE. AMP gère plusieurs fonds d'infrastructure australienne, indienne et chinoise.



Publié mensuellement par :

Cabinet de conseil en investissement dans le private equity en Asie, intervenant pour le compte d'investisseurs européens.

Paris | Singapour | Shanghai

• 8 Villa du Mont Tonnerre, 75015 Paris, France Tel.+33 1 45 67 38 06 +33 6 13 54 36 28 • HSBC Tower, Office 06-22, 100 Lujiazui Ring Road, Shanghai 200120, China Tel. +86 21 6877 7700 +86 1376 1375 298 • 1 Greenview Crescent, Singapore 289311 Tel. +65 9127 9960

Contacteur : Alexia W.Tye, Partner

Web: www.addventure-advisers.com ▪ <http://fr.linkedin.com/in/alexiatyeaddventure>

Email: addventure@wanadoo.fr

Nos domaines d'expertise dans le private equity Asie :

- Gestion de portefeuille
- Elaboration et mise en œuvre des stratégies d'investissement
- Allocation d'actifs
- Mapping des fonds top quartile
- Evaluation, screening et due diligences
- Rapports et études
- Montage de nouveaux fonds et activités de gestion en Asie
- Soutien aux sociétés de portefeuille (M&A, développement commercial)

1^{er} Anniversaire de *Eveille La Lettre du Private Equity en Asie*



Merci à nos lecteurs pour leur fidélité depuis bientôt un an. Après le 14 juillet 2011, la diffusion de *Eveille* sera réservée à nos clients. Nous offrons aux autres lecteurs une offre spéciale d'abonnement à l'occasion du 1^{er} anniversaire de notre lancement.

BULLETIN D'ABONNEMENT

Offre anniversaire valable jusqu'au 1^{er} juillet 2011

OUI, au tarif de 12 mois je bénéficierai de 18 mois d'abonnement.

(12 + bonus de 6 lettres mensuelles + invitations aux ateliers thématiques)

Nom : _____ Prénom : _____

Société : _____

Fonction : _____

Adresse : _____

Code Postal : _____ Ville _____

No de tél : _____ (fixe) _____ (portable)

et de recevoir ***Eveille La Lettre du Private Equity en Asie*** en version pdf

à/aux adresse(s) email suivante(s) : _____

Je joins le règlement de €836 HT par an (+TVA €163):

par chèque par virement

à l'ordre de AddVenture/Wai-Chun Tye, ING Direct N.V., 40 Ave des Terroirs de France, 75616 Paris Cedex 12 Code Banque 14559, Code Guichet 00100, No de compte 40000138160, Clé 22

Signature : _____ Date _____

Formulaire à retourner par email ou courrier à :

Alexia Tye, Partner

8 Villa du Mont Tonnerre, 75015 Paris, France Tel.+33 1 45 67 38 06 +33 6 13 54 36 28

addventure@wanadoo.fr