

LES SPÉCIFICITÉS DES ACQUISITIONS DE SOCIÉTÉS NON COTÉES EN CHINE CONTINENTALE

par Germain Sinpraseuth
associé, Adamas (Shanghai)



Germain Sinpraseuth

LES ÉTUDES et rapports récents confirment que les fusions-acquisitions en Chine continentale ont reculé de près de 28 % en valeur en 2012 et ont atteint leur niveau le plus bas ces cinq dernières années. Or, si autrefois le faible niveau des acquisitions de sociétés chinoises non cotées par des sociétés étrangères était traditionnellement justifié par le fossé culturel, les craintes d'instabilité du régime politique ou l'absence de cadre juridique en Chine continentale, cette baisse est aujourd'hui principalement liée à des facteurs économiques : une conjoncture économique mondiale difficile (notamment la crise européenne des dettes souveraines et l'instabilité des marchés financiers) et des problématiques financières propres à l'Empire du Milieu (notamment la réévaluation du yuan, une consommation domestique trop instable pour soutenir à elle seule l'économie chinoise, l'opacité des comptes des cibles, etc.). Il est bien trop tôt pour annoncer un quelconque déclin du marché des fusions-acquisitions en Chine continentale mais peut-on dire que le marché des fusions-acquisitions chinois est à présent mature ?

D'après leur comportement, les autorités chinoises semblent bien le croire. En effet, ces dernières maintiennent le cadre juridique des fusions-acquisitions en Chine et n'estiment pas nécessaire de réformer en profondeur ces activités afin de les soutenir. Les évolutions juridiques récentes prouvent également que les autorités chinoises demeurent satisfaites et optimistes sur le développement des opérations de fusions-acquisitions en Chine, et souhaitent renforcer leur contrôle sur ces activités. Les experts internationaux prévoient une reprise de ces

transactions dès 2013 du fait de l'abondance des liquidités et de la recherche de rendements. Dans cette optique, il est intéressant de revenir sur les spécificités constantes de tout projet d'acquisition de société non cotée en Chine continentale (cadre réglementaire, phase préparatoire difficile, détermination du prix et différences culturelles dans les négociations) et de souligner aux principaux stades du processus d'acquisition les problématiques non résolues à ce jour du fait des limites du cadre légal chinois.

LE CADRE RÉGLEMENTAIRE

Le cadre réglementaire spécifique des fusions-acquisitions de sociétés domestiques chinoises par des investisseurs étrangers n'a pris forme que tardivement en 2003 avec la promulgation du « Règlement provisoire sur les fusions-acquisitions de sociétés domestiques chinoises impliquant des investisseurs étrangers » et des « Mesures provisoires sur l'utilisation d'investissements étrangers dans le cadre de la restructuration d'entreprises d'État » (« Mesures provisoires »), lesquelles ont été remplacées par le Règlement des fusions-acquisitions et amendées à plusieurs reprises en 2006 (« Règles M&A »). Il existe également d'autres réglementations régissant les acquisitions d'entreprises à investissements étrangers (EIE), les sociétés cotées et les sociétés d'État (*State-Owned Enterprises* ou SOE). Pour rappel, toutes ces réglementations ont ouvert aux étrangers de nouvelles opportunités d'investissement en Chine (notamment l'achat de *A shares* de sociétés cotées à la Bourse de Shanghai ou de Shenzhen) mais ont également soumis les opéra-

tions d'acquisitions à des procédures d'approbations administratives contraignantes.

Lors de son accession à l'Organisation mondiale du commerce, la République populaire de Chine ne s'est engagée qu'à ouvrir progressivement certains secteurs de son marché intérieur aux investissements étrangers. Avant de considérer tout projet d'acquisition, l'investisseur étranger doit donc accepter l'idée même que la Chine est une économie contrôlée et planifiée. Le Catalogue des investissements étrangers dans l'industrie (« Catalogue d'investissements »), émis et successivement amendé par la Commission nationale pour le développement et la réforme (National Development and Reform Commission ou NDRC), classe les secteurs d'activités dans lesquelles les investissements étrangers sont « encouragés », « permis », « restreints » (soit soumis à un montant d'investissement élevé et/ou à l'établissement d'une joint-venture avec un partenaire chinois majoritaire ou minoritaire) et « interdits ».

Tout investisseur étranger devra ainsi vérifier au préalable qu'il puisse investir dans le secteur de la société cible chinoise et dans quelles conditions.

Après avoir confirmé cette capacité, l'investisseur étranger devra se conformer aux réglementations spécifiques applicables aux opérations de fusions-acquisitions ; vérifier si le projet d'acquisition doit être soumis à l'approbation des autorités chinoises de contrôle des concentrations selon la loi anti-monopoles de 2008 (les seuils de chiffres d'affaires mondiaux et locaux ainsi que l'impact de l'opération sur la concurrence en Chine devront être analysés), et soumettre cette opération aux différentes autorités d'approbation chinoises (nous reviendrons sur ces phases d'approbation administrative ultérieurement).


UNE PHASE PRÉPARATOIRE SENSIBLE

Tout processus d'acquisition en Chine continentale est plus long et plus complexe qu'en Occident du fait du contrôle administratif de l'opération, des aléas politiques, des problématiques liées à la due diligence de la société cible et des différences culturelles.

Après l'identification des cibles potentielles et la confirmation de l'ouverture du secteur en question aux investissements étrangers, les investisseurs étrangers devront élaborer leur stratégie en déterminant :

- les principales motivations de cette acquisition : les objectifs stratégiques, les enjeux et l'impact de l'acquisition ;
- la forme légale de l'acquisition : par achat de titres, souscription de titres, fusions ou transfert d'actifs ;
- le prix de l'acquisition ;
- le calendrier de l'opération d'acquisition.

En fonction des éléments précités, les investisseurs étrangers pourront affiner le choix des cibles et évaluer le rapport de force avec les sociétés cibles sélectionnées. Cette phase préparatoire est souvent négligée car les investisseurs étrangers souhaitent assurer la confidentialité du projet et considèrent bien souvent que

 *La pratique démontre que la majorité des projets d'acquisition ne passeront pas le stade des due diligences ou de la signature de la lettre d'intention. »*

la « cible étant ce qu'elle fait », sa notoriété, l'importance de ses actifs et de ses volumes de transactions sont nécessairement gages de stabilité et d'opportunités. L'intervention d'experts de la Chine (cabinets juridiques, auditeurs, conseils stratégiques et financiers) dès cette phase préliminaire est donc essentielle.

Dès la première prise de contact avec la société cible, il sera important d'avoir pour interlocuteur des personnes décisionnaires telles que le représentant légal de la société cible afin d'optimiser la démarche, obtenir des premiers éléments d'information officiels (licence d'exploitation ou *Business Licence*, etc.) et, le cas échéant, contrôler la diffusion d'informations confidentielles. Une recherche préalable d'informations et de documents sociaux des cibles (tels que les statuts, la licence d'exploitation, comptes annuels, etc.) obtenus de source officielle est fortement recommandée afin de préparer les revues juridiques/due diligences. Cette recherche préalable permettra également de s'assurer de la qualité de son interlocuteur et de sa capacité à engager la société cible (les cartes de visites échangées ne fournissant aucune garantie de la réalité du titre et des pouvoirs de son titulaire).

Dans l'hypothèse où la société cible sera favorable au projet d'acquisition, un audit juridique, fiscal et financier (due diligence) devra être effectué.

La pratique démontre que la majorité des projets d'acquisition ne passeront pas le stade des due diligences ou de la signature de la lettre d'intention. L'avortement des projets d'acquisitions est souvent lié à un manque de préparation des investisseurs étrangers, une coopération passive et peu constructive des représentants de la cible (peu d'informations sociales disponibles, opacité des comptes, etc.) ou à la différence culturelle pouvant fausser l'interprétation des intentions des parties. L'assistance de conseils expérimentés devrait permettre aux investisseurs étrangers d'obtenir le maximum d'informations disponibles, une analyse objective des rapports de due diligence et une gestion du rapport de force plus équilibrée dans le cadre des pourparlers. La maîtrise des seules données légales et finan-

DOSSIER CHINE

cières n'est pas suffisante, les investisseurs étrangers doivent nécessairement s'entourer d'experts couvrant tous les aspects techniques du projet d'acquisition et possédant également des compétences transversales ou « soft skills » particulièrement importantes en Chine.

LES PRINCIPALES PHASES D'APPROBATION ADMINISTRATIVE

En cas de confirmation de l'intérêt des parties à l'acquisition, la réalisation du projet sera soumise à l'approbation de diverses autorités administratives, notamment :

- le ministère du Commerce (MofCom) ou son émanation locale ;
- la Commission de régulation des valeurs chinoises (CSRC) pour les transactions portant sur des cibles cotées ;
- l'administration de l'Industrie et du Commerce (State Administration of Industry and Commerce ou SAIC) ou son représentant local ;
- l'Administration du contrôle des changes (State Administration of Foreign Exchange ou SAFE) pour les opérations impliquant des transactions en devises étrangères ;
- et toute autre autorité spécifique selon le secteur d'activité.

Un contrôle des projets d'acquisition dans des secteurs stratégiques dit « Contrôle de sécurité nationale » a été récemment instauré début 2011.

Concernant le Contrôle de sécurité nationale précité, le Conseil des affaires de l'État chinois a mis en place en février 2011 une Commission des fusions-acquisitions afin d'examiner les accords de prises de participations majoritaires de sociétés domestiques chinoises par des investisseurs étrangers dans des secteurs d'activités stratégiques tels que la défense, l'alimentaire, l'énergie, les infrastructures, la technologie, les transports, etc. Cette procédure, qui ne devrait pas s'appliquer aux acquisitions d'EIE en Chine (sociétés établies en Chine dont au moins 25 % du capital social est détenu par des investisseurs étrangers), a été initialement perçue par les investisseurs étrangers comme une mesure renforçant le protectionnisme chinois.

Cette procédure constitue certes une étape supplémentaire dans le processus administratif de contrôle et d'approbation des projets d'acquisitions en Chine mais elle symbolise également le regain d'intérêt des autorités chinoises au développement des fusions-acquisitions en Chine. Les avocats et les banquiers s'accordent d'ailleurs à la présenter comme une simple formalisation d'une procédure d'approbation déjà prévue par d'autres réglementations spécifiques. En outre, elle devrait améliorer la transparence des procédures d'approbation des projets d'acquisition et accélérer les processus d'approbation administrative dans la mesure où la Commission des fusions-acquisitions serait une commission spécialisée qui contrôlerait globalement le projet d'acquisition sans s'arrêter uniquement aux problématiques de concurrence.

Par ailleurs, il convient de noter que dans les faits, de nombreuses acquisitions d'EIE établies en Chine continentale s'effectuent souvent *via* un rachat de la société holding de l'EIE (société holding) ou une prise de participation dans cette dernière généralement établie en Asie (notamment à Hong Kong, Singapour, etc.) ou dans tout autre pays étranger. Dans cette hypothèse, certaines phases d'approbation administrative précédemment évoquées pourraient être évitées et le processus d'acquisition serait alors considérablement simplifié.

LA DÉTERMINATION DU PRIX

La réglementation chinoise des fusions-acquisitions ne permet pas aux parties de fixer librement le prix de cession de la société cible chinoise et les modalités de son paiement.

Les Règles M&A exigent que le prix de cession soit établi sur la base de méthodes d'évaluation internationalement reconnues et selon une estimation effectuée par un organisme d'évaluation indépendant chinois reconnu par les autorités d'approbation chinoises.

Le prix de cession définitif ne pourra donc être inférieur à l'estimation de l'organisme indépendant précité et devra en principe être payé en une seule fois dans les trois mois suivant l'approbation du projet d'acquisition.

Il en résulte que les mécanismes de garantie de passif et d'adaptation de prix de cession ou d'indemnisation généralement prévus dans les projets d'acquisition de sociétés en Occident ne peuvent être purement et simplement transposés en Chine. Cela n'amointrirait pas pour autant la portée des clauses de déclarations et de garanties largement utilisées dans les contrats de cessions de titres en Chine. Il conviendra juste de mettre en place d'autres mécanismes contractuels (conditions suspensives, paiements échelonnés, etc.) pour parvenir à un résultat satisfaisant tout en se conformant aux réglementations chinoises.

LES BASES DE LA NÉGOCIATION ET LA DIFFÉRENCE CULTURELLE

La complexité des négociations varie en fonction du rapport de force entre les parties au projet d'acquisition (enjeux financiers et conjoncture), du contexte politique et de la qualité de la communication entre les parties.

Quand bien même la vente d'une société cible demeure une opération bel et bien capitaliste, le contexte chinois donne nécessairement une connotation « sociale » et « sentimentale » à cette transaction. Dans les faits, l'impact du projet d'acquisition sur l'économie locale et les emplois locaux influera aussi sur la faisabilité du projet et les investisseurs étrangers devront nécessairement gérer cet aspect social et politique du projet.

Par ailleurs, les investisseurs étrangers devront estimer la rentabilité du business modèle de la société cible après la cession car l'usage de certains biens immobiliers à titre gratuit ou à des



conditions préférentielles, un régime fiscal avantageux, des licences facilement accordées à la société chinoise domestique ou une activité tolérée par les autorités locales malgré l'absence de licence spécifique qui amélioreraient la rentabilité de la société cible, ne seront pas dans la plupart des cas conservés après l'acquisition.

Dans un contexte complexe présentant de multiples irrégularités telles que susmentionnées, il ne faudra pas forcément abandonner le projet dès le constat de ces irrégularités mais demander une régularisation de la situation et une étude de l'impact d'une telle remise en conformité sur l'activité et la profitabilité de la société cible avant de décider de poursuivre ou d'abandonner le projet d'acquisition. Il conviendra également de réfléchir et de se préparer au stade d'intégration de la société cible postérieurement à l'acquisition.

Par ailleurs, les représentants de la société cible n'auront bien souvent pas d'avis particulier sur la structuration légale de l'opération, ni une idée précise et objective de la valeur de la société cible. Ils auront toutefois une vision plus ou moins claire des limites du champ de négociation, de la contrepartie financière et du partenaire (en cas de cession partielle de la société cible) ou du cessionnaire avec lequel ils accepteraient de s'associer ou de traiter.

Ce contexte de cédants néophytes donne ainsi un avantage certain aux investisseurs étrangers qui, bien préparés avec l'appui de spécialistes, pourront prendre en main le processus de négociation en proposant la structure légale de l'acquisition, les premiers projets de documents contractuels, le calendrier, les garanties exigées, le droit applicable à certains aspects de la trans-

action (notamment en cas de litiges ou en cas de rachat et de maintien des dirigeants de la cible, lesquels pourront bénéficier d'un mécanisme d'intéressement soumis à une autre réglementation, etc.). En pratique, les représentants de la société cible ne s'opposeront pas forcément aux suggestions des investisseurs étrangers mais cette absence de refus ne signifiera pas nécessairement l'acceptation sans réserve. L'accord exprès des représentants de la société cible n'écartera pas tout risque de voir la partie chinoise rediscuter les principes généraux précédemment acceptés.

Il conviendra donc de faire preuve de patience et de pédagogie tout en poussant systématiquement la partie chinoise à signer un accord écrit sur les points acceptés. Ceci donnera ainsi une base favorable à toute renégociation éventuelle. Par conséquent, il est recommandé d'énoncer clairement les principes fondamentaux du projet d'acquisition en amont dès le stade de la négociation de la lettre d'intention.

Enfin, il faudra éviter toute situation d'ultimatum dans le processus de négociation, plus particulièrement lorsque le rapport de force est déséquilibré en faveur de la société cible (notamment lorsque les investisseurs étrangers ont besoin des licences particulières détenues par la société cible, de son réseau de distribution, de ses ressources afin d'atteindre rapidement un seuil critique, etc.) car toute condition est généralement négociable tant que les parties n'arrivent pas à un point de blocage. L'appui d'un bon conseil expérimenté devrait être tout particulièrement utile pour déterminer la marge de négociation et trouver les clefs d'une transaction bénéfique aux deux parties ou d'un partenariat gagnant-gagnant en cas de joint-venture.