



## **Le SSE STAR Market, le marché des valeurs technologiques de Shanghai constitue-t-il une réponse appropriée à l'inefficience des marchés boursiers chinois?**

*Le marché boursier chinois est le deuxième marché mondial en termes de capitalisation boursière. Néanmoins, depuis sa création, l'indice de Shanghai a été l'un des indices les moins performants du monde et les financements en Chine restent majoritairement intermédiés. Le processus d'introduction en bourse — strictement encadré par le régulateur des valeurs mobilières — et des règles vagues sur les radiations de la cote ne contribuent pas à l'efficience des marchés boursiers chinois. La réforme des marchés de capitaux constitue une priorité pour le gouvernement, notamment dans le contexte actuel d'accès limité aux financements pour le secteur privé. Le gouvernement a lancé mi-juin le SSE STAR Market, « le marché des valeurs technologiques ». La particularité de ce marché tient à son nouveau système d'enregistrement pour les IPOs, dont l'objectif est de réduire l'intervention du régulateur dans le processus d'inscription.*

Les bourses chinoises pâtissent d'un écosystème peu propice à leur développement

Les introductions en bourse, à l'image des marchés boursiers chinois, sont caractérisées par le rôle très important joué par les autorités. En Chine, le processus d'introduction en bourse est strictement encadré par le régulateur (CSRC) et est confidentiel. Ce système par approbation s'oppose ainsi au système par enregistrement qui est adopté dans la majorité des pays. Il fait de la CSRC le seul arbitre du choix des entreprises qui seront cotées et du prix des IPO, qui est d'ailleurs plafonné<sup>1</sup>. Le processus d'introduction en bourse en Chine est ainsi peu prévisible, long et sujet à la corruption aux dires mêmes des autorités chinoises<sup>2</sup>.

Ce système d'approbation conforte les investisseurs dans le sentiment d'absence de risque, au motif que les sociétés sélectionnées seraient de bonne qualité. Le premier jour de cotation, durant lequel le plafond sur les mouvements des prix est levé, la quasi-totalité des prix s'envolent, permettant aux spéculateurs de dégager rapidement une plus-value. La rigidité du processus d'IPO a aussi entraîné l'essor du *backdoor listing*, des entreprises cherchant à être cotées en acquérant des entreprises déjà cotées<sup>3</sup>. Ce phénomène a été exacerbé par le caractère

<sup>1</sup> A 23 fois les bénéfices par action (BPA). La question est aussi de savoir si les régulateurs peuvent agir en qualité de filtre sélectif (appréhender les tendances de l'industrie, estimer le potentiel de développement d'une société, établir les prix...).

<sup>2</sup> LIU Shiyu, l'ancien président de la CSRC fait actuellement l'objet d'une enquête pour « corruption », délits d'initié et introduction en bourse facilitée et l'ancien vice-président de la CSRC Yao Gang, a été condamné à 18 ans de prison en 2018

<sup>3</sup> Ces *shell companies* sont l'objet de spéculation : les prix des actions s'envolant une fois un plan de restructuration approuvé



vague des règles sur le *delisting*, qui permettent en pratique à des entreprises en mauvaise posture de se maintenir sur les places chinoises<sup>4</sup>.

[Le système actuel d'IPO impose des exigences strictes aux entreprises](#), notamment en termes de rentabilité, de ce fait fermant la porte à de nombreuses start-ups. Les SOEs, provenant d'industries plus matures, ont plus de chance de s'introduire en bourse. D'autres contraintes, dont les délais de suspension de cotation et les plafonds journaliers sur les mouvements des prix des actions, pèsent sur l'attractivité des places boursières chinoises. En outre, les entreprises possédant une structure dite de *multiple voting shares*, pratique courante pour les géants chinois de la tech, ne peuvent pas être cotées en Chine continentale. Ainsi, les géants technologiques chinois ont tous choisi de s'introduire sur une place étrangère, qui offre en outre des garanties importantes en termes de sécurité juridique et de transparence sans commune mesure avec Shanghai ou Shenzhen. En 2018, moins d'un tiers des capitaux levés par des entreprises chinoises par le biais d'IPO l'ont été sur les marchés domestiques. De ce fait, une majeure partie de la valeur créée bénéficie à des investisseurs non-résidents, compte tenu des restrictions sur les flux de capitaux offshore.

[Les autorités sont conscientes qu'une refonte en profondeur des marchés de capitaux est essentielle](#). Le développement de la finance directe — moins de 20% des financements en Chine contre plus de 80% aux EU — pourrait permettre au secteur privé d'accéder à des financements de marché dans le contexte actuel de *de-risking*. En outre, le gouvernement souhaite soutenir les entreprises des secteurs « stratégiques », souvent des entreprises privées à fort potentiel de croissance mais qui ne répondent pas aujourd'hui aux critères de cotation. Néanmoins, la poursuite de réformes a longtemps été obstruée par la préoccupation des autorités liées aux conséquences potentielles d'un relâchement des contrôles. En effet, les ménages représentent 90% des investisseurs<sup>5</sup>, ce qui par ailleurs engendre une forte volatilité des bourses chinoises et des phénomènes de sur réaction face aux annonces conjoncturelles.

## La réponse apportée : le SSE STAR Market

[Début novembre, Xi Jinping avait annoncé la création d'un nouveau marché des valeurs technologiques](#). Pour cette raison, il est qualifié par la presse de « Nasdaq chinois ». Répondant rapidement à la demande du président, la Bourse de Shanghai et la CSRC ont lancé le *STAR Market* en juin. Il est présenté comme un élément pivot de la réforme financière. Sa particularité réside dans son nouveau système d'enregistrement en matière d'IPO, rendant l'introduction en bourse plus rapide et plus simple. L'accent est également mis sur la divulgation de l'information. La Bourse de Shanghai mènera le processus de sélection, entièrement dématérialisé et public, et le régulateur, dans les faits, interviendra seulement en fin de parcours pour enregistrer la société. De plus, le mécanisme de *delisting* est plus strict.

[Ce marché fait, en théorie, l'objet d'un véritable ciblage sectoriel](#) : 34 secteurs définis par le régulateur (dont les semi-conducteurs, des circuits intégrés, l'IA, la biotechnologie,...). Ainsi, les

<sup>4</sup> Très peu d'entreprises sont rayées de la cote boursière : moins de 60 (sur 3 500) en Chine depuis 2007 contre 9 000 aux EU.

<sup>5</sup> Sur les marchés matures (EU, UE, HK,...) les investisseurs institutionnels représentent environ 80% des investisseurs et acquièrent des titres dans une optique de long terme, permettant ainsi de mieux apprécier les dynamiques sectorielles



prérequis du *STAR Market* ont été assouplis, particulièrement en termes de rentabilité et de trésorerie, favorisant ainsi les valeurs technologiques en phase de démarrage. Par ailleurs, les entreprises dotées d'une structure de *multiple voting shares*, pourront émettre des *China Depositary Receipts* sur ce nouveau marché. Les entreprises pourront aussi décider de rapatrier les fonds levés sur ce marché à l'étranger.

[Ce n'est pas la première fois que la Chine essaye de créer un marché de valeurs technologiques, sans succès flagrant à ce stade.](#) La majorité des entreprises cotées sur le *Chinext* n'ont pas beaucoup de lien avec la tech et leurs performances boursières sont nettement inférieures à celles des bourses principales. Si les exigences du *STAR Market* apparaissent plus souples que celles du *Chinext*, favorisant ainsi les *start-up*, 120 sur 122 des candidats au *STAR Market* pourraient être cotées sur le *Chinext*. En outre, les critères de cotation afférents aux entreprises possédant une structure *multiple voting share* demeurent très restrictifs, limitant les opportunités pour les géants chinois cotés à l'étranger.

[Les autorités semblent toujours omniprésentes.](#) La CSRC doit désormais étudier si une compagnie peut s'introduire en bourse en fonction de « son intensité technologique ». La question est alors de savoir si les autorités pourront juger la capacité d'une entreprise à innover. Par ailleurs, les gouvernements locaux multiplient déjà les mesures de soutien pour permettre à leurs entreprises locales d'accéder à ce canal de financement (réductions d'impôts, subventions jusqu'à 20M RMB), créant des distorsions de concurrence, dans un contexte où les choix politiques peuvent se substituer à des critères rationnels.

*Le lancement de ce nouveau marché, censé répondre à des objectifs extrêmement ambitieux, est assorti de plusieurs défis. Il faudra que les prix d'introduction en bourse reflètent fidèlement les fondamentaux d'une entreprise. Le gouverneur de la PBoC a déjà pointé la difficulté de la tâche, soulignant le manque d'expérience des sociétés de courtage et des banques d'investissement en matière de fixation de valeurs de marché. Par ailleurs, si le système d'enregistrement doit, en principe, éliminer l'approbation implicite du gouvernement, le ciblage d'entreprises de « secteurs stratégiques », soutenues par l'Etat central, pourrait renforcer l'aléa moral. Trois entreprises ont déjà obtenu l'accord de la CSRC. Malgré un PER très élevé, plus de deux fois supérieur à la moyenne des entreprises cotées en Chine, ces entreprises ont rapporté que leurs actions auraient été souscrites plus de 300 fois.*

## ANNEXES

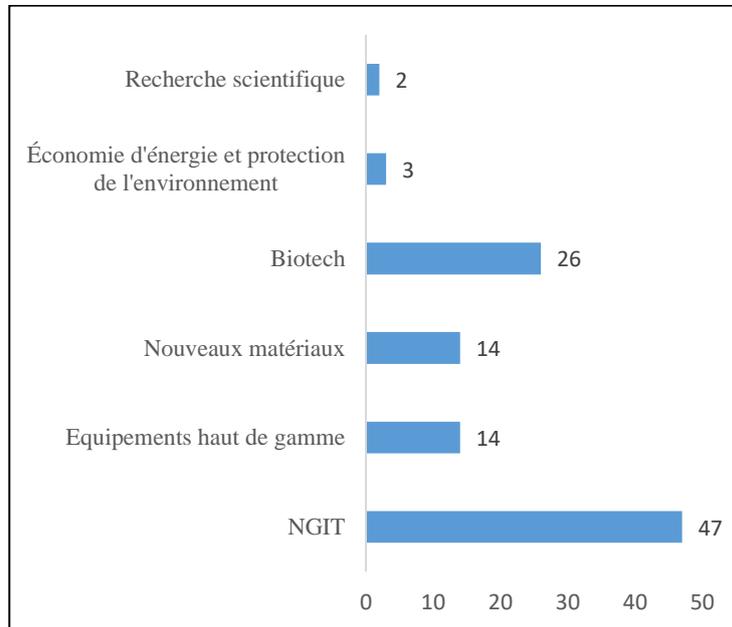
### Annexe 1 : Un assouplissement des prérequis pour le SSE STAR Market

	SSE STAR Market	ChiNext	Plateforme principale	Plateforme des PME (New third board)
Entreprises cotées	Entreprises de haute technologie	Entreprises de haute technologie	Grandes entreprises matures	Petites et moyennes entreprises
Système de cotation	Système par enregistrement	Système par approbation	Système par approbation	Système par approbation
Années d'exploitation	3 ans	3 ans	3 ans	3 ans
Nombre d'actions après l'introduction en bourse	> 30M	> 30M	> 50M	
<b>Profitabilité</b>	<p><b>5 critères:</b></p> <p>1) si la capitalisation boursière <math>\geq</math> 1Md RMB, le chiffre d'affaires le plus récent <math>\geq</math> 100M RMB et le bénéfice net de la dernière année est positif</p> <p><b>OU</b> les bénéfices nets des 2 dernières années sont positifs et le bénéfice cumulé (2 ans) <math>\geq</math> 50M RMB</p>	<p>Chiffre d'affaires le plus récent <math>\geq</math> 50M RMB et le bénéfice net de la dernière année est positif</p> <p><b>OU</b> Bénéfices nets des 2 dernières années sont positifs et le bénéfice cumulé (2 ans) <math>\geq</math> 10M RMB</p>	<p>Chiffre d'affaires cumulé(3ans) &gt; 300M RMB OU les bénéfices nets depuis ces 3 dernières années sont positifs et le bénéfice cumulé(3ans) &gt; 30M RMB</p>	
<b>Trésorerie</b>	<p>2) si la capitalisation boursière <math>\geq</math> 1,5Md RMB, le chiffre d'affaires le plus récent <math>\geq</math> 200M RMB et le total des dépenses en recherche et de développement (3 ans) / somme des chiffres d'affaires (3 ans) <math>\geq</math> 15%</p>	-	Cash flow opérationnel cumulé (3ans) > 50M RMB	
<b>Actifs nets</b>	<p>3) si la capitalisation boursière <math>\geq</math> 2Mds RMB, le chiffre d'affaires le plus récent <math>\geq</math> 300M RMB et le cash flow opérationnel cumulé (3 ans) <math>\geq</math> 100M RMB</p> <p>4) si la capitalisation boursière <math>\geq</math> 3Mds RMB et le chiffre d'affaires le plus récent <math>\geq</math> 300M RMB</p> <p>5) si la capitalisation boursière <math>\geq</math> 4Mds RMB et "atout technologique" approuvé par la CSRC</p>	<p>Actifs nets de la dernière année <math>\geq</math> 20M RMB</p>	<p>Actifs incorporels/actifs nets de la dernière année <math>\leq</math> 20%</p>	

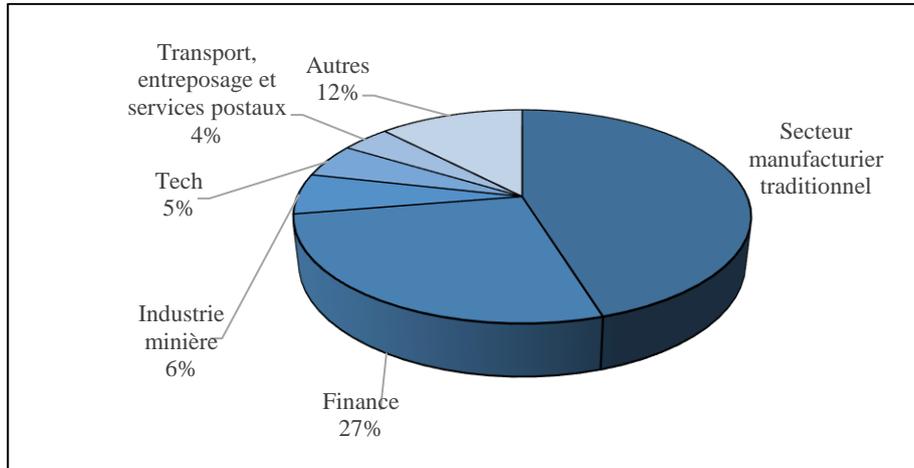
## Annexe 2 : Des critères de radiation à la cote plus strictes sur le SSE STAR Market

	SSE STAR Market	Plateforme principale	Plateforme des PME	ChiNext
<b>Activités opérationnelles</b>	<p><b>N'est plus capable d'exploiter les activités opérationnelles</b> (les activités opérationnelles sont suspendues/faibles ou le chiffre d'affaires ou le bénéfice net provient de transactions non opérationnelles)</p> <p><b>OU échec de la recherche/ interdiction de l'utilisation de technologie principale</b></p>	-	-	-
<b>Performance financière</b>	<b>Les bénéfices nets excluant les profits non opérationnels des 2 dernières années sont négatifs et le chiffre d'affaires est inférieur à 100M RMB</b>	Les bénéfices nets sont négatifs au cours des 4 dernières années		
	Les actifs nets sont négatifs au cours des 2 dernières années	Les actifs nets des 3 dernières années sont négatifs (Shanghai) ou 2 dernières années (Shenzhen)		
	-	Le chiffre d'affaires des 3 dernières années est inférieur à 10M RMB (Shanghai) ou 4 ans (Shenzhen)		-
<b>Performance de transactions</b>	Le nombre d'actionnaires journalier moyen est inférieur à 400 pendant 20 jours consécutifs	Le nombre d'actionnaires journalier moyen est inférieur à 2000 pendant 20 jours consécutifs	Le nombre des actionnaires journalier en moyenne est inférieur à 1000 au cours de 20 jours de transaction consécutivement	Le nombre des actionnaires journalier en moyenne est inférieur à 200 au cours de 20 jours de transaction consécutivement
	<b>La capitalisation boursière est inférieure à 300M RMB pendant 20 jours consécutifs</b>	-	-	-
	Le cours de clôture est inférieur à la valeur nominale des actions pendant 20 jours consécutifs			
	Le volume des transactions est inférieur à 2M pendant 120 jours consécutifs	Le volume des transactions est inférieur à 5M pendant 120 jours consécutifs	Le volume des transactions est inférieur à 3M pendant 120 jours consécutifs	Le volume des transactions est inférieur à 1M pendant 120 jours consécutifs

### Annexe 3 : Répartition sectorielles des candidats au SSE STAR Market



## Annexes 4 : Répartition sectorielles des entreprises cotées en Chine continentale



## Annexe 5 : Mesures de soutien des gouvernements locaux

Provinces	Nombre de sociétés candidates	Mesures de soutien
Beijing	26	6M RMB de subvention
Jiangsu	18	Initiative de créer une "Ville d'Innovation"; 3M RMB de subventions pour chaque entreprise qui réussit à se coter sur le <i>STAR Market</i>
Shanghai	16	20M RMB de subventions pour les entreprises d'intelligence artificielle cotée sur le <i>STAR Market</i>
Guangdong	14	Réduction d'impôts
Shandong	4	6M RMB de subventions pour chaque entreprise qui réussit à se coter sur le <i>STAR Market</i>
Hubei	3	Création d'un pool de 20 sociétés éligibles locales « pour une recommandation à la Bourse de Shanghai en 2019 »; 4M RMB de subventions pour chaque entreprise cotée sur le <i>STAR Market</i>
Fujian	3	Création d'un pool de sociétés locales éligibles possédant un chiffre d'affaires annuel de 100M RMB + offre de formation pour s'enregistrer sur le <i>STAR Market</i>
Anhui	1	10M RMB de subvention (par étape) pour chaque entreprise cotée sur le <i>STAR Market</i> ; création d'un fonds de soutien pour les entreprises disposant de 10Mds RMB d'actifs et voulant s'enregistrer sur le <i>STAR Market</i>
Henan	1	5M RMB de subvention pour chaque entreprise cotée sur <i>High Tech Board</i>
Hunan	1	Hausse de 2M RMB à 10M RMB de subventions
Yunnan	0	16M RMB de subventions (par étape) pour chaque entreprise cotée sur <i>STAR Market</i>