Département des Sciences Commerciales
Master1 Fiance et Commerce International
Module : Marchés Financiers internationaux
Responsable du Module : *Pr. K Touati*

Etude de cas : IPO sur la bourse de **Hong Kong** et **Shanghai**

Hong Kong

Hong Kong redevient la première place mondiale pour les introductions en bourse (IPO). En 2025, la Bourse de Hong Kong (HKEX) a levé 274,6 milliards de HK$ (environ 35,3 milliards de dollars US) grâce à 106 nouvelles cotations, se hissant ainsi au premier rang mondial pour la première fois depuis 2019. Cette dynamique s'est poursuivie au premier trimestre 2026, avec près de 109,9 milliards de HK$ levés (HKEX). Pour les entreprises envisageant une cotation à Hong Kong, le message est clair : le marché des IPO de Hong Kong offre d'importants capitaux, une base d'investisseurs internationale et un lien direct entre la Chine continentale et le reste du monde.

Qu'est-ce que la Bourse de Hong Kong (HKEX) ?

La Bourse de Hong Kong (HKEX) est le principal marché de valeurs mobilières de la ville. Elle propose deux plateformes distinctes aux entreprises souhaitant s'introduire en bourse : le Main Board et le GEM.

Le marché principal s'adresse aux entreprises **bien établies**, bénéficiant d'une solide expérience et répondant à des critères financiers rigoureux. Il attire les grandes entreprises et donne accès à un large éventail d'investisseurs institutionnels et particuliers.

À l'inverse, le GEM offre une **alternative aux** PME axées sur la croissance. Ses critères d'admission à la cote sont moins stricts, permettant ainsi aux entreprises émergentes d'accéder plus tôt aux marchés de capitaux publics.

Comparativement aux autres grandes places boursières, la proposition de valeur unique de la HKEX réside dans sa position stratégique de pont entre la Chine continentale et les marchés internationaux. Ce rôle unique permet aux sociétés cotées d'accéder aux marchés d'investisseurs chinois et mondiaux, ce qui peut potentiellement conduire à des valorisations plus élevées et à une liquidité accrue.

Le cadre réglementaire de la Bourse de Hong Kong (HKEX) est étroitement aligné sur les normes internationales, ce qui renforce la confiance des investisseurs et préserve l'intégrité du marché.

Pourquoi lancer une introduction en bourse à Hong Kong ?

Au-delà de la levée de capitaux, une introduction en bourse à Hong Kong offre des avantages stratégiques qui font du marché des introductions en bourse de Hong Kong un véritable aimant pour les émetteurs asiatiques et internationaux :

1. **Accès aux capitaux mondiaux et continentaux :** La voie de la cotation A+H permet aux entreprises cotées en Chine continentale de faire appel aux investisseurs

internationaux ; les opérations A+H ont généré plus de la moitié des fonds levés en 2025.

2. **Libre circulation des capitaux :** aucun contrôle des capitaux et aucune restriction sur le rapatriement des fonds levés.
3. **Un organisme de réglementation de confiance aligné sur les normes internationales :** la Securities and Futures Commission (SFC) et la HKEX appliquent un régime de transparence aligné sur les normes mondiales.
4. **Voies d'introduction en bourse spécifiques à un secteur :** pour les entreprises de biotechnologie, de technologies spécialisées et à forte croissance **Forte liquidité du marché secondaire :** son volume d'échanges quotidien moyen a augmenté de 43 % en glissement annuel en 2025.

Pour une entreprise étrangère, le processus d'introduction en bourse (IPO) à la **Bourse de Hong Kong (HKEX)** se concentre généralement sur le **Main Board** (Marché Principal). Depuis les récentes réformes de compétitivité de la HKEX, les critères d'éligibilité ont été optimisés pour attirer davantage d'émetteurs internationaux.

I. Exigences minimales financières et opérationnelles (Main Board) Une entreprise étrangère doit obligatoirement valider l'historique d'activité de **3 exercices financiers**, avec une continuité de la direction (3 ans) et du contrôle des actionnaires majoritaires (1 an). Elle doit également satisfaire à **l'un des trois tests financiers suivants** : [1, 2]

Critères / Tests	**1. Test des bénéfices (Profit Test)**	**2. Test Capitalisation / Chiffre d'affaires / Cash-flow**	**3. Test Capitalisation / Chiffre d'affaires**
Capitalisation boursière minimale	**500 millions HKD**	**2 milliards HKD**	**4 milliards HKD**
Bénéfice net	Récent : ≥ 35M HKD Cumulé (2 ans précédents) : ≥ 45M HKD	*Non requis*	*Non requis*
Chiffre d'affaires *(dernier exercice)*	*Non requis*	≥ **500 millions HKD**	≥ **500 millions HKD**
Flux de trésorerie (Cash-flow)	*Non requis*	Cumulé sur 3 ans : ≥ **100 millions HKD**	*Non requis*

Régimes spéciaux (Assouplissements)

- **Sociétés technologiques ou biotechnologies sans revenus :** Les chapitres spécifiques (comme le *Chapter 18A* pour la biotech ou *Chapter 18C* pour les technologies spécialisées) permettent aux entreprises innovantes de se coter avant d'avoir généré des revenus ou des profits, sous réserve d'une R&D validée et d'une capitalisation minimale plus élevée (ex: 1,5 milliard HKD pour la biotech).
- **Cotations secondaires (Secondary Listings) :** Pour les entreprises déjà cotées sur une autre grande bourse internationale (ex: NYSE, NASDAQ, LSE), les seuils de capitalisation minimale pour une double cotation à Hong Kong ont été abaissés (par exemple à 6 milliards HKD sans droits de vote pondérés).

II. Exigences d'actionnariat et de gouvernance : Pour garantir la liquidité et la protection des investisseurs, la HKEX impose des règles strictes au moment de l'introduction :

- **Flottant public minimal (Public Float) :** Au moins **25 %** du capital émis de l'entreprise doit être détenu par le public (abaissé à 15 % ou via des seuils alternatifs de valeur de marché si la capitalisation dépasse 10 milliards HKD). [
- **Nombre d'actionnaires :** Un minimum de **300 actionnaires** individuels lors de l'introduction. **Gouvernance :** Le conseil d'administration doit comprendre au moins **3 administrateurs non exécutifs indépendants (INED)**, représentant au minimum un tiers du conseil. La mixité de genre est obligatoire (au moins une personne de genre différent au conseil).

III. Résumé du processus d'IPO (Calendrier indicatif : 6 à 12 mois) Le parcours d'introduction suit généralement trois phases majeures :

1. **Préparation (Mois 1 à 6) :**
   - Nomination des intermédiaires obligatoires : un **Sponsor** (banque d'affaires agréée à Hong Kong), des auditeurs comptables (normes IFRS ou HKFRS acceptées) et des conseillers juridiques.
   - Enregistrement de l'entreprise auprès du registre de Hong Kong en tant que "société non-hongkongaise".
   - Due diligence complète et rédaction du Prospectus.
2. **Examen réglementaire (Mois 6 à 9) :**
   - Soumission du formulaire officiel de demande de cotation (**Form A1**) à la HKEX et à la Securities and Futures Commission (SFC).
   - Phase de questions-réponses avec les régulateurs, suivie de l'audience formelle d'approbation (Listing Hearing).
3. **Marketing et Cotation (Mois 9+) :**
   - Prélancement, *roadshows* auprès des investisseurs institutionnels et ouverture de l'offre publique locale (*Bookbuilding*).
   - Fixation du prix final de l'action selon la demande du marché.
   - Règlement des transactions via la plateforme numérique **FINI** de la HKEX et début de la négociation officielle des titres

Exemple Réel : L'IPO de Prada S.p.A. (Code : 01913) : En juin 2011, la maison de luxe italienne **Prada** fait le choix stratégique historique de ne pas coter ses actions à Milan ou New York, mais de réaliser une **IPO primaire directe à la Bourse de Hong Kong** afin de cibler directement la croissance du marché asiatique.

Pourquoi Hong Kong ? Les motivations stratégiques de Prada

- **La prime de croissance asiatique ("China Premium") :** En 2011, la dynamique du luxe mondial s'était déplacée vers l'Asie (notamment la Chine continentale). Être coté à Hong Kong permettait à Prada de bénéficier de multiples de valorisation plus élevés (un PER visé de 20x à 25x) que ceux offerts sur les marchés boursiers européens, alors plombés par la crise des dettes souveraines.
- **Notoriété et marketing régional :** L'IPO a servi d'outil marketing massif pour ancrer la marque auprès des consommateurs chinois. Prada a même organisé un défilé privé pour les investisseurs au *Four Seasons* de Hong Kong pendant la phase de promotion (*roadshow*).

- **Le financement de l'expansion et désendettement :** L'opération visait à lever des capitaux pour financer l'ouverture de boutiques en propre (DOS) en Asie et apurer la dette accumulée par le groupe

Le processus technique de l'IPO pour un émetteur étranger : Pour s'introduire sur la HKEX, une entreprise étrangère comme Prada doit suivre un parcours réglementaire strict :

A. Éligibilité et structure juridique (Overseas Issuer) : Hong Kong autorise la cotation d'entreprises étrangères ("Overseas Issuers") sous réserve que leur pays d'origine offre des garanties de gouvernance et de protection des actionnaires équivalentes à celles de Hong Kong. Prada est restée une **société par actions de droit italien (S.p.A.)** avec son siège social à Milan, mais soumise aux règles de cotation de la HKEX.

B. La structure de l'offre (Global Offering) : L'offre de Prada combinait deux volets majeurs :

- **Tranche primaire (New Shares) :** Émission de nouvelles actions pour lever environ 230 millions d'euros destinés au développement de l'entreprise.
- **Tranche secondaire (Sale Shares) :** Vente d'actions existantes par les propriétaires historiques (la famille Prada via la holding familiale et la banque Intesa Sanpaolo) pour plus de 1,5 milliard d'euros. C'était donc principalement une opération de **monétisation/cash-out** pour les fondateurs (qui ont conservé ~80 % du capital).

C. Le Book-Building et la fixation du prix

Le syndicat bancaire (mené par Goldman Sachs, CLSA, Intesa Sanpaolo et UniCredit) a mené le processus de *book-building* auprès des investisseurs institutionnels :

- **Fourchette indicative initiale :** HK$ 36,50 à HK$ 48,00.
- **Prix final fixé : HK$ 39,50** par action (dans le bas de la fourchette indicative), en raison de la frilosité des investisseurs particuliers face à la crise de la zone euro et à la fiscalité italienne.
- **Montant levé :** Environ 2,1 milliards d'euros ($2.6 milliards USD).

3. Les barrières et frictions spécifiques (Le "Cas Prada") Bien que l'IPO ait été un succès financier, elle a mis en lumière les défis uniques d'une cotation transfrontalière :

Défi rencontré	Explication et impact pour l'investisseur
La fiscalité italienne	Les investisseurs basés à Hong Kong (habituellement non taxés sur les plus-values) ont découvert qu'ils devaient payer une retenue à la source italienne sur les dividendes (27 %) et une taxe sur les plus-values. Cela a freiné la demande des particuliers locaux.
Gouvernance et reporting	Prada doit jongler avec les normes comptables IFRS et le double calendrier de reporting financier imposé par les régulateurs italiens et la HKEX.
Gouvernance familiale	L'obligation de rendre des comptes à des actionnaires publics mondiaux a réduit la flexibilité de gestion absolue de la famille Prada-Bertelli.

Bilan et évolution de la cotation : Après l'IPO, l'action a connu une forte volatilité au gré des cycles de consommation en Chine. Aujourd'hui, le groupe **Prada S.p.A. étudie activement un projet de double cotation (Dual Listing)** pour s'introduire également à la **Bourse de Milan**. L'objectif de cette double cotation est de pallier les limites historiques de Hong Kong en permettant aux fonds d'investissement européens – soumis à des contraintes géographiques

ou de fuseaux horaires – d'investir plus facilement dans le titre, tout en conservant l'ancrage asiatique de la HKEX. Depuis, d'autres groupes internationaux comme **Ferretti** (constructeur de yachts italien, coté en double cotation Milan/HK) ou **Samsonite** ont suivi des stratégies similaires pour capter les liquidités de la place financière asiatique

IPO sur la bourse de Shanghai (SSE)

L'introduction en bourse (IPO) directe d'une entreprise entièrement étrangère (située hors de Chine) n'est pas autorisée sur la bourse de Shanghai (SSE). Cependant, deux alternatives juridiques concrètes existent pour les acteurs internationaux : **créer une coentreprise (Joint Venture) de droit chinois**, ou émettre des **titres de dépôt de type "Red-chip" / CDR (Chinese Depositary Receipts)**. Le paysage réglementaire s'appuie désormais entièrement sur le **système d'enregistrement (Registration-based system)**, géré par le régulateur (CSRC) et la bourse.

1. Les Exigences Minimales par Marché : les critères varient radicalement selon le segment visé à Shanghai.

Critères Clés	**Main Board (Marché Principal)**	**STAR Market (Tech & Innovation)**
Profil Ciblé	Grandes entreprises industrielles matures.	Startups, Tech, Biotech, Énergies vertes.
Historique	Opérationnel depuis ≥ 3 ans.	Opérationnel depuis ≥ 2 ans.
Rentabilité	**Obligatoire** : Bénéfices positifs cumulés sur 3 ans (généralement ≥ 30M à 150M RMB selon les réformes).	**Non obligatoire** : Les entreprises déficitaires sont acceptées sous conditions.
Flottant Public	Minimum 25% des actions émises (10% si le capital de base dépasse 400M RMB).	Identique (25% ou 10% si grand capital).
Actifs Intangibles	Ne doivent pas dépasser 20% des actifs nets.	Aucune limite stricte (valorise la R&D).
Options Alternatives	Liées au chiffre d'affaires (≥ 300M RMB cumulés) ou cash-flow opérationnel (≥ 50M RMB).	**5 Grilles modulables** combinant valeur de marché (1 à 4 Mds RMB) et investissement R&D (≥ 15%).

2. Le Processus de l'IPO (Système d'Enregistrement)

Sous le régime d'enregistrement unifié en vigueur, le processus prend généralement **entre 6 et 12 mois** et se divise en 4 grandes étapes :

1. **Restructuration & Due Diligence (Préparation) :**
   - L'entreprise se convertit en société par actions de droit chinois (si ce n'est pas déjà le cas).
   - Recrutement obligatoire d'un **Sponsor indépendant** (banque d'investissement/souscripteur agréée en Chine).
   - Mise en conformité comptable stricte selon les normes chinoises (CASBE).
2. **Examen par la Bourse de Shanghai (SSE) :**
   - Soumission du prospectus. Pour la Tech, un mécanisme de pré-examen confidentiel protège le secret des technologies fondamentales.

- Le comité de révision de la SSE vérifie la conformité des informations fournies (délai d'environ 3 mois).

3. **Enregistrement auprès de la CSRC :**
- Une fois le feu vert de la bourse obtenu, le dossier est envoyé à la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) qui valide définitivement l'enregistrement en se focalisant sur le respect des politiques industrielles nationales.

4. **Tarification & Cotation (Trading) :**
- La banque d'investissement réalise le *roadshow*. Le prix de l'action est fixé librement par le marché (les anciens plafonds de valorisation réglementaires ont été supprimés).
- Début officiel des négociations.

3. Les Pièges et "Coûts Cachés" réglementaires

- **La structure juridique (VIE) :** Si vous détenez une holding à l'étranger (ex. Îles Caïmans) contrôlant des actifs en Chine via des contrats opérationnels (structure VIE), vous entrerez dans la catégorie spécifique des **Red-chips**. Pour s'introduire via des CDR à Shanghai, les exigences de capitalisation boursière s'envolent (entre 5 et 200 milliards de RMB selon la maturité de l'entreprise). [1, 2, 3]
- **Gouvernance et Contrôle des changes :** La bourse de Shanghai impose la nomination d'un secrétaire du conseil certifié par la SSE. De plus, le rapatriement des fonds levés vers la maison-mère étrangère reste soumis au contrôle strict de la SAFE (Régulation des changes en Chine). [1, 2, 3]
- **Frais de souscription :** Comptez entre **4% et 7% du produit brut** de la levée de fonds en frais d'intermédiation financière, d'audit et d'avocats

Exemple réel : Le cas Ninebot Limited (Code : 689009)

L'exemple concret de référence est **Ninebot Limited** (le fabricant de trottinettes électriques ayant racheté l'américain Segway). Bien que ses fondateurs et ses opérations soient ancrés en Chine, Ninebot est juridiquement une **entreprise étrangère enregistrée aux Îles Caïmans**, dotée d'une structure d'actions à vote double (WVR) et de contrats de type VIE (Variable Interest Entity).

En octobre 2020, Ninebot est devenue la **toute première entreprise enregistrée à l'étranger** à réaliser son IPO à Shanghai, spécifiquement sur le **STAR Market** (le compartiment technologique de la SSE). Elle n'a pas listé des actions, mais **des CDR**.

2. Le Processus d'IPO via CDR en 5 étapes clés : Le parcours de Ninebot illustre parfaitement la procédure officielle :

Étape 1 : Choix de la structure et du Sponsor (Banque d'investissement)

L'entreprise étrangère doit mandater une banque d'affaires chinoise agréée (comme *CICC* ou *CITIC Securities*) pour agir en tant que "Sponsor" et souscripteur principal. C'est elle qui structure le dossier financier selon les normes comptables acceptées en Chine. [

Étape 2 : Le Dépôt et le Système d'Enregistrement (Registration-based System)

Contrairement à l'ancien système basé sur l'approbation stricte et politique de la CSRC (le régulateur chinois), le STAR Market utilise un système calqué sur les standards internationaux :

- Le dossier est soumis électroniquement à la Bourse de Shanghai (SSE).

- La SSE examine la transparence de l'information, la viabilité technologique et le respect des critères de capitalisation.

Étape 3 : La validation par le Régulateur (CSRC)

Une fois que la SSE donne son feu vert, le dossier est envoyé à la **CSRC** pour l'enregistrement final. C'est lors de cette phase que les dérogations spéciales pour les entreprises étrangères (exemptions sur les seuils de rentabilité historiques au profit du potentiel d'innovation) sont définitivement validées.

Étape 4 : Le mécanisme de dépôt transfrontalier : Pour émettre des CDR, l'entreprise doit :

1. Déposer ses actions réelles (offshore, ex: aux Caïmans) auprès d'une **banque dépositaire** (souvent une grande banque commerciale chinoise).
2. Cette banque émet ensuite les titres équivalents (les CDR) libellés en Yuans (RMB) sur le marché de Shanghai.

Pour Ninebot, 1 action ordinaire représentait 10 CDR cotés.

Étape 5 : La cotation et le "Pricing"

Le prix est fixé via un processus de *bookbuilding* auprès d'investisseurs institutionnels domestiques. Le jour du lancement, les investisseurs chinois qualifiés négocient les CDR en yuans exactement comme des actions ordinaires.

Récapitulatif des spécificités pour l'étranger

Paramètre	**Règles Standards Actions A**	**Cas Spécifique des CDR Étrangers (ex: Ninebot)**
Devise de cotation	Renminbi (RMB)	Renminbi (RMB)
Nature du titre	Actions ordinaires directes	Certificats représentatifs d'actions (CDR)
Exigence de profit	Obligatoire (sur le Main Board)	Assouplie si l'entreprise est hautement technologique
Gouvernance	Droits de vote proportionnels	Vote double / Structures VIE tolérées sous conditions

*Note additionnelle : Il existe également le programme **Shanghai-London Stock Connect**, qui permet à des entreprises déjà cotées à Londres (comme HSBC ou de grands groupes internationaux) d'émettre des CDR à Shanghai. Cependant, le processus de Ninebot reste le modèle le plus proche d'une IPO "pure" (levée de capitaux frais et première cotation majeure dans l'écosystème chinois) pour une entité incorporée à l'étranger*

Responsable du Module : *Pr. K Touati*