

# INTRODUCTION EN BOURSE HONG KONG, ÉTAPE OBLIGÉE DE LA RÉFORME DES BANQUES CHINOISES



**Maud Savary-Mornet**

Économiste  
**Mission économique de Hong Kong**



**Thomas Feld**

Solicitor  
**Tanner De Witt**

Les introductions à la Bourse de la Hong Kong de Bank of Communication, en juin 2005, de la China Construction Bank, en octobre, et de la Bank of China, en juin 2006, illustrent la vocation croissante de Hong Kong de servir deux économies : celle du territoire et celle de la République Populaire de Chine.

Ces introductions en Bourse consacrent la volonté du gouvernement chinois de réformer en profondeur le secteur bancaire, marquant ainsi, selon l'expression de Jean-François Huchet\*, "une nouvelle étape d'un long processus d'assainissement".

La réforme des banques chinoises s'articule autour de trois axes [1] : la rénovation du cadre réglementaire, l'amélioration des procédures de contrôle des risques dans les établissements de crédit et la modification profonde de la structure de l'actionariat. L'entrée dans le capital d'investisseurs stratégiques étrangers s'est accompagnée d'un

appel à l'épargne publique pour lequel la place de Hong Kong joue un rôle central [2].

Les introductions en Bourse des Bank of Communication et China Construction Bank sont les premiers exemples réussis, à plusieurs égards, de la mise en œuvre de cette stratégie d'assainissement du secteur bancaire chinois. En effet, l'appel à l'épargne publique de la China Construction Bank s'est révélé être l'événement boursier le plus important de l'année 2005 à Hong Kong par l'ampleur des fonds levés (62,24 milliards de dollars hongkongais, soit 8 milliards de dollars US), éclipsant la Bank of Communication (16,6 milliards de dollars hongkongais). De fait, la China Construction Bank a réalisé la plus importante introduction en Bourse jamais effectuée à Hong Kong, loin devant le précédent record détenu par China Unicom en 2000 (16,6 milliards de dollars hongkongais). Ces introductions en Bourse témoignent aussi de la capacité des autorités à adosser les banques chinoises à des investisseurs stratégiques étrangers. La Bank of America et Temasek, la holding d'investissement de l'État

singapourien, ont pris des participations dans la China Construction Bank de respectivement 2,5 et 1,4 milliard de dollars US, soit 9 et 5,1 % du capital, qui ont été augmentées à la faveur de l'appel public à l'épargne. À terme, la participation de la Bank of America pourrait être autorisée à hauteur de 19,9 % du capital de la China Construction Bank, un montant proche du plafond maximal consenti aux investisseurs étrangers individuels, ce qui lui permettrait de disposer d'un siège au conseil d'administration de la banque chinoise. En contrepartie, la banque américaine n'a pas été autorisée à céder ses parts avant six ans, conférant à l'investissement un caractère stratégique. La Bank of Communication, acteur de moindre envergure (5<sup>e</sup> banque chinoise par le total des actifs) mais considéré comme un établissement relativement bien géré, a été allié à HSBC à hauteur de 19,9 % de son capital, l'adosant ainsi à la troisième banque mondiale et qui dispose d'une présence dominante en Asie. Enfin, ces introductions en Bourse témoignent de la capacité de ces établissements de crédit

L'article exprime le point de vue des auteurs et non celui de leurs institutions.

## 1. CLASSIFICATION

### Les actions des entreprises chinoises

<p><b>Les entreprises de Chine continentale peuvent être cotées à la Bourse de Hong Kong selon deux types de processus :</b></p> <p>■ <b>Actions "H" :</b> entreprises dont le siège social est situé en République Populaire de Chine et qui ont obtenu l'autorisation des autorités chinoises pour être listés à la Bourse de Hong Kong. La valeur faciale des</p>	<p>actions est libellée en yuan mais les actions sont souscrites et échangées en dollar hongkongais, ou dans d'autres devises.</p> <p>■ <b>"Red chips" :</b> sociétés chinoises qui ont une filiale à Hong Kong et par le biais de laquelle elles s'introduisent à la Bourse de Hong Kong. Les entreprises sont considérées comme des "red chips" lorsque :</p>	<p>– soit au moins 30 % de leur capital est détenu, directement ou indirectement, par une ou plusieurs sociétés dont le siège social est en République Populaire de Chine;</p> <p>– soit au moins 20 % de leur capital est détenu, directement ou indirectement, par une ou plusieurs sociétés dont le siège social est en République Populaire de Chine et</p>	<p>qu'il y a une influence importante (évaluée sur la base d'un jugement) de personnes ayant des intérêts en Chine continentale sur le conseil d'administration de l'entreprise.</p> <p>À fin décembre 2005, les actions "H" représentaient 15,1 % de la capitalisation de marché de la Bourse de Hong Kong et les "red chips" 21,5%.</p>
--	---	---	---

à se hisser au niveau des exigences requises par une place financière internationale pour faire appel à l'épargne publique.

### RÔLE CROISSANT DE LA RÉGION ADMINISTRATIVE SPÉCIALE

Le choix de Hong Kong pour l'introduction en Bourse des banques chinoises illustre le rôle croissant de la région administrative spéciale comme centre financier de référence pour les entreprises de Chine continentale. Alors que jusqu'aux années quatre-vingt, la Bourse de Hong Kong accueillait principalement des entreprises britanniques ou des entreprises hongkongaises ayant délocalisé leurs activités en Chine du Sud, le territoire apparaît de plus en plus comme la principale place boursière chinoise. Hong Kong bénéficie de son statut de grande place financière régionale dont les règles sont largement héritées de l'administration britannique et jouit d'un niveau de gouvernance d'entreprise élevé : le dernier classement de CLSA (Crédit Lyonnais Securities Asia) attribue à Hong Kong la deuxième place en Asie pour la qualité de ses standards comptables et de son envi-

ronnement réglementaire et politique, derrière Singapour. Hong Kong a également bénéficié indirectement des médiocres performances des Bourses de Shanghai ou de Shenzhen, ainsi que du gel des introductions en Bourse sur les marchés domestiques chinois depuis mai 2005.

### ADAPTABILITÉ DES AUTORITÉS BOURSIÈRES HONGKONGAISES

De longue date, les autorités boursières hongkongaises ont témoigné une attitude favorable face à ce volant d'affaires bienvenu en adaptant leur offre aux entreprises chinoises (création du compartiment des actions "H", cotation des "red chips" – encadré 1 –, lancement de nouveaux produits tels que les warrants destinés aux entreprises de Chine continentale, etc.). Afin de mieux refléter la part croissante des actions des sociétés chinoises dans la capitalisation boursière de Hong Kong, le HSI, l'indice boursier de référence, devrait inclure prochainement des entreprises chinoises cotées sur la Bourse de Hong Kong, comme la China Construction Bank qui devait être la première à l'être en août dernier.

« Le choix de Hong Kong pour l'introduction en Bourse des banques chinoises illustre le rôle croissant de la région administrative spéciale comme centre financier de référence pour les entreprises de Chine continentale. »

Cette évolution a modifié substantiellement la structure et la composition du marché boursier. En 2005, 36,5 % de la capitalisation boursière de Hong Kong était réalisé par des entreprises chinoises, contre 9 % au début de la décennie. Mesurée en termes de capitalisation boursière, Hong Kong obtient la 8<sup>e</sup> place mondiale et la deuxième en Asie derrière Tokyo, mais la 4<sup>e</sup> en termes de fonds levés au cours des introductions en Bourse, ces dernières étant principalement réalisées par des entreprises chinoises. Rapportée au PIB, la capitalisation de marché s'élève à 635 %, le record mondial, largement supérieur à des marchés plus mûrs tels que le Royaume-Uni (138 %) ou le Japon (89 %). Ceci s'explique à la fois par l'internationalisation des entreprises cotées à Hong Kong et par le poids des entreprises chinoises dont la capitalisation boursière représente à elle seule 232 % du PIB de Hong Kong [3].

La spécialisation croissante de Hong Kong comme plateforme financière pour les entreprises de Chine continentale, ainsi que son rôle privilégié dans la réforme des banques chinoises, devrait se poursuivre au cours de l'année 2006 et au-delà, moyennant quelques variations par rapport au schéma initial, notamment la possibilité d'entreprendre une double cotation à Hong Kong et sur une des Bourses domestiques. La Bank of China, deuxième banque chinoise par le total des actifs, a obtenu fin avril l'accord de la Securities and Future Commission, l'autorité boursière de Hong Kong, pour une introduction en Bourse en juin. Un consortium mené par la Royal Bank of Scotland et comprenant notamment Merrill Lynch, Temasek et la fondation du tycoon hongkongais Li Ka-Shing a acquis 20 % du capi-

tal de la Bank of China. L'introduction à la Bourse de Hong Kong a permis à la Bank of China de lever 9,7 milliards de dollars US. La banque devrait également lever 20 milliards de RMB d'ici le 3<sup>e</sup> trimestre 2006 à la Bourse de Shanghai. Une introduction en Bourse du principal établissement de crédit chinois, ICBC, devrait dégager 12 milliards de dollars US au 4<sup>e</sup> trimestre 2006. Enfin, la cotation d'un acteur plus modeste, la China Merchants Bank, est également prévue à une date non précisée, probablement courant 2007.

### QUELS ENJEUX POUR LES AUTORITÉS DE RÉGULATION ?

Le choix de Hong Kong comme place boursière privilégiée pour l'appel à l'épargne publique des entreprises industrielles et financières chinoises apporte un volant d'affaires substantiel à une place financière mûre, mais est également porteuse de certains risques potentiels, à terme, pour les investisseurs. La fiabilité, la transparence des comptes, le niveau de la gouvernance des entreprises chinoises ont connu une amélioration considérable grâce aux réformes imposées par le gouvernement mais ne sont pas encore au niveau des standards internationaux. Quant aux cas de malversations, la China Banking Regulatory Commission, l'autorité de tutelle bancaire chinoise, révélait début mai 2006 que de nouveaux cas de fraudes représentant plus de 725 millions de dollars hongkongais (environ 70 millions d'euros) venaient de faire surface.

Conscientes des risques potentiels, tant pour la place que pour les investisseurs, les autorités boursières hongkongaises ont engagé

## 2. MODALITÉS

### Supervision des marchés boursiers

Depuis 1989, Hong Kong s'est doté d'un cadre réglementaire renoué dont l'objectif est de garantir la sécurité et la transparence du marché boursier. La surveillance des marchés actions et produits dérivés de Hong Kong est la SFC (Securities and Futures Commission), organisme indépendant responsable devant le chef de l'exécutif et le ministre des Finances, qui s'appuie sur la loi des opérations boursières (Securities and Futures Ordinance). La SFC attribue les agréments aux intermédiaires financiers opérant sur les marchés, supervise les sociétés cotées et contrôle la régularité des transactions en sanctionnant toute infraction à la législation en vigueur.

■ Particularité du système hongkongais, la SFC supervise la Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx), la Bourse de Hong Kong, tout en lui déléguant certaines fonctions de contrôle selon le système dit du "dual filing". La HKEx est ainsi l'organe de contrôle de premier niveau de la validité et de la régularité de l'information et des opérations des sociétés cotées. Ainsi, dans le domaine des introductions en Bourse, la SFC contrôle l'approbation des prospectus déposés pour toute introduction après que la validité et la régularité des informations qu'ils contiennent ont été vérifiées par la HKEx. Les informations soumises seront rejetées si la SFC identifie des informations

trompeuses ou inexactes. Afin de s'assurer que les introductions en Bourse se conforment au droit boursier de Hong Kong, la HKEx surveille le respect de la réglementation en place en contrôlant les documents, publications ou annonces des intervenants sur les marchés boursiers. C'est encore la HKEx qui initie les procédures visant à sanctionner les transgressions des lois régulant le marché boursier de Hong Kong.

■ Autre particularité hongkongaise, la HKEx, est constituée sous forme de société privée et a été introduite sur le premier marché de Hong Kong en 2000. Cette double caractéristique est potentiellement génératrice de conflits

d'intérêts puisque la HKEx est à la fois juge et partie : elle tire notamment ses revenus des introductions en Bourse tout en régulant, au premier niveau, les activités de marché. Par conséquent, les introductions en Bourse des plus grandes entreprises industrielles et financières chinoises génératrices d'importantes commissions accroissent les risques de conflit pour la HKEx. Plusieurs garde-fous ont cependant été mis en place pour contenir ce risque, notamment un "Memorandum of Understanding" signé en 2001 entre la SFC et la HKEx afin de poser les règles de conduite en cas de conflit d'intérêts.

« La SFC a clairement affirmé son intention d'élever l'application du droit boursier de Hong Kong au niveau des standards pratiqués par les autres places financières, en Europe et aux États-Unis. »

une série de mesures visant à renforcer les dispositifs réglementaires afin de préserver l'attrait de Hong Kong pour les investisseurs (encadré 2).

La SFC a clairement affirmé son intention d'élever l'application du droit boursier de Hong Kong au niveau des standards pratiqués par les autres places financières, en Europe et aux États-Unis. Sa stratégie passe par le renforcement de ses pouvoirs de sanction des infractions aux règlements boursiers, mais aussi par la modification des

règlements existants dans le domaine de la publicité des informations venant des sociétés cotées.

### 1<sup>er</sup> JANVIER 2007 : NOUVELLES MESURES DE LA SFC

Les sponsors, intermédiaires responsables de la préparation et de l'introduction en Bourse des entreprises et banques chinoises, sont tout particulièrement visés par les nouvelles mesures annoncées par la SFC et qui entreront en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2007 (encadré 3). La SFC a clairement fait part de son inten-

tion de sanctionner sévèrement toute infraction à ces nouvelles règles. Cinq enquêtes sont d'ores et déjà ouvertes à l'encontre d'arrangeurs d'introductions en Bourse pour manquements lors des opérations de *due diligence*.

La HKEx a également annoncé une série de mesures visant à resserrer les normes boursières et à encourager une culture de transparence et de bonne gouvernance. Une consultation a été engagée en février 2005 afin de proposer des améliorations dans le processus d'octroi des autorisations d'admission à la cotation. Par ailleurs, le code régissant les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise a été renforcé et mis en œuvre en janvier 2005. La HKEx a aussi lancé des actions de sensibilisation et de formation à la gouvernance d'entreprise auprès des sociétés émettant des actions "H".

### UNE MEILLEURE RÉPARTITION DES TÂCHES

Plus fondamentalement, une réflexion s'est engagée sur le partage des tâches entre la SFC et le contrôleur de premier niveau, la HKEx, qui devrait conduire, dans

un premier temps, à transférer une partie des missions accomplies par la HKEx à la SFC. Cette dernière verrait ses pouvoirs d'investigation et de sanction renforcés, notamment dans le domaine de la diffusion des informations des sociétés cotées (publication des états financiers par les sociétés cotées, publication d'informations sensibles susceptibles d'avoir un impact sur le cours de l'action...). Toutefois, la politique de la HKEx n'est pas linéaire puisque, en mars 2006, la HKEx annonçait le retrait de l'obligation de déclaration par les sociétés cotées en Bourse de tout crédit octroyé dont le montant dépasserait 8 % de la valeur de ses actifs ou de sa capitalisation boursière.

### UN RECORD HISTORIQUE DÉBUT MAI SUR LES MARCHÉS

Les marchés hongkongais traversent actuellement une période exceptionnellement faste. La capitalisation boursière, en atteignant le seuil psychologique des 10 000 milliards de dollars hongkongais, a battu un record historique début mai. L'indice de référence, le Hang Seng, était à cette date à son niveau le plus élevé depuis septembre

“La HKEx a également annoncé une série de mesures visant à resserrer les normes boursières et à encourager une culture de transparence et de bonne gouvernance.”

2000. La HKEx vient de publier des résultats annuels excellents puisqu'en 2005, cette société cotée a généré un chiffre d'affaires de 2,7 milliards de dollars hongkongais (en augmentation de +13 % par rapport à 2004), et dégagé un résultat net de 1,3 milliard de dollars hongkongais (en augmentation de +27 % par rapport à 2004). Ces bons résultats sont largement le fruit de la stratégie visant à faire de Hong Kong la plateforme financière des entreprises de Chine continentale, dont les introductions en Bourse des banques sont des exemples emblématiques. Les autorités hongkongaises semblent avoir pris conscience de la nécessité d'adapter leur stratégie face à cet afflux massif d'entreprises chinoises et cherchent l'équilibre entre l'accueil de ce volant d'affaires et le maintien des normes boursières au niveau des places financières internationales.

L'avenir dira peut-être si ces normes sont suffisantes pour assurer la protection des investisseurs à la Bourse de Hong Kong, en particulier dans l'hypothèse, annoncée par certains analystes tels que CLSA, où l'économie chinoise ralentirait à un rythme plus rapide que prévu à partir de 2007. ■

Achévé de rédiger le 31 juillet 2006

\* Les Échos, 27 octobre 2005.  
[1] "greater China insights, moving mountains in the chinese banks", 12 avril 2005, Citigroup.  
[2] Pour un tableau complet des réformes du système bancaire chinois: "La réforme du système bancaire ne fait que commencer", Revue financière grande Chine, 30 septembre 2005 et 18 octobre 2005.  
[3] "Alternative measures of the size of the stock market", J. Lee et J. Poon, novembre 2005, SFC quarterly bulletin.

### 3. RÉGLEMENTATION

#### Nouvelles mesures annoncées par la SFC et qui entreront en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2007

Elles imposent aux sponsors de :

■ **disposer de ressources financières** et d'une expertise suffisantes pour effectuer les introductions en Bourse (un capital social d'au moins 10 millions de dollars hongkongais – 1 million d'euros – est désormais requis) ;

■ **mettre en place et maintenir** un système de contrôle interne et de supervision de leurs dirigeants afin d'assurer le respect de la réglementation boursière ;

■ **nommer au moins deux responsables** pour les introductions en Bourse dont l'un sera

personnellement en charge de chaque introduction ;

■ **maintenir un audit régulier** de ses systèmes de contrôle interne, posséder des traces de tout document reçu ou produit et offrir une formation continue à son personnel.