

# Legal Practice | 法律实践

2023-11-01  
202311/046

## Inside this issue:

- Overview of PRC capital market system, registration-based system and listing criteria 1
- Überblick über das chinesische Kapitalmarktsystem, das registrierungsbasiertes System und die Börsenzulassungskriterien 4
- Vue d'ensemble du système du marché des capitaux de la RPC, du système d'enregistrement et des critères en matière de cotation 7
- 中国资本市场体系、注册制及上市标准概览 10

## Overview of PRC capital market system, registration-based system and listing criteria

**Note: The following article is the third article of the series discussion regarding “Listing and Financing of FIEs in China”**

Since 2019, China's multi-tiered capital market system has been continuously improved and the reform of registration-based initial public offering system (“**Registration-based System**”)<sup>1</sup> has been gradually advanced. Specifically, in 2019, the Science and Technology Innovation Board (“**STAR Market**”) was established, and the registration-based system was piloted. In 2020, reforms were initiated and registration-based system was piloted for the ChiNext board. In 2021, the Beijing Stock Exchange (“**BSE**”) was officially launched and adopted registration-based system as well. On February 17, 2023, the China Securities Regulatory Commission (“**CSRC**”) issued and implemented comprehensive rules for the registration-based system for stock issuance, further promoting the reform of registration-based system on the Shanghai and Shenzhen Main Boards, thus completing the comprehensive construction of the A-share registration-based system. Under the comprehensive registration-based system, significant changes have occurred in the review and registration mechanisms. The responsibilities of the securities issuance regulatory agency involve conducting formal reviews of the comprehensiveness, accuracy, authenticity and timeliness of the application documents, without conducting substantive judgment on the issuer's investment value. The stock exchanges bear the primary responsibility for reviewing and approving the listing of issuers, conducting comprehensive reviews on whether the issuers meet the issuance conditions, listing conditions and information disclosure requirements.

The CSRC simultaneously monitors whether the issuers comply with national industrial policies and sector positioning, provides timely guidance on major issues encountered during the exchange's review process and registers such issuer based on the exchange's review opinions in accordance with the law. In addition, the Main Board, STAR Market, and ChiNext have further optimized their requirements on listing thresholds. For example, the Main Board establishes multiple sets of financial standards for Chinese domestic enterprises to choose from, no longer requires (i) continuous profitability for three years, and (ii) the absence of uncovered deficit in the latest year-end for initial public offerings, and has also lifted the restrictions on the ratio of intangible assets to net assets.

Apart from the reform of registration-based system and adjustment of listing requirements or thresholds, the listing segments in China are also continuously optimized. The National Equities Exchange and Quotations (“**NEEQ**”, an Over-the-Counter Stock Market, also known as the New Third Board) launched the Select Layer on top of the existing Basic Layer and Innovation Layer. According to relevant rules of the Beijing Stock Exchange, companies listed on the Select Layer of the NEEQ will become BSE-listed companies. Subsequently, new BSE-listed companies will come from eligible Innovation Layer-listed companies on the NEEQ. Eligible BSE-listed companies can apply for a transfer to the STAR Market or ChiNext. This mechanism allows seamless connectivity between the NEEQ and other segments, reflecting a progressive capital market structure from the NEEQ's Basic Layer and Innovation Layer to the BSE and other segments.

The Main Board, ChiNext, STAR Market, BSE and NEEQ<sup>2</sup> currently have different positionings for companies of different scales and types, as well as different entry conditions<sup>3</sup>:

Exchange Market	Main Board	ChiNext	STAR Market	BSE	NEEQ
<b>Positioning of Board</b>	Highlight its features of "large-cap stocks" and "blue-chip stocks" composition, focusing on supporting high-quality enterprises with mature business models, stable operating performance, large scale and industry representation.	Mainly serve growth-oriented innovative and entrepreneurial enterprises, supporting deep integration of traditional industries with new technologies, new industries, new formats and new models.	Give priority to enterprises that conform to the national strategies, possess key core technologies, have outstanding scientific and technological innovation capabilities, mainly rely on core technologies to carry out production and operation, have a stable business model, high market recognition, good social image, and strong growth potential.	Mainly serve innovative small and medium-sized enterprises, focusing on supporting enterprises in the fields of advanced manufacturing and modern service industries.	Mainly serve innovative small and medium-sized enterprises.
<b>Existing period</b>	Minimum 3 years of existence	Minimum 3 years of existence	Minimum 3 years of existence	Enterprises listed on the innovation layer of the NEEQ for 12 consecutive months	Generally minimum 2 years of existence, exception: 1 year of existence for "Emerging Industries", i.e., enterprises in new economic sectors or basic industries with key core technologies
<b>Profitability and non-profitability financial requirements</b>	<u><b>3 Sets of Standards</b></u> 1. continuous profitability for 3 years; 2. latest year profitability + estimated MV + operating revenue + cash flow; 3. latest year profitability + estimated MV + operating revenue	<u><b>3 Sets of Standards</b></u> 1. continuous profitability for 2 years; 2. latest year profitability + estimated MV + operating revenue; 3. estimated MV + operating revenue	<u><b>5 Sets of Standards</b></u> 1. 1- or 2-year(s) profitability + estimated MV + (operating revenue); 2. estimated MV + operating revenue + RD/OR ratio; 3. estimated MV + operating revenue + cash flow; 4. estimated MV + operating revenue; 5. estimated MV + business/product/technology	<u><b>4 Sets of Standards</b></u> 1. estimated MV + net profit & ROE; 2. estimated MV + operating revenue + net cash flow; 3. estimated MV + operating revenue + RD/OR ratio; 4. estimated MV + R&D investment	<u><b>"1+5" Sets of Standards</b></u> A. For Emerging Industries "R&D investment + financing amount" or "market-making trading + market value" B. For other industries 1. Net profit 2. Operating revenue+ growth rate/operating cash flow 3. Operating revenue + RD/OR ratio 4. R&D investment + financing amount 5. Market-making trading + market value
<b>Net assets requirement</b>	/	/	/	The net assets at the end of last year $\geq$ 50 million RMB	For non-emerging industries, the net asset per share is not less than 1 RMB.
<b>Amount of Share Capital</b>	$\geq$ 50 million RMB (post-issue).	$\geq$ 30 million RMB (post-issue).	$\geq$ 30 million RMB (post-issue).	$\geq$ 30 million RMB (post-issue).	$\geq$ 5 million RMB.

According to the above table, it can be concluded that: (1) In terms of market value criteria, the Main Board has the highest market value requirement, followed by the STAR Market, ChiNext and BSE; (2) In terms of financial criteria<sup>4</sup>, the requirements set by the Main Board are three sets of profitability-based financial criteria, which highlights its features of "large-cap stocks" and "blue-chip stocks" composition. In this regard, the STAR Market, ChiNext, and BSE also set non-profitability financial criteria, demonstrating their inclusiveness towards non-profitable enterprises seeking listing. Specifically, the STAR Market, ChiNext, and BSE have established five, three, and four sets of listing criteria respectively, among which the listing criteria set by the BSE, including market value, net profit, and operating revenue, are significantly lower than those of the STAR Market and ChiNext. Furthermore, compared

to other securities trading markets, the NEEQ sets relatively lower entry requirements, with no mandatory requirements for profitability or cash flow, making it more attractive for foreign-funded start-up enterprises. Therefore, for small and medium-sized enterprises that do not yet meet the listing criteria of the STAR Market and ChiNext, they may apply for listing on the NEEQ system as an initial step, subsequently apply for listing on the BSE, and then transfer to and be listed in the STAR Market or ChiNext. Alternatively, they may directly apply for listing on the Main Board, STAR Market, or ChiNext at an appropriate time (in which case, they need to delist from the NEEQ). These paths have become important routes for the financing and growth of many small and medium-sized enterprises. As of now, hundreds of NEEQ-listed companies have applied for listing in the Main Board, STAR Market and ChiNext

based on their own circumstances after delisting from NEEQ, and more than 100 NEEQ-listed companies have also been listed and traded on the BSE.

---

<sup>1</sup> China's registration-based Initial Public Offering system is a system where a company's eligibility for a public offering is determined by its adherence to information disclosure standards and completeness of its registration materials, without a regulator's substantive judgment on the company's value or profitability. Under this system, it is the market that determines the value of the new public companies. The implementation of this registration-based system is a significant reform to its capital market, representing a shift from the previous administrative approval-based system, under which the CSRC conducted a thorough review of the company's application, evaluating not just the documents but also the company's profitability and its value.

<sup>2</sup> Companies with no more than 200 shareholders applying for public transfer and listing of their stocks in NEEQ are exempted from registration by the CSRC. The decision on whether to approve the public transfer and listing is made by the NEEQ.

<sup>3</sup> Kindly note that the standards listed in the table apply only to domestic companies without differentiated voting rights arrangement.

<sup>4</sup> Due to page layout consideration, detailed profitability and non-profitability financial requirements for each segment have been omitted from the above table, please feel free to contact us if you need such information.

## Überblick über das chinesische Kapitalmarktsystem, das registrierungsbasiertes System und die Börsenzulassungskriterien

**Anmerkung: Dieser Artikel ist der dritte in einer Reihe von Artikeln über „Börsengang und Finanzierung ausländischer investierter Unternehmen in China“**

Seit 2019 hat sich Chinas mehrstufiges Kapitalmarktsystem erheblich weiterentwickelt und die Reform hin zu einem registrierungsbasierten Börsengang-System („**Registrierungsbasiertes System**“)<sup>1</sup> schrittweise vorangetrieben. Im Jahr 2019 wurde das Science and Technology Innovation Board („**STAR**“) gegründet, im Jahr 2020 wurde das Second Board („**ChiNext**“) reformiert und im Jahr 2021 wurde die Beijing Stock Exchange („**BSE**“) eröffnet. STAR, ChiNEXT und BSE haben bereits ein Pilotprojekt mit einem registrierungsbasierten System durchgeführt. Am 17. Februar 2023 erließ die China Securities Regulatory Commission („**CSRC**“) die relevanten Regelungen für die vollständige Umsetzung des registrierungsbasierten Systems für die Ausgabe von Aktien und setzte die Reform des registrierungsbasierten Systems im Main Board von Shanghai und Shenzhen weiter um, so dass die A-Aktie den Aufbau eines sogenannten vollständigen registrierungsbasierten Systems abgeschlossen hat. Im Rahmen des vollständigen registrierungsbasierten Systems hat sich der Überprüfungs- und registrierungsmechanismus erheblich verändert. Insbesondere besteht die Aufgabe der Prüfstelle für die Ausgabe von Aktien darin, die Vollständigkeit, Genauigkeit, Authentizität und Rechtzeitigkeit der eingereichten Dokumente formal zu überprüfen. Sie nimmt allerdings keine materielle Beurteilung für den Investitionswert des Emittenten vor. Die Börse übernimmt unter anderem die Hauptverantwortung für die Ausgabe- und Börsenzulassungsprüfung, und zwar, ob das Unternehmen die Ausgabesbedingungen, die Börsenzulassungsbedingungen und die Anforderungen an die Offenlegung von Informationen einhält. Die CSRC achtet gleichzeitig darauf, ob der Emittent von nationalen Investitionsanreizen profitiert und die

Positionierung des Boards einhält, beantwortet zentrale Fragen hinsichtlich heikler Angelegenheiten oder wichtigen Situationen, in denen es keinen Präzedenzfall gibt oder die erheblichen sozialen Auswirkungen haben werden und registriert den Emittenten in Übereinstimmung mit dem Gesetz auf der Grundlage der Überprüfungsstellungen der Börse. Darüber hinaus haben das Main Board, das STAR und das ChiNext ihre Schwellenwerte für die Börsenzulassung weiter optimiert. So hat das Main Board eine Reihe von Finanzkriterien für Börsengänge aufgestellt und verlangt nun nicht mehr, dass in drei aufeinanderfolgenden Jahren ein Reingewinn erwirtschaftet wurde und am Ende des letzten Jahres keine ungedeckten Verluste zu verzeichnen waren; auch die Beschränkung des Anteils der immateriellen Vermögenswerte am Nettovermögen wurde aufgehoben.

Neben der Reform des registrierungsbasierten Systems und der Anpassung des Schwellenwerts für die Börsenzulassung werden auch die börsennotierten Boards fortlaufend optimiert. Die National Equities Exchange and Quotations („**NEEQ**“, sog. das New Third Board) hat zusätzlich zum ursprünglichen Basic Layer und Innovation Layer den Selected Layer eingeführt. Gemäß den Regelungen der BSE werden die börsennotierten Unternehmen im Selected Layer der NEEQ in börsennotierte Unternehmen an der BSE umgewandelt, während die nachfolgenden neuen börsennotierten Unternehmen an der BSE aus den zulässigen börsennotierten Unternehmen im Innovation Layer der NEEQ hervorgehen. Geeignete, an der BSE notierte Unternehmen können die Übertragung auf das STAR oder das ChiNext beantragen. Diese setzt die NEEQ mit den anderen Boards in Verbindung, was die schrittweise Kapitalmarktstruktur vom Basic Layer der NEEQ über den Innovation Layer zur BSE und dann zu anderen Boards vollständig widerspiegelt.

Gegenwärtig legen das Main Board, das ChiNext, das STAR, die BSE und die NEEQ<sup>2</sup> für Unternehmen unterschiedlicher Größe und Art unterschiedliche Positionierungen fest und stellen unterschiedliche Zulassungsvoraussetzungen für Unternehmen<sup>3</sup>:

Exchange Market	Main Board	ChiNext	STAR	BSE	NEEQ
<b>Positionierung</b>	Die Merkmale von „Large-cap“ and „Blue-Chip“ werden hervorgehoben. Unterstützt werden hauptsächlich hochqualifizierte Unternehmen mit ausgereiften Geschäftsmodellen, stabiler Betriebsleistung, großem Umfang und Repräsentativität in der Branche.	Es dient vor allem wachsenden innovativen Unternehmen und unterstützt die tiefgreifende Integration traditioneller Industrien in neue Technologien, neue Industrien, neue Geschäftsformen und neue Modi.	Vorrangig berücksichtigt werden Unternehmen, die im Einklang mit nationalen Strategien stehen, über wichtige Kerntechnologien verfügen, herausragende wissenschaftliche und technologische Innovationskapazitäten aufweisen, sich bei Produktion und Betrieb hauptsächlich auf Kerntechnologien stützen, stabile Geschäftsmodelle haben, eine hohe Marktakzeptanz aufweisen, ein gutes soziales Image haben sowie über ein starkes Wachstumspotenzial verfügen.	Sie dient vor allem innovativen kleinen und mittleren Unternehmen, wobei der Schwerpunkt auf der Unterstützung von Unternehmen in Bereichen wie der fortgeschrittenen Fertigung und modernen Dienstleistungsbranchen liegt.	Sie dient vor allem innovativen kleinen und mittleren Unternehmen
<b>Dauer</b>	Für mindestens 3 Jahre	Für mindestens 3 Jahre	Für mindestens 3 Jahre	Ununterbrochene Notierung auf den Innovation Layer der NEEQ für 12 Monate	Grundsätzlich für mindestens 2 Jahre, aber bei den neuen Wirtschaftsbereichen, Basisindustrien und Industrien mit wichtigen Kerntechnologien („Leitindustrien“) nur für ein Jahr.
<b>Finanzielle Indikatoren für Reingewinn/ ohne Reingewinn</b>	<u>Drei Gruppen von Indikatoren</u> 1. Reingewinn in den letzten drei Jahren; 2. Reingewinn im letzten Jahr + voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag + Cashflow; 3. Reingewinn im letzten Jahr + voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag	<u>Drei Gruppen von Indikatoren</u> 1. Reingewinn in den letzten zwei Jahren; 2. Reingewinn im letzten Jahr + voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag; 3. voraussichtliche Marktkapitalisierung	<u>Fünf Gruppen von Indikatoren</u> 1. „Reingewinn in den letzten zwei Jahren + voraussichtliche Marktkapitalisierung“ oder „Reingewinn im letzten Jahr + voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag“; 2. voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag + F&E/Betriebsertrag-Verhältnis; 3. voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag + Cashflow; 4. voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag; 5. voraussichtliche Marktkapitalisierung +	<u>Vier Gruppen von Indikatoren</u> 1. Reingewinn in den letzten zwei Jahren + voraussichtliche Marktkapitalisierung + Nettovermögensrendite; 2. voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag + Wachstumsrate des Betriebsertrags + Cashflow; 3. voraussichtliche Marktkapitalisierung + Betriebsertrag + F&E/Betriebsertrag-Verhältnis; 4. voraussichtliche Marktkapitalisierung +	<u>“1+5“ Gruppen von Indikatoren</u> A. Leitindustrien „F&E-Investitionen + Finanzierung“ oder „Market-Making + Marktkapitalisierung“ B. Andere Industrien 1. Reingewinn; 2. Betriebsertrag + Wachstumsrate des Betriebsertrags / Cashflow; 3. Betriebsertrag + F&E/Betriebsertrag-Verhältnis; 4. F&E-Investitionen + Finanzierungen; 5. Market-Making + Marktkapitalisierung
		+ Betriebsertrag	Geschäft/Produkte/Technologie	F&E-Investitionen	
<b>Erforderliches Nettovermögen</b>	/	/	/	Nettovermögen am Ende des letzten Jahres $\geq$ 50 Millionen RMB	Für nicht-leitende Industrien, Nettovermögen pro Aktie $\geq$ 1 RMB
<b>Grundkapital</b>	$\geq$ 50 Millionen RMB (nach der Ausgabe)	$\geq$ 30 Millionen RMB (nach der Ausgabe)	$\geq$ 30 Millionen RMB (nach der Ausgabe)	$\geq$ 30 Millionen RMB (nach der Ausgabe)	$\geq$ 5 Millionen RMB

Aus der obigen Tabelle wird ersichtlich, dass: (1) in Bezug auf die Marktkapitalisierungsindikatoren das Main Board die höchsten Anforderungen stellt, gefolgt von dem STAR, dem ChiNext und der BSE; (2) in Bezug auf die Finanzindikatoren<sup>4</sup>, die drei vom Main Board festgelegten Kriteriengruppen allesamt Finanzindikatoren sind, die auf der Rentabilität basieren, was die Merkmale von „Large-Cap“ und „Blue-Chip“ unterstreicht. Das STAR, das ChiNext und die BSE legen auch Finanzindikatoren fest, die sich nicht an der Rentabilität orientieren, was für eine flexible Einbeziehung der noch nicht gewinnbringenden Unternehmen in die Börsen spricht. Konkret werden für den STAR, den ChiNext und die BSE jeweils fünf, drei bzw. vier Gruppen (siehe Tabelle oben) von Börsenzulassungsindikatoren festgelegt, wobei die Anforderungen für Börsenzulassungsindikatoren wie Marktkapitalisierung, Reingewinn und Betriebsertrag an der BSE deutlich niedriger sind als die entsprechenden Anforderungen des STAR und des ChiNext. Darüber hinaus gelten an der NEEQ im Vergleich zu anderen

Boards niedrigere Zulassungsschwellen, da keine zwingenden Anforderungen an Gewinn und Cashflow gestellt werden, was die NEEQ für ausländisch investierte Start-ups attraktiver macht. Kleine und mittlere Unternehmen, die die Zulassungsvoraussetzungen an dem STAR und dem ChiNext nicht erfüllen, sollten eine Börsennotierung an der NEEQ beantragen, dann die Zulassung an der BSE beantragen, um sich auf diese Weiter den hohen Anforderungen von STAR oder den ChiNext anzunähern, oder mit etwas Geduld zu gegebener Zeit direkt eine Zulassung beim Main Board, dem STAR oder dem ChiNext beantragen (zu diesem Zeitpunkt muss die Börsennotierung an der NEEQ eingestellt werden). Bislang haben Hunderte von NEEQ-Unternehmen nach ihrem Delisting von der NEEQ entsprechend ihren eigenen Gegebenheiten eine Zulassung an dem Main Board, dem STAR und dem ChiNext beantragt, und es gibt mehr als hundert NEEQ-Unternehmen, die an der BSE gehandelt werden.

---

<sup>1</sup> Chinas registrierungsbasiertes Börsengang-System ermöglicht Unternehmen den Börsengang basierend auf ihrer Einhaltung von Informationsveröffentlichungsstandards und der Vollständigkeit ihrer Registrierungsunterlagen. Dabei wird keine materielle Beurteilung des Unternehmenswertes oder seiner Rentabilität durch eine regulierende Behörde durchgeführt. In diesem System bestimmt der Markt den Wert der neuen börsennotierten Unternehmen. Die Umstellung auf dieses registrierungsbasierte System markiert eine signifikante Reform des chinesischen Kapitalmarktes. Es bedeutet eine Abkehr vom früheren administrativen Genehmigungssystem, bei dem die China Securities Regulatory Commission nicht nur die Antragsdokumente überprüfte, sondern auch die Rentabilität und den Wert des Unternehmens einschätzte.

<sup>2</sup> Unternehmen mit weniger als 200 Aktionären, die eine öffentliche Übertragung und Notierung ihrer Aktien in der NEEQ beantragen, sind von der Registrierung durch die CSRC befreit, und die NEEQ prüft und entscheidet, ob sie der öffentlichen Übertragung und Notierung zustimmt oder nicht.

<sup>3</sup> Bitte beachten Sie, dass die in der Tabelle aufgeführten Kriterien gelten nur für inländische Unternehmen, die keine abweichenden Stimmrechtsregelungen unterliegen.

<sup>4</sup> Aus Gründen des Seitenlayouts wurden in der Tabelle keine detaillierten Angaben zu den finanziellen Indikatoren für Reingewinn/ ohne Reingewinn der einzelnen Segmente gemacht. Wenn Sie solche Informationen benötigen, wenden Sie sich bitte an uns.

## Vue d'ensemble du système du marché des capitaux de la RPC, du système d'enregistrement et des critères en matière de cotation

**Note : L'article suivant est la troisième partie de la série d'articles sur « Introduction en bourse et financement des Entreprises à Investissements Étrangers en Chine »**

Depuis 2019, le système de marché des capitaux multi-niveaux de la Chine s'améliore et promeut progressivement la réforme du système d'introduction en bourse basé sur l'enregistrement (« **Système d'enregistrement** »)<sup>1</sup>. Plus précisément, en 2019, le Conseil de l'innovation scientifique et technologique (« **STAR Market** ») a été créé, et le Système d'enregistrement a été mis à l'essai. En 2020, des réformes ont été lancées et un Système d'enregistrement a été expérimenté pour le conseil *ChiNext*. En 2021, la Bourse de Pékin (« **BSE** ») a été officiellement ouverte et a également adopté un Système d'enregistrement. Le 17 février 2023, la Commission chinoise de régulation des valeurs mobilières (« **CSRC** ») a publié et mis en œuvre des réglementations complètes pour le Système d'enregistrement relatif à la vente d'actions, promouvant ainsi la réforme de ce système sur les Bourses principales de Shanghai et de Shenzhen, achevant ainsi la construction complète du Système d'enregistrement des actions A. Dans cette optique, des changements importants sont survenus dans les mécanismes d'examen et d'enregistrement. Les responsabilités de l'organisme de réglementation de l'émission d'actions consistent à procéder à un examen approfondi de l'exhaustivité, de l'exactitude, de l'authenticité et de la ponctualité des documents à soumettre, sans émettre de jugement substantiel sur la valeur des investissements de l'émetteur. Les Bourses sont les premières à être chargées d'examiner et d'approuver la cotation des émetteurs, en procédant à des examens complets pour déterminer s'ils remplissent les conditions de délivrance, de cotation et de divulgation de leurs informations. La CSRC vérifie en même temps que les entreprises émettrices se conforment aux politiques industrielles nationales et à leur positionnement sectoriel, et fournit en temps utile des conseils sur les problèmes principaux rencontrés au cours du processus d'examen effectué par la

Bourse, puis inscrit l'entreprise émettrice en fonction du résultat de l'examen conformément à la législation en vigueur. En outre, le *Main Board* (le marché principale), le *STAR Market* et *ChiNext* ont encore optimisé leurs exigences en matière de seuils d'admission en bourse. Par exemple, le *Main Board* établit plusieurs séries de normes financières parmi lesquelles les entreprises nationales chinoises peuvent choisir, et ne requiert plus une rentabilité continue pendant trois ans et l'absence de déficit non couvert à la fin du dernier exercice pour les offres publiques initiales, et a également levé les restrictions sur le rapport entre les actifs incorporels et les actifs nets.

Outre la réforme du Système d'enregistrement et l'ajustement des exigences ou des seuils de cotation, les modalités du processus de cotation en Chine font également l'objet d'une optimisation permanente. Le *National Equities Exchange and Quotations* (le « **NEEQ** », un marché boursier hors cote, également connu sous le nom de *New Third Board*) a lancé le *Select Layer* en plus du *Basic Layer* et de l'*Innovation Layer* déjà existants. Conformément à la réglementation de la Bourse de Pékin, les sociétés cotées au *Select Layer* du NEEQ deviendront des sociétés cotées à la Bourse de Pékin (BSE). Par la suite, les nouvelles sociétés cotées à la BSE seront issues de sociétés éligibles à l'*Innovation Layer* du NEEQ. Les entreprises éligibles cotées à la BSE peuvent demander leur transfert vers le *STAR Market* ou *ChiNext*. Ce mécanisme permet une connexion transparente entre le NEEQ et les autres marchés, reflétant une structuration évolutive du marché des capitaux, du *Basic Layer* et de l'*Innovation Layer* du NEEQ à la BSE et aux autres marchés.

Le *Main Board*, *ChiNext*, *STAR Market*, la Bourse de Pékin (BSE) et le NEEQ<sup>2</sup> ont actuellement des dispositions différentes en fonction de la taille et du type d'entreprise, ainsi que des conditions d'entrée différentes<sup>3</sup>.

Bourse	Marché principal (Main Board)	ChiNext	STAR Market	BSE	NEEQ
<b>Positionnement du marché</b>	Mettre en avant ses particularités en matière de composition des " actions de grande capitalisation " et des " actions de premier ordre ", en se concentrant sur le soutien aux entreprises de haute qualité dotées de modèles d'entreprise matures, d'une performance opérationnelle stable, d'une large portée et d'une présence dans l'industrie.	Il sert principalement les entreprises innovantes et entrepreneuriales axées sur la croissance, en soutenant une intégration approfondie dans les industries traditionnelles grâce à de nouvelles technologies, de nouvelles industries, de nouveaux formats et de nouveaux modèles.	Il donne la priorité aux entreprises qui se conforment aux stratégies nationales, possèdent des technologies essentielles, ont des capacités d'innovation scientifique et technologique exceptionnelles, qui s'appuient principalement sur des technologies de pointe pour la production et l'exploitation, qui ont un modèle d'entreprise stable, une forte présence sur le marché, une bonne image sociale et un fort potentiel de croissance.	Il sert principalement les petites et moyennes entreprises innovantes, en se concentrant sur le soutien aux entreprises dans les domaines de l'industrie manufacturière de pointe et des industries de services modernes.	Il s'adresse principalement aux petites et moyennes entreprises innovantes.
<b>Période d'existence</b>	Minimum 3 ans d'existence	Minimum 3 ans d'existence	Minimum 3 ans d'existence	Entreprises inscrites sur "l'Innovation Layer" du NEEQ depuis 12 mois consécutifs.	En général, minimum 2 ans d'existence, sauf exception : 1 an d'existence pour la " industrie innovante ", c'est-à-dire les entreprises des nouveaux secteurs économiques ou des industries essentielles dotées de technologies clés.
<b>Exigences financières de rentabilité et de non-lucrativité</b>	<u>3 types de critères</u> 1. rentabilité continue au cours des trois dernières années ; 2. rentabilité de la dernière année + valeur de marché estimée + revenu d'exploitation + flux de trésorerie ; 3. rentabilité de la dernière année + valeur de	<u>3 types de critères</u> 1. rentabilité continue depuis 2 ans ; 2. rentabilité de la dernière année + valeur de marché estimée + revenu d'exploitation ; 3. Valeur de marché estimée + revenus d'exploitation	<u>5 types de critères</u> 1. Rentabilité sur 1 ou 2 ans + valeur de marché estimée + (revenus d'exploitation) ; 2. valeur de marché estimée + revenus d'exploitation + ratio DR/OR ; 3. valeur de marché estimée + revenu d'exploitation + flux de trésorerie ; 4. valeur de marché estimée + revenus d'exploitation ; 5. valeur de marché estimée + activité/produit/technologie	<u>4 types de critères</u> 1. Valeur de marché estimée + rentabilité continue depuis 2 ans et rendement des capitaux propres ; 2. Valeur de marché estimée + revenu d'exploitation + croissance des revenus + flux de trésorerie net ; 3. valeur de marché estimée + chiffre d'affaires opérationnel + ratio DR/OR ;	<u>" 1+5 " types de critères</u> A. Pour les secteurs innovantes "Investissements en R&D + montant du financement" ou " activités de tenue de marché + valeur de marché". B. Pour les autres secteurs 1. Bénéfice net 2. Revenus d'exploitation + croissance des revenus /flux de trésorerie d'exploitation 3. Revenus d'exploitation + ratio RD/OR



	marché estimée + revenu d'exploitation			5. valeur de marché estimée + investissements en R&D	4. Investissements en R&D + montant du financement 5. Opérations de tenue de marché + valeur de marché
Exigences en matière d'actifs nets	/	/	/	L'actif net à la fin de la dernière année $\geq$ 50 millions RMB	Pour les entreprises qui n'appartiennent pas au secteur innovant, l'actif net par action ne doit pas être inférieur à 1 RMB.
Montant du capital-actions	$\geq$ 50 million RMB (après émission).	$\geq$ 30 million RMB (après émission).	$\geq$ 30 million RMB (après émission).	$\geq$ 30 million RMB (après émission).	$\geq$ 5 million RMB

Le tableau ci-dessus permet de conclure que : (1) En ce qui concerne les critères relatifs à la valeur de marché, le *Main Board* a les exigences les plus élevées ; il est suivi par le *STAR Market*, le *ChiNext* et le BSE ; (2) En ce qui concerne les critères financiers<sup>4</sup>, les exigences fixées par le *Main Board* sont trois types de critères financiers fondés sur la rentabilité, ce qui met en évidence ses particularités en matière de composition des " actions de grande capitalisation " et des " actions de premier ordre ". D'autre part, le *STAR Market*, le *ChiNext* et le BSE ont fixé des critères financiers à la fois sur la rentabilité et la non-lucrativité, démontrant ainsi leur ouverture aux entreprises non lucratives cherchant à s'inscrire en bourse. Plus précisément, le *STAR Market*, le *ChiNext* et le BSE ont établi respectivement cinq, trois et quatre séries de critères d'admission en bourse, parmi lesquels les critères d'admission fixés par le BSE, à savoir la valeur de marché, le bénéfice net et les revenus d'exploitation, sont nettement inférieurs à ceux du *STAR Market* et du *ChiNext*. En outre, par rapport à d'autres marchés boursiers, le NEEQ fixe des conditions d'entrée relativement moins strictes, sans obligation de rentabilité ou de flux de trésorerie, ce qui le rend plus attrayant pour les start-ups financées par des fonds étrangers. Par conséquent, les petites et moyennes entreprises qui ne remplissent pas encore les critères de cotation du *STAR Market* et de *ChiNext* peuvent demander à être cotées sur le système NEEQ dans un premier temps, puis sur la Bourse de Pékin, et enfin sur le *STAR Market* ou le *ChiNext*. Elles peuvent également demander directement à être cotées sur le *Main Board*, le *STAR Market* ou le *ChiNext* au moment

le plus opportun (auquel cas elles doivent se désinscrire du NEEQ). Ces possibilités sont devenues des outils importants pour le financement et la croissance de nombreuses petites et moyennes entreprises. À ce jour, des centaines d'entreprises cotées au NEEQ ont demandé à être cotées au *Main Board*, au *STAR Market* et à *ChiNext* en fonction de leur situation après avoir été radiées du NEEQ, et plus de 100 entreprises cotées au NEEQ ont également été cotées et négociées à la Bourse de Pékin.

<sup>1</sup>Le système chinois d'introduction en bourse basé sur l'enregistrement est un système dans lequel l'éligibilité d'une société à une offre publique est déterminée par son adhésion aux normes de divulgation d'informations et par l'exhaustivité de ses documents d'enregistrement, sans qu'un régulateur ne porte de jugement de fond sur la valeur ou la rentabilité de la société. Dans le cadre de ce système, c'est le marché qui détermine la valeur des nouvelles sociétés publiques. La mise en œuvre de ce système basé sur l'enregistrement constitue une réforme importante du marché des capitaux, et représente un changement par rapport à l'ancien système basé sur l'approbation avec des formalités lourdes. (Sous le système basé sur l'approbation, la CSRC procédait à un examen approfondi de la demande de la société, évaluant non seulement la forme des documents, mais aussi la rentabilité et la valeur de la société).

<sup>2</sup> Les sociétés comptant moins de 200 actionnaires qui demandent le transfert public et la cotation au NEEQ sont exemptées de l'obligation d'enregistrement par la CSRC. La décision d'approuver ou non le transfert public et la cotation est prise par le NEEQ.

<sup>3</sup> Par souci de transparence, les normes suivantes ne s'appliquent qu'aux entreprises nationales ne disposant pas de droits de vote différenciés.

<sup>4</sup> Pour des raisons de mise en page, les exigences financières de rentabilité et de non-lucrativité pour chaque segment ont été omises dans le tableau. N'hésitez pas à nous contacter si vous avez besoin de ces informations.

# 中国资本市场体系、注册制及上市标准概览

**编者注：本文系“外资企业中国上市和融资”系列文章第三篇**

2019年以来，我国多层次资本市场体系不断完善，并逐步推进注册制改革。具体而言，2019年科创板设立并试点注册制，2020年创业板启动改革并试点注册制，2021年北交所揭牌开市并试点注册制，2023年2月17日，中国证监会发布并实施全面实行股票发行注册制相关制度规则，在沪深主板进一步推行注册制改革，至此A股完成全面注册制的体系构建。在全面注册制下，审核注册机制发生重大变革，具体而言，证券发行审核机构的职责是对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作形式审查，不对发行人的投资价值进行实质性判断。其中，交易所承担发行上市审核的主体责任，对企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求进行全面审核。证监会同步关注发行人是否符合国家产业政策、板块定位，对交易所审核中遇到的重大问题及时指导，并基于交易所的审核意见依法注

册。此外，主板、科创板、创业板均进一步优化了上市门槛，例如，主板在首发上市方面设置了多套财务标准供选择，不再要求必须连续三年盈利及最近一年期末不存在未弥补亏损，也取消了无形资产占净资产比例的限制。

除了注册制改革和上市门槛的调整，上市/挂牌板块也在不断优化调整。新三板在原有基础层、创新层的基础上启动了精选层，根据北交所设立时的制度设计，新三板精选层挂牌公司转为北交所上市公司，北交所后续新增上市公司则从符合条件的新三板创新层挂牌公司中产生。符合条件的北交所上市公司可以申请转板至科创板或创业板。该制度设计开辟了新三板与其他板块的联通功能，充分体现了从新三板基础层、创新层到北交所再到其他板块“层层递进”的资本市场结构。

目前针对不同规模和类型的企业，主板、创业板、科创板、北交所和新三板<sup>1</sup>设定了不同的板块定位，对于企业也有不同的准入条件<sup>2</sup>：

市场制度	主板	创业板	科创板	北交所	新三板
板块定位	突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。	主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。	优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。	主要服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业。	主要服务创新型中小企业。
存续时间	存续满三年	存续满三年	存续满三年	在新三板连续挂牌满12个月的创新层挂牌公司	存续满两年，新经济领域、基础产业且拥有关键核心技术产业（“引导性产业”）满一年即可
盈利/非盈利财务指标	<b>三套指标</b> 1. 最近三年盈利； 2. 最近一年盈利+预计市值+营收+现金流； 3. 最近一年盈利+预计市值+营收	<b>三套指标</b> 1. 最近两年盈利； 2. 最近一年盈利+预计市值+营收； 3. 预计市值+营收	<b>五套指标</b> 1. “最近两年盈利+预计市值”或“最近一年盈利+预计市值+营收”； 2. 预计市值+营收+研发/营收比； 3. 预计市值+营收+现金流； 4. 预计市值+营收； 5. 预计市值+业务/产品/技术	<b>四套指标</b> 1. 预计市值+最近两年盈利&净资产收益率； 2. 预计市值+营收+营收增长率+现金流净额； 3. 预计市值+营收+研发/营收比； 4. 预计市值+研发投入	<b>“1+5”套指标</b> A. 引导性产业 “研发投入+融资额”或“做市交易+市值” B. 其他产业 1. 净利润 2. 营收+营收增长率/经营活动现金流量 3. 营收+研发投入比 4. 研发投入+融资额 5. 做市交易+市值
净资产要求	/	/	/	最近一年期末净资产≥5,000万元	对于非引导性产业，每股净资产≥1元
股本额	≥5000万元（发行后）	≥3000万元（发行后）	≥3000万元（发行后）	≥3000万元（发行后）	≥500万元

根据上述表格可以看出：（1）在市值指标方面，主板市值要求最高，其次是科创板、创业板和北交所；（2）在财务指标方面<sup>3</sup>，主板设置的3套标准均系盈利性财务指标，凸显“大盘蓝筹”特色。科创板、创业板和北交所还设置了非盈利财务指标，体现了科创板、创业板和北交所对于未盈利企业上市的包容性。具体而言，科创板、创业板、北交所分别设置了五套、三套和四套上市指标，其中北交所设置的市值、净利润及营业收入等上市指标要求明显低于科创板及创业板的相关要求。此外，相较于其他证券交易市场，新三板的准入门槛较低，对于盈利、现金流并无硬性指标要求，对于外资初创型企业而言更具吸引力。因此，对未达到科创板及创业板上市条件的中小企业，申请在全国中小企业股份转让系统挂牌，进而申请在北交所上市以及后续在科创板或创业板转板上市，或在合适时机直接申请在主板、科创板、创业板上市（届时需从新三板摘牌），已是中小企业融资成长的重要途径。截至目前，已经数百家新三板企业摘牌后结合自身情况申请在主板、科创板和创业板上市，亦有上百家新三板挂牌公司在北交所上市交易。

---

<sup>1</sup> 股东人数未超过 200 人的公司申请股票在全国中小企业股份转让系统公开转让并挂牌，中国证监会豁免注册，由全国股转公司作出是否同意公开转让并挂牌的审核决定。

<sup>2</sup> 本文讨论的标准仅针对不存在表决权差异安排的境内企业。

<sup>3</sup> 出于页面排版考虑，表格中各板块详细的盈利/非盈利财务指标已省略，如需该等信息，敬请随时与我们联系。

**Shanghai 上海**

10F Jinmao Tower, 88 Century Avenue, Pudong New District, Shanghai City, PR China, 200121  
上海市浦东新区世纪大道88号金茂大厦10楼

+86 21 5010 6580

**Taicang 太仓**

Room 1613B, German Centre, 319 Middle Zhenghe Road, Taicang City, Jiangsu Province, PR China, 215400

中国江苏省太仓市郑和中路319号兰德集团东亭大厦德国中心1613B

+86 512 5398 5389

shanghai@shaohe-lawfirm.com

www.shaohe-lawfirm.com

**Your Contact 联系人**



**ZHONG Yuan | Senior Associate 钟椽 | 资深律师**

+86 21 5010 7508

zhong.yuan@shaohe-lawfirm.com

- Complex Disputes 争议解决
- Commercial & Distribution Law, Product Liability/Product Compliance 贸易和经销法、产品责任/产品合规

Languages: Chinese, English, German 语言: 中文、英文、德文



**SHAO Wanlei | Partner 邵万雷 | 合伙人**

+86 21 5010 6599

shao.wanlei@shaohe-lawfirm.com

- Capital Markets, Banking & Finance 资本市场法、银行和金融
- Corporate/M&A 公司法和并购

Languages: Chinese, English, German 语言: 中文、英文、德文

## About Shaohe Law Firm 关于劭合

Shaohe Law Firm is a full-service Chinese law firm with local expertise and global reach. Founded in 2007, Shaohe Law Firm has become one of the most trusted legal service providers for foreign, especially European, business in China.

- Shaohe Law Firm is a **PRC-licensed law firm**. We support clients in negotiations with Chinese counterparts, deal with government departments and represent clients in Chinese courts and arbitration.
- Shaohe Law Firm provides **full range of legal services** to foreign companies entering and developing in China.
- With more than 20 international and local lawyers, Shaohe Law Firm is one of the largest **German-speaking** law firms in the country.
- As an independent law firm headquartered in Shanghai, we support you **all over China and cross borders**. We maintain a close cooperative relationship with other local firms in China and in other jurisdictions.

劭合律师事务所是一家在中国注册的律师事务所。我们拥有本地专业知识和全球视野。劭合律师事务所成立于2007年，目前已成为外资企业（特别是欧洲企业）在中国最信赖的法律服务提供者之一。

- 劭合律师事务所是一家在中国注册的律师事务所。我们代表客户与中国合作伙伴谈判，与政府部门进行磋商，同时也代理诉讼和仲裁。
- 劭合律师事务所帮助外资企业开拓中国市场以及在中国获得长久的发展提供全方位的法律服务。
- 劭合律师事务所拥有20多名中国律师和持其他国家执业许可的境外法律顾问，是全国以德语为工作语言的最大律师事务所之一。
- 作为一家总部位于上海的律所，我们可以为您提供全国范围以及跨境法律服务。我们与其他值得信赖的本土律所以及其他司法管辖领域的律所保持紧密的合作。

Welcome to follow our WeChat account where you will find the updated legal insights and news.

欢迎扫码关注我们的微信公众号，在这里您可以获取最新的法律资讯和新闻。

