



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)
in Lingue e Istituzioni Economiche e
Giuridiche dell'Asia e dell'Africa Meridionale

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

L'evoluzione delle istituzioni finanziarie in Cina

Relatore

Ch. Prof. Valeria Zanier

Laureando

Federico Morello

Matricola 812941

Anno Accademico

2012 / 2013

序言

2008年9月，随着美国著名投资银行雷曼兄弟公司的破产，新一轮的国际金融危机开始席卷全球。当金融危机的大潮逐渐退去，人们发现，中国金融体系经受住了考验，不仅有力地支持了中国经济迅速企稳回升，还成为全球经济复苏的重要引擎之一。中国金融体系具有明显转轨特征和中国特色，与世界其他国家和地区差别很大，按西方的模式来看中国的金融体系必定会有种种疑惑；改革开放以来，中国的金融体系不断发展变化，至今仍处于变革之中，不了解其发展变化的逻辑，就无法理解现实中的各种问题，也抓不住中国金融体系的本质特征。中国的金融体系发展到今天，不仅蕴涵着中国历史和文化深厚的积累，也凝聚着无数改革探索者的智慧和心血。

中华人民共和国成立以来，中国的金融体系适应经济体制的变化而不断变革。新中国成立初期，人民政府对旧中国的金融体系进行了改造，初步建立了社会主义金融体系。之后，又按照前苏联的模式，建立了“大一统”的银行体制。1978年中国共产党十一届三中全会召开后，中国金融业在改革开放中不断发展变化，逐步建立了与社会主义市场经济体制相适应的现代金融体系。

中国共产党十一届三中全会确立了改革开放的方针，中国经济发展呈现出崭新局面。与计划经济体制相适应的高度集中统一的国家银行体制已不能满足经济发展的需要，金融体制改革逐步推进。

在农村经济体制改革取得成功后，1984年，经济体制改革向城市推进。随着经济体制改革的不断突破，1984年后金融体制改革也进入了一个新阶段。这一时期，建立了中央银行制度，重点发展多元化的银行和非银行金融机构，开始启动金融市场建设，基本完成了资源配置由财政主导到以银行为主导的转变。

经济的日益发展和金融机构的增加，迫切需要加强金融业的统一管理和综合协调。因此，突出中国人民银行作为中央银行的职能、理顺其与各专业银行和其他金融机构之间的关系成为金融改革中的紧迫议题。1982年7月，国务院批转中国人民银行的报告，明确指出，“中国人民银行是中国的中央银行，是国务院领导下统一管理全国金融的国家机关”。1983年9月17日，国务院发布了《关于中国人民银行专门行使中央银行职能的决定》，正式宣布了中央银行制度的确立。从1984年1月1日起，中国人民银行开始专门行使中央银行职能，集中力量研究和实施金融宏观政策，加强信贷总量的控制和金融机构间的资金调节，

以保持货币稳定。与此同时，新设中国工商银行，承接中国人民银行过去办理的工商信贷和储蓄业务。中国人民银行设立中央银行理事会，作为协调决策机构。中国人民银行对各专业银行和其他金融机构主要采取经济办法进行管理，建立存款准备金制度和中央银行对专业银行的贷款制度。中国人民银行原则上按行政区划设立分支机构，对分支行的业务实行垂直领导。通过这些措施，初步确立了中央银行制度的基本框架。

1984年后，经济体制改革的全面展开和深入进行为金融市场的产生创造了条件，各种形式的市场融资活动开始萌芽和迅速发展。商业信用的逐步扩大与规范化促进了票据承兑贴现市场的形成，从1984年2月开始中国人民银行逐步在全国开展票据承兑贴现业务。1985年实行“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”的信贷管理体制后，专业银行之间可以相互拆借资金，调剂资金余缺。1986年后，随着各类金融机构的发展，同业拆借的范围更加扩大。到1987年底，除个别地区外，全国主要城市和地区都开放和建立了有形或无形的同业拆借市场。1985年12月，深圳特区设立了全国第一个外汇调剂中心，正式开办外汇调剂业务。1988年，各省、自治区、直辖市、经济特区都设立了外汇调剂中心，国家放宽了外汇参与者条件，同时放开了外汇调剂价格，取消了调剂最高限制，允许外汇调剂价格随供求状况而浮动：1988年9月，上海市在原有外汇调剂市场的基础上实行外汇公开交易，并在随后的几年里逐步成立了多家外汇调剂公开市场。从1981年开始，政府开始利用国家信用发行国库券。到1984年，人们已普遍持有国库券，并已存在流通转让的要求。1991年，跨地区、有组织的规范化国债交易起步，同年，财政部和中国人民银行启动了国债回购业务试点。从1984年开始，兴起了企业采取发行股票、债券方式向社会直接筹资的热潮，从而出现了发行市场。1990年12月19日上海证券交易所成立，1991年7月30日深圳证券交易所成立。这两个交易所的成立，标志着中国股票交易逐步步入规范发展阶段。随着资本市场交易机制的建立，作为资本市场主要中介机构的证券公司和证券投资基金也相继建立。

在很长时期内，由于政企不分、银行经营管理机制不健全，再加上经济环境变化、金融法制不健全、金融监管薄弱、社会信用观念淡薄等原因，银行体系积累了大量不良贷款，成为影响中国金融稳定的重大隐患。1995年《商业银行法》颁布后，四家国有商业银行在处理不良贷款方面采取了许多措施。但仅仅依靠四家银行催收到期贷款和每年提取有限的呆账准备金，已难以化解历年积累的信贷风险。国家采取的设立三家政策性银行、为国有商业银行注资2,700亿元等措施，取得一定成效，但不良资产的比例仍然居高不下。在此背景下，中国借鉴国际经验，于1999年分别组建了信达、东方、长城、华融四家金融资产管理公司，分别收购和处置从四家国有独资商业银行剥离出来的部分不良贷款，专门

回收、搞活，以化解潜在风险。

改革开放后,中国的金融机构由一元化向多元化方向发展,目前已形成由银行、证券、保险、信托、金融租赁等机构构成的功能齐全、形式多样、分工协作、互为补充的多元化、多层次金融机构体系。银行类金融机构是中国金融业最主要的组成部分。改革开放以来,中国银行业从“大一统”的银行体制向现代银行体系转变,从原来基本上只有中国人民银行一家银行,发展到拥有5600多家法人性质的银行业金融机构。既有商业银行,又有政策性银行;既有大型商业银行,又有中小商业银行;既有服务于城市的城市信用社、城市商业银行,又有主要服务于农村的农村信用社、农村商业银行和合作银行;既有中资金融机构,又有外资金融机构。截至2008年底,中国有大型国有商业银行5家,股份制商业银行12家,政策性银行3家,邮政储蓄银行1家,中小金融机构(城市商业银行、城市信用社、农村商业银行、农村合作银行、农村信用社等)5308家,外资银行116家,财务公司84家,村镇银行、贷款公司等新型农村金融机构107家。银行业金融机构总资产达到6239万亿元。大型国有控股银行作为中国银行业的主体,经过改革后,市场地位和实力显著提升。2008年底,按一级资本排名,中国工商银行、中国建设银行和中国银行进入全球最大15家银行的行业。按市值计算,2009年3月10日,中国工商银行、中国建设银行、中国银行和交通银行已进入全球十大银行之列。其中,中国工商银行、中国建设银行、中国银行分别位于第一、第二、第三名,交通银行位于第九名。与此同时,银行业的竞争性不断加强,政策性银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村金融机构(含农村商业银行、农村合作银行、农村信用社)发展迅速,资产占比不断扩大。证券机构从无到有,在不断探索和规范中发展。截至2008年底,中国有证券公司107家,证券投资咨询机构100家,基金管理公司61家,期货公司162家。证券公司总资产119万亿元,净资产3585亿元,基金管理公司管理资产超过1.9万亿元。保险机构迅速发展。改革开放之初中国只有一家保险机构,到2008年底,保险法人机构达到130家,保险专业中介机构达到2445家,保险业资产总额3.34万亿元。目前国有保险公司股份制改革工作基本完成,股份制保险公司引进战略投资者、上市等工作取得积极进展。通过股份制改革和上市,中国保险业实现了公司组织形式和管理体制的转变,逐步建立了较为规范的公司治理框架,市场微观主体发展实力逐步增强。同时,由寿险、财产险和再保险构成的“三位一体”的稳健的保险业体系基本建立。其他金融机构也得到很大发展。截至2008年底中国有资产管理公司4家,信托投资公司52家,金融租赁公司12家,汽车金融服务公司10家,金融担保公司4300多家,货币经纪公司3家。

L'evoluzione delle istituzioni finanziarie in Cina

Indice

CAPITOLO 1 – EVOLUZIONE STORICA DEI MERCATI FINANZIARI IN CINA

1.1	La fondazione del primo mercato azionario in Cina.	Pag 3
1.2	Lo scandalo dei “Futures bond 327”.	Pag 9
1.3	Le riforme di Zhu Rongji e Zhou Xiaochuan.	Pag 11
1.4	Espansione e ridimensionamento delle riforme.	Pag 14
1.5	Securities Law: il processo di emanazione della legge.	Pag 17
1.5.1.	Introduzione.	Pag 17
1.5.2.	La prima bozza. Agosto 1992 – Agosto 1993.	Pag 18
1.5.3.	Le versioni successive. Agosto 1993 – Marzo 1998.	Pag 21
1.5.4.	Il compromesso. Settembre 1998 – Luglio 1999.	Pag 26
1.5.5.	Il ruolo dell'Assemblea Nazionale del Popolo nel processo di redazione della Securities Law.	Pag 29
1.6	Dati analitici sui mercati finanziari cinesi dal 1992 al 2002.	Pag 31
1.6.1.	Le B-Shares.	Pag 35
1.6.2.	Le H-Shares.	Pag 38
1.6.3.	Il settore privato.	Pag 43
1.6.4.	Il mercato obbligazionario.	Pag 46
1.6.5.	Gli investimenti esteri.	Pag 49
1.7	Il secondo decennio.	Pag 51
1.7.1.	Il “Toro” dopo “L'orso”: la fase rialzista del mercato azionario cinese.	Pag 56
1.7.2.	Le nuove riforme.	Pag 62
1.7.3.	Lo sviluppo del mercato obbligazionario in Cina.	Pag 64
1.8	Il mercato assicurativo.	Pag 71

CAPITOLO 2 – DESCRIZIONE DELLE ISTITUZIONI CHE HANNO GUIDATO LE RIFORME FINANZIARIE

2.1	Central Huijin Investment.	Pag 81
2.2	China Investment Corporation.	Pag 88
2.3	China Securities Regulatory Commission.	Pag 97
2.4	People's Bank of China.	Pag 104
2.5	China Insurance Regulatory Commission.	Pag 110
2.5.1.	Il caso Sedgwick.	Pag 120

CAPITOLO 3 – LE AGENZIE DI RATING

3.1 Le agenzie di rating: introduzione.	Pag 124
3.2 Le agenzie di rating in Cina.	Pag 128
3.3 Autorevolezza delle agenzie di rating in Cina.	Pag 141
3.4 Dagong Credit Rating.	Pag 148
Conclusione.	Pag 155
Elenco delle Abbreviazioni.	Pag 160
Appendice: Traduzione articoli di legge RPC.	Pag 162
Lista delle figure.	Pag. 165
Bibliografia.	Pag 168

Capitolo 1

Evoluzione storica dei mercati finanziari in Cina

Alla fine dell'era Maoista e di dieci anni di Rivoluzione Culturale, sono state messe in atto una serie di riforme economiche e sociali che ebbero come loro principale artefice Deng Xiaoping e che hanno portato la Cina ad essere oggi uno dei principali artefici dell'economia globale. Alla fine degli anni '70 iniziò un processo di riforma economica e apertura ai mercati esteri portarono la Cina da un'economia pianificata ad un'economia di mercato. Queste riforme presero il nome di “le quattro modernizzazioni” (agricoltura, industria, difesa, scienza). Il modello di sviluppo cinese prese il nome di “*Socialismo con caratteristiche cinesi*”, in quanto il pragmatismo di Deng aiutò a risolvere i contrasti tra capitalismo e socialismo spiegando che “Non importa che il gatto sia nero o bianco, l'importante è che prenda i topi”. Dal 1978 al 1993 vi furono quattro “ondate” di riforme alternate ad altrettanti periodi di conservatorismo: 1978-1979, 1984-1985, 1987-1988, 1992-1993. Generalmente queste spinte per le riforme scaturivano dopo periodi di stagnazione politica i quali generavano un'opposizione alle fazioni conservatrici del Partito Comunista Cinese e diventavano il propellente per una nuova fase di riforme. Uno dei punti cardine di queste riforme fu la creazione delle “zone economiche speciali”, aree con legislazione economica differente rispetto al resto del territorio nazionale e incentivi fiscali al fine di attirare investimenti esteri. Le riforme comprendevano anche l'implementazione della corporate governance delle aziende statali e il miglioramento della loro efficienza. Nel corso degli anni alcune State Owned Enterprise arrivarono ad una parziale o totale privatizzazione.

Per tutti gli anni '80 queste riforme hanno principalmente riguardato il sistema bancario che portò la Cina da un sistema mono-bancario ad un sistema finanziario più moderno e diversificato che comprendeva una banca centrale, banche commerciali ed altre istituzioni finanziarie non bancarie. Verso la fine degli anni '80 invece, il Governo Cinese iniziò a porre la propria attenzione anche ai mercati finanziari, già molto sviluppati in tutti i Paesi occidentali, ma quasi totalmente ignorati in Cina. Per il modello di sviluppo americano, i mercati dei capitali, avevano rappresentato un veicolo di ulteriore ricchezza; visto che tale modello sembrava funzionare anche per le economie delle “*Tigri Asiatiche*”, i dirigenti del Partito pensarono che non vi erano ragioni per cui non avrebbe potuto avere successo anche in Cina. Infatti la nuova forma che l'economia cinese stava prendendo

richiedeva un sistema di allocazione dei capitali più efficiente ed è nota infatti l'importanza che gli Stock Exchange hanno per ogni Paese del Globo. Essi sono sempre stati un importante vettore per attirare capitali esteri, in modo particolare a partire dagli anni '70 quando un'ondata di privatizzazioni si sparse a livello internazionale insieme a una diffusa deregolamentazione degli investimenti, creando una più facile mobilità dei capitali. In Cina i due principali Stock Exchange, Shanghai e Shenzhen, entrarono entrambi in funzione nel Dicembre 1990.

In questo periodo venne modificato il rapporto tra lo Stato e le banche e di conseguenza il modo in cui il Governo Cinese finanziava le aziende statali e quindi l'economia nazionale. Inizialmente infatti le State Owned Enterprise (SOE) venivano finanziate direttamente attraverso il budget statale. Per migliorare la gestione delle risorse e responsabilizzare i manager delle SOE a ricercare il profitto, si impose loro di ottenere finanziamenti tramite il nuovo sistema bancario Cinese. Al contempo vennero creati nuovi mezzi di finanziamento per tali aziende, come il mercati azionari ed obbligazionari. Anche lo stato cinese iniziò a finanziare in parte le sue spese tramite l'emissione di titoli di stato.

Una pietra miliare nell'evoluzione del mercato dei capitali cinese può essere considerata la fondazione della China Securities Regulatory Commission (CSRC), alla fine del 1992, che per tutti gli anni '90 ha intrapreso un lavoro di consolidamento dei mercati finanziari cinesi.

A partire dal 1997, in seguito alla crisi finanziaria asiatica, la leadership cinese si rese conto della necessità di rafforzare le istituzioni che governano la finanza in modo da prevenire futuri dissesti economici. Fondamentale in questo senso fu la promulgazione della *Securities Law* nel 1998.

In tutta questa fase evolutiva si può notare che il filo conduttore sia stato una costante lotta interna per il controllo della finanza e dell'enorme ammontare di capitali che ne derivava. Nello specifico, gli attori di tali contrasti furono da una parte il Governo Centrale che ricercava costantemente un maggiore controllo sui nuovi strumenti finanziari che si andavano a creare e dall'altra i vari governi locali che bramavano una maggiore autonomia finanziaria da Pechino. Al contempo però, anche a livello centrale varie istituzioni si resero protagoniste di lotte politiche per il controllo sulla finanza cinese.

Qui di seguito proporrò una descrizione dell'evoluzione storica del sistema finanziario e dei mercati finanziari cinesi dalla fine degli anni '80 ad oggi. In seguito analizzerò più nel dettaglio la struttura organizzativa e il ruolo delle principali istituzioni governative cinesi che si resero protagoniste delle riforme della finanza in Cina. Infine mi soffermerò su uno delle più importanti peculiarità dei mercati finanziari occidentali: le agenzie di rating. Tali istituzioni, che vennero introdotte in Cina nei primi anni '90, possono essere considerate un buon indicatore per valutare il grado di apertura e la predisposizione alle riforme del governo cinese. Un efficiente e indipendente sistema di rating è

sinonimo di progresso del sistema finanziario di un Paese. Resta da valutare se i rating emessi da tali società siano attendibili e privi di influenze da parte del governo di Pechino.

In questo contesto, il quesito ultimo è capire se e in che modo le riforme dell'apparato finanziario siano state portate avanti e se vi sono prospettive per ulteriori liberalizzazioni.

1.1 La fondazione del primo mercato azionario in Cina

Per risalire alle origini dei mercati finanziari in Cina, è necessario risalire fino ai primi anni '80 principalmente nelle città di Shanghai, Shenzhen e Chengdu, quando alcune aziende vendettero titoli azionari ad impiegati ed amici. Si trattava di azioni redimibili, ovvero il capitale sarebbe stato restituito ad una data fissata mentre i dividendi sarebbero stati pagati periodicamente. Di fatto la proprietà delle aziende non cambiava minimamente. Tali aziende erano per la maggior parte piccole ditte collettive possedute in parte da i governi locali. Esse erano più propense a cercare finanziamenti al di fuori del mercato bancario, in quanto le banche garantivano un facile accesso al credito solo alle State Owned Enterprise (SOE). Al contrario, per le aziende collettive i mutui bancari avevano condizioni molto più svantaggiose. Piccoli mercati Over The Counter (OTC)¹ furono fondati a Shanghai e Shengyang verso la fine del 1986 nonostante la speculazione fosse diffusa già all'epoca.

Tra il 1984 e il 1989 diversi leader di partito supportarono la creazione di un mercato azionario. Jiang Zemin, all'epoca sindaco di Shanghai, favorì la creazione di un mercato OTC istituito dalla Industrial and Commercial Bank of China. A livello nazionale essi erano supportati dai membri della State Commission for Restructuring the Economic Structure (SCORES) e dal think-tank di Zhao Ziyang (premier della PRC tra il 1980 e il 1987 e Segretario generale del Partito fino al 1989).

¹ Il Sole 24 Ore definisce così i mercati OTC: “Si tratta di un termine che nasce dall'abitudine di rimanere nei dintorni di Wall Street per trattare affari nei bar (sul bancone, counter, appunto). Lì avveniva la negoziazione di titoli che non erano presenti nei circuiti ufficiali di borsa. Oggigiorno le contrattazioni avvengono per via telefonica o telematica attraverso conversazioni tra le parti (domanda e offerta) in maniera del tutto informale. I mercati over the counter non hanno contratti e modalità di compravendita standardizzati e non sono legati a una serie di norme (ammissioni, controlli, obblighi informativi...) che regolamentano i mercati ufficiali. Nel 1990 è stato creato l'Otc Bulletin Board, un sistema di contrattazione elettronica nel quale sono presenti circa 3600 piccole società, in attesa di entrare nel NASDAQ. In Italia il Nuovo Mercato e il Mercato Expandi trattano azioni di aziende piccole e con alto potenziale di sviluppo. Gli scambi sono regolamentati, anche se le regole, così come i requisiti di ammissione alle quotazioni, sono più stringenti di quelli per la Borsa ufficiale. L'esistenza di regole e requisiti fa sì che questi mercati, per quanto più informali, non siano veri e propri ‘mercati al bancone’”. <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/O/Over-the-counter.shtml?uuid=2a0fa0da-580a-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>

Tra i membri della SCORES, Liu Ronghu diventerà nel 1992 il primo presidente della China Securities Regulatory Commission (CSRC). Vi erano sostenitori anche all'interno della People's Bank of China, sebbene auspicassero un mercato in cui solo le istituzioni e le State Owned Enterprises (SOE) potessero commerciare.

A livello locale, anche i dirigenti del Partito Comunista Cinese di Shenzhen furono fervidi sostenitori dello sviluppo dei mercati azionari. Per Shenzhen, l'anno di svolta fu il 1987, quando il 10 Maggio, la Shenzhen Development Bank (SDB) divenne la prima istituzione finanziaria cinese ad emettere azioni al pubblico². Le azioni della SDB non riuscirono a destare l'attenzione del pubblico e nonostante il partito impose ai membri di acquistare quante più titoli possibili, solo il 50% dell'offerta pubblica iniziale venne allocata sul mercato. Più di 30 anni di regime comunista avevano estirpato dalle famiglie cinesi i concetti base che regolavano i mercati finanziari. In pochi erano a conoscenza che il valore delle azioni avrebbe potuto aumentare e diminuire. Essi erano solo interessati ai dividendi che le compagnie avrebbero distribuito. Nel Marzo 1989 la banca annunciò che i dividendi relativi all'esercizio del 1988 che avrebbe distribuito di li a poco, sarebbero stati di 10 Yuan per azione più un'azione omaggio ogni due già possedute. L'azionariato diffuso, che per la maggior parte era rappresentato da membri del partito, ottenne un profitto diverse volte superiore all'investimento originario. Il 4 Giugno 1989 il prezzo di un'azione della Shenzhen Development Bank raggiunse il valore di 120 RMB, 80 Yuan in più rispetto a sei mesi prima e nonostante l'instabilità politica e le rivolte che si stavano verificando a Pechino, chiuse il 1989 con un prezzo di 90 Yuan. Questo periodo è conosciuto in Cina come la prima “febbre della borsa” che da Shenzhen si diffuse pian piano a Shanghai, Chengdu, Wuhan e Shengyng, dove erano presenti mercati OTC: dato che il numero di azioni e di società quotate era ancora limitato, il prezzo salì vertiginosamente. Questo periodo fu caratterizzato da una forte speculazione e mancanza di regolamentazione, tanto che il Consiglio di Stato scelse di prendere provvedimenti per arginare il fenomeno: limiti al numero di transazioni giornaliere, aumento delle imposte di trasferimento, accesso al mercato azionario solo per le aziende statali, e la chiusura di tutti i mercati 'Over the Counter' ad eccezione di Shenzhen e Shanghai.³ Questi provvedimenti porteranno tra il 1990 e il 1991 all'istituzione dei due mercati azionari ufficiali: Shanghai Stock Exchange e Shenzhen Stock Exchange.

² *Shenzhen Development Bank*, in “Economy Watch”, 2010, <http://www.economywatch.com/companies/forbes-list/china/shenzhen-development-bank.html>, 5 Agosto 2013.

³ Nicolaas, GROENWOLD, et Alii, *The Chinese Stock Market, Efficiency, Predictability and Profitability*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2004, p.11.



Immagine 1. Li Peng visita lo Stock Exchange di Shanghai nel Novembre 1991

Nel 1990, quando la leadership cinese iniziò a valutare l'istituzione di due mercati azionari ufficiali, gli stock exchange non erano per niente indispensabili all'economia cinese in quanto le quattro grandi banche commerciali statali erano in grado di fornire alle State Owned Enterprise tutti i capitali di cui necessitavano (a tutt'oggi la situazione non è cambiata di molto). Pechino fu incentivata a creare i due mercati azionari per placare le richieste di maggiore libertà economica scaturite all'indomani delle rivolte del 1989 e per favorire l'accesso delle SOE ad informazioni e conoscenze che potessero migliorarne l'efficienza e la governance.

Per quasi tutto il periodo degli anni '80, le SOE non pagarono interessi per i finanziamenti che lo Stato garantiva loro. Il risultato fu che nel corso di dodici anni l'output industriale del settore non statale passò dal 22,4% del 1978 al 45,4% del 1990.⁴ Ciò fu dovuto alla maggiore efficienza delle industrie collettive e individuali. Per il Partito Comunista Cinese, questa “rimonta” era intollerabile in quanto essi si aspettavano che il settore statale fosse l'unico e indiscusso dominatore dell'economia cinese. Solo a partire dal 1993, con il 14 Congresso dell'Assemblea Nazionale del Popolo, fu deciso di cambiare la governance delle SOE, le quali sarebbero state ammodernate secondo gli standard delle corporations internazionali: avrebbero avuto piena autonomia legale (anche se la proprietà rimaneva statale), un consiglio di amministrazione e un azionariato. In più avrebbero dovuto ricevere prestiti dalle banche al posto dei fondi gratuiti che ricevevano dallo Stato.⁵ Anche i governanti locali erano favorevoli a favorire l'accesso delle aziende al mercato azionario. In tal modo esse avrebbero fatto minor affidamento anche sui fondi dei governi locali. Inoltre essi confidavano che le SOE avrebbero espanso il loro business, pagato più tasse e dividendi ai governi locali associati.

Formalmente, fu l'Assemblea Nazionale del Popolo a dare il via libera alla riforma del settore industriale statale, tuttavia le basi di quella che sarebbe dovuta essere la struttura del sistema

⁴ Jun, WANG e Zhen, FANG, *Prosperity of non state sectors and secession of SOEs in China: a proper view of them*, in “Fudan University”, 1996, <http://www.cs.utah.edu/~zfang/soe.pdf>, 6 Agosto 2013.

⁵ Barry NAUGHTON, *The Chinese Economy*, Cambridge, The MIT Press, 2007, p. 85-98

azionario cinese vennero delineate già l'otto Dicembre 1988 durante la conferenza della China Society Economic Reform tenutasi presso l'Hotel Xizhimen di Pechino. Alla conferenza parteciparono alcuni di quelli che sarebbero poi diventati i protagonisti della scena finanziaria cinese dei successivi quindici anni come Guo Shuqing, ex-presidente della China Construction Bank, vice-presidente della banca centrale e attuale presidente della China Securities Regulatory Commission, Lou Jiwei, attuale presidente della China Investment Corporation e infine Zhou Xiaochuan, attuale governatore della People's Bank of China. Nel corso della conferenza si raggiunse un accordo a procedere con l'esperimento del sistema di suddivisione in azioni del capitale sociale delle SOE. Vennero comunque posti alcuni paletti alla riforma: impedire la privatizzazione delle società statali, evitare che la dispersione del patrimonio statale e garantire il primato del settore statale nell'economia. Il comunicato finale della conferenza dichiarava che se la riforma delle State Owned Enterprise avesse rispettato queste tre condizioni, essa avrebbe portato sicuro vantaggio all'economia cinese in quanto la vendita di quote minoritarie di aziende statali avrebbe garantito una fonte secondaria di liquidità diversa dal budget statale.⁶ I suggerimenti della China Society Economic Reform rimasero ignorati fino agli avvenimenti di Piazza Tiananmen del 1989 quando il governo di Pechino iniziò a considerare i mercati azionari come un modo per placare le richieste della piazza. Nel Maggio 1990 il Consiglio di Stato approvò una versione riveduta delle indicazioni del China Society Economic Reform che comprendeva: la limitazione ai soli soggetti giuridici ad investire nel mercato azionario, i privati quindi non potevano investire direttamente; vietare la cessione di azioni ai dipendenti delle SOE; limitare i mercati Over The Counter alle sole città di Shanghai e Shenzhen; bloccare le nuove offerte pubbliche iniziali.

Tra il 1986 e il 1988 a causa della cospicua domanda di capitali da parte delle SOE e la facilità con cui potevano essere emesse le azioni, molti mercati informali si diffusero in tutto il paese e migliaia di azioni vennero vendute. Il Governo Centrale di Pechino tentò di limitare il diffondersi di mercati informali e inclusero nel loro piano creditizio nazionale anche le istituzioni non finanziarie come le Trust and Investment Companies (TICS)⁷ fondate dai governi locali, limitandone l'autonomia.⁸ Vista la reazione negativa da parte di Pechino, al Giugno 1989 risultavano quotate nei mercati OTC di Shanghai e Shenzhen solo nove società; essi erano ancora profondamente corrotti e non controllati

⁶ 李樟喆 LI, Zhangzhe, "Mimi de Xizhimen huiyi" 秘密的西直门会议 (I segreti della conferenza di Xizhimen), *中国证券报 China Securities Journal*, 28 Dicembre 2010, p. 6.

⁷ Le Trust and Investment Companies sono società la cui attività si concentra nell'investire i capitali degli investitori in titoli finanziari.

⁸ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 11

dalle autorità locali, per questo motivo i mercati non ufficiali erano molto più fiorenti. Dopo i fatti di Tiananmen nel Giugno 1989 ci si sarebbe aspettato un stop delle politiche di apertura e di riforma per quanto riguarda i mercati azionari. Ciò non avvenne. Al contrario, grazie ad alcuni leader riformatori, tra i quali Deng Xiaoping stesso, le riforme poterono continuare. Tra questi, Gao Xiqing (che in seguito diventerà presidente del CSRC) e Zhou Xiaochuan (in seguito presidente della PBOC) prepararono una relazione per il Finance and Economics Leading Group del Partito Comunista, l'autorità massima per le questioni concernenti l'economia nella quale si auspicava la creazione di un mercato azionario ufficiale in Cina. Nel Novembre 1988 Yao Yilin, uno dei leader conservatori, autorizzò la creazione di uno Stock Exchange.⁹ Zhu Rongji, sindaco di Shanghai, intravide le potenzialità che una borsa poteva avere nello sviluppo del Pudong, e subito dopo gli eventi di Tiananmen propose tale idea a Deng. Il vecchio leader offrì il suo supporto al progetto: lo Stockmarket sarebbe diventato il simbolo del suo piano di riforme. All'inizio del 1990 il progetto di Zhu ricevette l'approvazione anche di Chen Yun, presidente della Commissione Consultiva Centrale del Partito Comunista Cinese, durante la sua visita a Shanghai. A Shenzhen invece, i leader locali portarono avanti il loro progetto di apertura della borsa nonostante non avessero ricevuto l'autorizzazione ufficiale da Pechino e in modo particolare dalla banca centrale. I due mercati aprirono ufficialmente nel Dicembre 1990, sebbene Shenzhen ottenne l'autorizzazione ufficiale solo quattro mesi più tardi.¹⁰

All'apertura dei due mercati ufficiali nel 1991, solo poche società emisero azioni in quanto la maggior parte dei piccoli investitori rimaneva sospettosa nei confronti di questo nuovo prodotto finanziario. Nemmeno la visita del Premier Li Peng allo Stock Exchange di Shanghai il 21 Novembre 1991 riuscì a sollecitare gli investitori. In quell'occasione egli dichiarò:

“*证券交易为社会主义经济建设服务 - The Stock Exchange serves socialist economic Construction.*”¹¹

Il motivo di un così scarso interesse da parte degli investitori era dovuto dal fatto che nella Capitale era ancora in atto un scontro tra conservatori e riformisti per decidere quale sarebbe stato il futuro economico della Cina. Senza un segnale chiaro da parte della Leadership, la fiducia nel mercato non sarebbe aumentata. Il segnale giunse in occasione del viaggio verso Sud di Deng Xiaoping nel

⁹ Stephen GREEN, *Development of China's Stockmarket, 1984-2002*, Londra, Routledge Curzon, 2004, p. 98

¹⁰ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 12

¹¹ *Li Peng zai Shanghai kaocha zhengquanjiaoyisuo* 李鹏在上海考察证券交易所 (Li Peng ispeziona la Borsa di Shanghai), in “Renminwan”, 2008, <http://www.people.com.cn/GB/historic/1121/3965.html>, 23 Maggio 2013.

Gennaio 1992. Durante il suo viaggio Deng manifestò a più riprese una sua visione di rapida crescita economica e di apertura anche nei confronti dei mercati azionari.¹² Il risultato di tali dichiarazioni fu che molti cinesi accorsero ad acquistare titoli. La “Febbre della borsa” era iniziata. Nel Giugno 1992, il People's Daily notò addirittura che lo Stock Exchange di Shenzhen diventò una delle attrazioni turistiche più importanti della città.¹³ Questa situazione portò le società quotate ad emettere una grande quantità di azioni. Ufficialmente ogni emissione doveva essere autorizzata dalla sede centrale della PBOC, tuttavia i governanti locali istruirono gli ufficiali locali della Banca Centrale ad autorizzare l'emissione anche senza il consenso della sede centrale. Il risultato fu che le aziende poterono emettere tutte le azioni che volevano e senza il controllo di Pechino. Si calcola che nel corso del 1992, 865 imprese in 34 città emisero 12 miliardi di Dollari in azioni, a cui va aggiunto l'aumento dei prestiti bancari imposti alle filiali delle banche dai dirigenti locali ansiosi di ottenere veloci profitti sulla scia delle riforme auspiccate da Deng.¹⁴ I possibili problemi derivanti da questo “Boom” erano diversi: l'inflazione, la privatizzazione delle aziende statali e possibili disagi sociali derivanti dalla corruzione. Ne fu un perfetto esempio la rivolta di Shenzhen del 10 Agosto 1992, quando la cattiva gestione di un'offerta pubblica iniziale portò migliaia di persone a protestare nelle strade contro la corruzione. All'alba del 10 Agosto 1992 circa 700.000 persone (di cui buona parte non erano cittadini di Shenzhen) si ammassarono in città per poter ottenere un modulo che avrebbe dato loro la possibilità di sottoscrivere un'offerta pubblica iniziale il cui valore sarebbe certamente accresciuto nei giorni seguenti. Tuttavia i moduli furono distribuiti soltanto ad una minima parte della folla. Nel pomeriggio, Shenzhen fu travolta dalle proteste dei mancati investitori che accusavano il governo e i dirigenti locali della PBOC di essersi accaparrati per loro buona parte delle azioni. Si trattò della rivolta più violenta dalle proteste di Tiananmen del 1989. Cinque persone vennero arrestate e condannate dalla stampa come gli istigatori della rivolta. Nei giorni seguenti, il governo locale inviò gli ispettori ad indagare sull'accaduto scoprendo che la colpa sarebbe dovuta ricadere sull'estesa corruzione dei dirigenti locali di governo e della PBOC. Le autorità locali furono costrette a fare pubblica ammenda e il sindaco Zheng Liangyu fu rimosso. Gli oppositori alle riforme colsero la palla al balzo per mettere in cattiva luce le politiche riformiste e in modo particolare il mercato azionario: durante una riunione del Consiglio di Stato criticarono

¹² Alan LIU, *Southern Excursion Talks (Deng Xiaoping, 1992)*, in “Encyclopedia of Contemporary Chinese Culture”, 2011, [http://contemporary_chinese_culture.academic.ru/718/Southern_Excursion_Talks_\(Deng_Xiaoping,_1992\)](http://contemporary_chinese_culture.academic.ru/718/Southern_Excursion_Talks_(Deng_Xiaoping,_1992)), 17 Febbio 2013.

¹³ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 13

¹⁴ Charles CALOMIRIS, *China's financial transition at a crossroads*, New York, Columbia University Press, 2007, p.

direttamente Zhu Rongji e Jiang Zemin. Toccò quindi a Deng Xiaoping supportare ancora una volta le posizioni riformiste, il mercato e i loro artefici Zhu e Jiang.¹⁵ Nel Luglio 1993, Li Guixian, il governatore della Banca Centrale che durante il Consiglio di Stato aveva criticato Zhu e Jiang, fu rimosso e il suo incarico fu affidato allo stesso Zhu Rongji.

1.2 Lo scandalo del “Futures Bond 327”

Già mesi prima che scoppiasse lo scandalo, il Vice-Premier Zhu Rongji, a cui erano delegato la supervisione sulla finanza, aveva ampiamente criticato la speculazione dilagante nel mercato dei futures dei buoni del tesoro, affermando:

“...a number of huge interest groups, taking funds of the state, the local governments, and the enterprises to seek profits”¹⁶

L'incidente dei futures “327” è una delle principali cause che hanno ritardato lo sviluppo del mercato dei futures in Cina (l'indice per i futures fu inaugurato a Shenzhen solo nel 2006)¹⁷ ed anche una delle ragioni per cui il governo di Pechino ha continuato a mantenere un così rigido controllo su tutto il mercato finanziario cinese.

Tali avvenimenti, che si svilupparono durante il corso dei primi mesi del 1995, evidenziarono ulteriormente lo scontro che era in atto tra il governo centrale, rappresentato in questo caso dal Ministero delle Finanze, e le autorità locali di Shanghai le quali appoggiavano i broker coinvolti nello scandalo.

Nei Gennaio 1995, la Wanguo Securities, una società finanziaria posseduta dal Governo di Shanghai, ricevette una serie di informazioni privilegiate e riservate secondo cui il Ministero delle Finanze cinesi nel 1995 avrebbe emesso il 50% in più di buoni del tesoro rispetto agli anni precedenti. La Wanguo, prevedendo che ciò avrebbe abbassato i prezzi dei bond, tra Gennaio e Febbraio 1995 accumulò un'enorme (ed illegale) “posizione corta” sui futures dei bond. In pratica, la Wanguo si aspettava di rivendere con i prezzi dei primi mesi del 1995 dei titoli che ancora non possedeva per poi acquistarli a prezzi ribassati una volta che il Ministero avrebbe confermato l'aumento dell'emissione rispetto agli anni precedenti. Tra i vari contratti che essa sottoscrisse, quello del 27 Marzo diede successivamente il nome allo scandalo finanziario che si sarebbe

¹⁵ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Privatizing China: inside China's Stockmarket*, Singapore, Wiley, 2009.

¹⁶ Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Privatizing China: inside China's Stockmarket*, Singapore, Wiley, 2009, p. 201.

¹⁷ *People's Republic of China: Financial System Stability Assessment*, in “International Monetary Fund”, 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scri/2011/cr11321.pdf>, 2 Agosto 2013, p. 118.

scatenato a breve. Le informazioni riguardanti il comportamento scorretto della Wanguo giunsero fino ai vertici del MOF i quali decisero di ridurre drasticamente l'emissione di titoli di stato per il 1995. Anche questa informazione, che almeno teoricamente sarebbe dovuta rimanere riservata, filtrò al di fuori dei palazzi del governo e altri broker finanziari aspettandosi che i prezzi dei bond sarebbero aumentati iniziarono ad accumulare “posizioni lunghe” sui futures: in pratica acquistarono i futures a prezzi attuali aspettandosi poi di rivenderli a prezzi maggiorati nel momento in cui il MOF avrebbe confermato la riduzione dell'emissione. La Wanguo Securities per qualche ragione rimase all'oscuro di tutto ciò e continuò ad ingrandire la sua “posizione corta” nella speranza di influenzare il mercato. Il Ministero delle Finanze Cinese, attraverso la sua controllata China Economic Development Trust and Investment, acquisì una “posizione lunga”: essendo il Ministero stesso a decidere l'ammontare dell'emissione di buoni del tesoro, poteva decidere di ridurre l'emissione rispetto alle aspettative del mercato e consentire alla controllata China Development Trust di ottenere enormi guadagni. L'annuncio ufficiale con il quale il Ministero delle Finanze Cinesi annunciava un drastico taglio dell'emissione di titoli di stato rispetto agli anni precedenti avvenne nella serata del 22 Febbraio 1995. Impostò di conseguenza prezzi per le obbligazioni molto alti (i prezzi delle obbligazioni non erano stabiliti dal mercato ma fissati amministrativamente dal Governo Centrale). Il giorno seguente, il prezzo dei futures posseduti dalla Wanguo aumentarono notevolmente. A quelle condizioni, per la Wanguo si prefigurava all'orizzonte una catastrofica perdita e il fallimento; in un ultimo disperato tentativo di salvare la società, negli ultimi otto minuti di trattazione alla borsa di Shanghai, la finanziaria controllata dal governo locale cedette sul mercato 10,6 milioni di contratti con l'obiettivo di influenzare il mercato e far abbassare i prezzi.¹⁸ Il tentativo ebbe successo, in quel giorno, il volume di trattativa per i futures raggiunse livelli mai visti prima di 850 miliardi di RMB, e i prezzi crollarono a scapito di più di venti altre finanziarie per le quali gli ultimi otto minuti di trattativa potevano solo rappresentare il fallimento finanziario. La sera del 23 Febbraio 1995 l'autorità dello Stock Exchange di Shanghai prendendo atto che il mercato dei futures era di fatto crollato, cancellò gli ultimi otto minuti di trattativa e chiuse il mercato per tre giorni in modo da consentire la rinegoziazione dei contratti e il salvataggio di tutte le finanziarie prossime al fallimento. Al termine della chiusura programmata il prezzo dei bond del Ministero delle finanze fu nettamente più alto rispetto alle aspettative della Wanguo la quale ora era prossima al fallimento.

Seguì un'indagine da parte del governo centrale che il 3 Febbraio 1997 portò all'arresto e alla condanna a 17 anni di prigione per il presidente della Wanguo nonché uno dei fondatori dello Stock

¹⁸ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 20.

Exchange di Shanghai, Guan Jinsheng (sebbene venne successivamente rilasciato per motivi di salute).¹⁹ Il mercato dei futures invece rimase aperto fino a Maggio 1995, quando un altro gruppo di broker tentò di manipolare il mercato dei futures dei buoni del tesoro con il contratto 319 che diede il nome a questo nuovo scandalo.²⁰ Zhu Rongji dopo aver ricevuto forti pressioni da parte dell'ala conservatrice del Partito Comunista Cinese ne decise la definitiva chiusura, che rimarrà tale fino al 2006. Ulteriore conseguenza dello scandalo, fu la rimozione dei vertici delle istituzioni finanziarie. Wei Wenyuan, il primo presidente della borsa di Shanghai venne rimosso nel corso del 1996 e rimpiazzato da Yang Xianghai, un dirigente di grande esperienza del mondo della finanza che lavorò per diversi anni presso gli uffici di pianificazione finanziaria di Shanghai. A Pechino invece, Liu Hongru, capo dell'China Securities Regulatory Commission, uno dei grandi innovatori e promotori delle riforme, divenne il capro espiatorio dell'incidente del contratto 327 e il 31 Marzo 1995 venne sostituito da Zhou Daojiong, già vice-presidente sia della People's Bank of China che della State Council Securities Commission.

Nella lotta tra il governo centrale e le autorità locali, ad uscirne sconfitti furono indubbiamente l'amministrazione di Shanghai e la sua controllata finanziaria, la Wanguo Securities. Il vero vincitore della “battaglia” fu invece il Ministero delle Finanze cinese e la sua società finanziaria la China Development Trust, la quale fu insignita del titolo di miglior intermediario del 1995 da parte dello Stock Exchange di Shanghai per il suo grande contributo nello scambio di buoni del tesoro (nel 1995 circa il 6,8% di tutte le transazioni di buoni del tesoro passarono attraverso la China Development Trust). Negli anni successivi, essa diventerà una degli attori principali e più influenti dei mercati finanziari, risultando coinvolta in diversi altri scandali finanziari. La copertura fornitagli dal Ministero delle Finanze riuscì a salvarla fino al 2001, quando Zhou Xiaochuan, presidente della People's Bank of China ne decretò la chiusura.²¹

1.3 Le riforme di Zhu Rongji e Zhou Xiaochuan

Inizialmente Zhu si occupò di aumentare il controllo sull'emissione di nuove azioni e di creare tre tipi di titoli azionari. Sebbene le categorie fossero già state usate nel precedente passato, con Zhu esse vennero meglio definite e applicate più rigidamente. Ogni State Owned Enterprise che avesse

¹⁹ Seth, FAISON, “Trader Sentenced in China Bond Scandal”, *The New York Times*, 4 Febbraio 1997.

²⁰ Hu, SHEN, *China to Take up Gov't Bond Futures Trading*, in “Caixin Online”, 2012, <http://english.caixin.com/2012-02-09/100354986.html>, 3 Agosto 2013.

²¹ Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p.115.

voluto convertirsi in una società per azioni avrebbe dovuto suddividere il proprio capitale sociale in tre parti più o meno equamente suddivise. Il primo terzo delle azioni avrebbe potuto essere emesso e scambiato pubblicamente, potevano essere possedute sia da persone fisiche sia da persone giuridiche. Queste azioni vennero chiamate Individual Person Share (个人股). La seconda parte delle azioni che avrebbero composto il capitale sociale delle SOE era costituita dalle State Shares (国家股), le quali sarebbero state possedute solamente dallo Stato (tramite il Consiglio di Stato) ma gestite dal Ministero delle Finanze e dai suoi uffici locali oppure dalle SOE totalmente possedute dallo Stato. Tali azioni sarebbero potute essere detenute solo da istituzioni statali e non erano scambiabili liberamente in quanto era necessaria l'autorizzazione del MOF per poterle trasferire. La terza e ultima parte del capitale delle SOE sarebbe stato costituito dalle Legal Person Shares (法人股). Solo le persone giuridiche avrebbero potuto possederle. Venivano allocate ad altre società che avevano contribuito a finanziare la ristrutturazione della SOE prima dell'offerta pubblica iniziale: per la maggior parte si trattava di holding company, istituzioni finanziarie non bancarie o altre SOE con almeno un azionista non statale. Le LP share potevano anche essere detenute dallo Stato, non potevano essere liberamente scambiate in borsa ma potevano essere trasferite da una persona giuridica all'altra previa autorizzazione dello Stock Market ove la società era quotata.²²

Vi furono anche dei tentativi di creare un luogo atto allo scambio delle Legal Person Share. Nell'Ottobre 1990 un gruppo di ex agenti di Wall Street fondarono il Securities Trading Automated Quotation System (STAQS): una rete informatica per il commercio delle obbligazioni. Nel 1992 si iniziarono a trattare anche le Legal Person Shares. Nel 1993 il sistema poteva contare 8 società quotate, 30.000 investitori e collegamenti e con 38 città sparse in tutto il Paese. Esso godeva anche di una maggiore indipendenza rispetto ai mercati ufficiali di Shanghai e Shenzhen. Tuttavia esso non godeva di pareri positivi all'interno del Consiglio di Stato che temeva di perdere la propria autorità sui mercati e sulle aziende quotate. Xin Xueqing, il delegato in carica per quanto i mercati azionari, dichiarò:

“staqs will not become the third stockmarket. We are the only national market in China and we believe our future looks promising.”

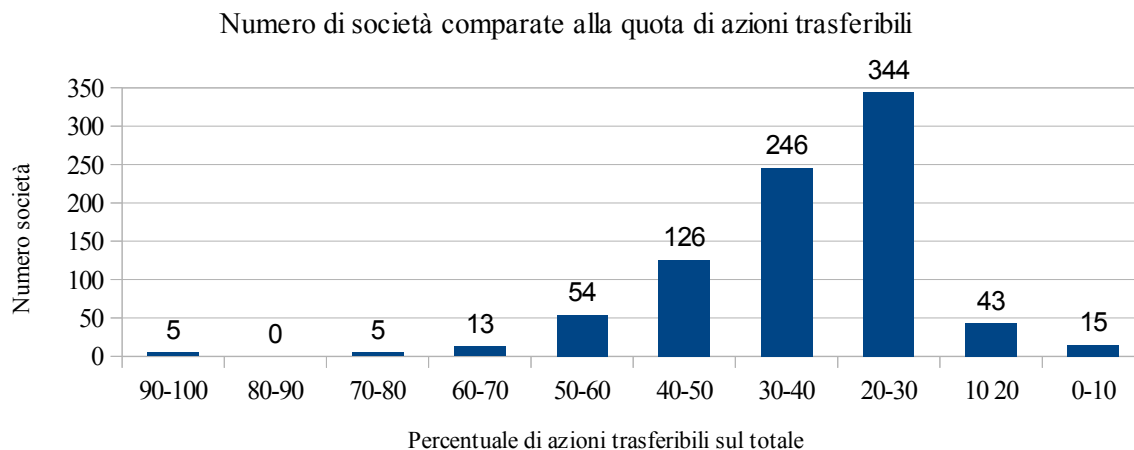
Nel maggio 1993, il Consiglio di Stato tramite la CSRC proibì ogni nuova emissione di LP Shares nel mercato STAQS. Esso, tuttavia continuò ad operare con volumi di scambio molto bassi rispetto

²² Bingbing, JIANG et Alii, *Share reform and the performance of China's listed companies*, in “University of Queensland”, 2007, http://www.uq.edu.au/economics/eaerg/dp/EAERG_DP10.pdf, 10 Aprile 2013.

al passato fino al 2003, quando tutti i suoi titoli vennero trasferiti alla borsa di Shenzhen.²³

L'esito di tali riforme consentì allo stato di rimanere il principale azionista nelle aziende statali ristrutturate.

Figura 2. Azioni trasferibili in proporzione al totale delle azioni



Alla fine del 1998 le azioni liberamente trasferibili della gran maggioranza delle società quotate era compreso tra il 20% e il 40%. Solo 77 aziende (il 9% del totale) aveva un capitale liberamente trasferibile superiore al 50%. Tale quota non solo era nettamente inferiore ai mercati Americani o Europei (il cui tasso di azioni trasferibili era compreso tra 80-90%) ma anche al resto dei mercati emergenti (75% di azioni trasferibili).²⁴

Un'ulteriore riforma che fu implementata verso la fine del 1992, fu l'ammontare totale di azioni che potevano essere emesse annualmente. Prima di allora la People's Bank of China aveva gestito tale quota che comprendeva anche le obbligazioni ma con scarsi risultati in quanto le società emettevano azioni ben oltre il limite. Il nuovo contingente escludeva i bonds e fu determinato dal Consiglio di Stato. Ad ogni provincia fu assegnato un numero di aziende che avrebbero potuto emettere titoli azionari. Le ricche province costiere potevano scegliere tra tre e cinque aziende mentre le province occidentali più povere, solamente due. Inizialmente si stabilì anche l'ammontare del valore azionario che sarebbe potuto essere introdotto nel mercato, ma a partire dal 1996 si decise di imporre solo il numero di società scelte. Tale riforma fu imposta per impedire ai governanti locali di sprecare le loro quote tra un numero indefinito di piccole aziende statali. Così facendo si voleva favorire solo le grandi realtà e incoraggiare le piccole a crescere. Tale di sistema di quote a livello nazionale rimase inalterato fino al 2000, anno in cui venne abolito.²⁵

²³ Sthepen GREEN, *Development of China's Stockmarket, 1984-2002*, Londra, Routledge Curzon, 2004.

²⁴ Franklin, ALLEN et Alii, *China's Financial System: Opportunities and Challenges*, in "SSRN", <http://www.nber.org/papers/w17828>, 24 Febbraio 2012.

²⁵ Sonia WONG, "China's stock market: a marriage of capitalism and socialism", *Cato Journal*, 1, 26, 3, 2006, pp. 389-

1.4 Espansione e ridimensionamento delle riforme

La prima ondata di fervore per i mercati azionari in Cina durò ben poco: tra la fine del 1994 e il 1995 Zhu iniziò a rallentare le riforme e la quota di nuove azioni emesse si ridusse a soli 194 milioni di Dollari. Di conseguenza il volume di trading sui mercati crollò.²⁶

Zhu Rongji fece la sua prima visita ufficiale alla Borsa di Shanghai nel Dicembre 1995. Prima di allora aveva soltanto presenziato alla cerimonia di apertura nel 1990. Il motivo è da ricercarsi nel fatto che Zhu, nonostante fosse un riformista, era particolarmente sospettoso dei mercati azionari, da lui considerati troppo speculativi e di scarsa utilità economica. In quella occasione il suo discorso pubblico si focalizzò sull'importanza della regolamentazione, tralasciando concetti quali lo sviluppo e l'espansione del mercato.²⁷ Tuttavia, l'orientamento di Zhu sarebbe presto cambiato, visto che la riforma delle SOE e del sistema bancario non aveva ancora prodotto i risultati sperati, i mercati finanziari si sarebbero rivelati utili per garantire la crescita dell'economia cinese. L'esperimento con cui si garantiva alle SOE che parte dei profitti venissero mantenuti in azienda fallì. La riforma della corporate governance non era ancora stata implementata a pieno. Nel primo quadrimestre del 1996 il sistema delle State Owned Enterprise a livello nazionali registrò una perdita netta. Inoltre anche se la governace fosse stata migliorata, rimaneva il problema del finanziamento. A partire dagli anni '90 le aziende statali non vennero più finanziate direttamente dal budget statale, ma tramite mutui concessi dalle banche commerciali. A tali banche, anch'esse di proprietà statale, veniva imposto di concedere prestiti alle società statali a prescindere dalla loro situazione economica in modo da garantire occupazione e salario per la popolazione. L'obiettivo ultimo del governo era quello di mantenere la pace sociale garantendo a tutti un lavoro. Questa situazione si trascinò per tutti gli anni '90 creando una massa di crediti non esigibili nei bilanci delle banche e non stimolando un reale ammodernamento delle SOE.²⁸ Per risolvere questo problema, dal 1996 si iniziò quindi a pensare ai mercati finanziari come una fonte alternativa di finanziamento per le aziende statali.

La quota di Initial Public Offer fu allargata fino ad essere eliminata, la CSRC iniziò a mostrare segnali di distensione e di un nuovo periodo di espansione delle riforme finanziarie. Tuttavia, ancor

424.

²⁶ Sonia WONG, China Stock Market: a marriage of Socialism and Capitalism, *Cato Journal*, Vol. 26, No. 3, 2006, p. 410

²⁷ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 21

²⁸ Barry NAUGHTON, *The Chinese Economy*, Cambridge, The MIT Press, 2007, p. 308-319

prima che il Governo Centrale potesse prendere in mano la situazione, i governanti locali a Shanghai e Shenzhen introdussero politiche che favorirono un rapido incremento del volume di scambio e la speculazione: ridussero la tassazione e promossero prestiti bancari alle società quotate, diffusero voci riguardanti la possibile entrata di investitori stranieri, spinsero per quotare nuove aziende e ridussero la regolamentazione del mercato. Il turnover della Borsa di Shenzhen passò dai 46 milioni di Dollari del 1995 ai 576 milioni del 1996.²⁹ Senza adeguati poteri, le istituzioni governative erano impotenti dinnanzi alla speculazione dilagante. Il prezzo delle azioni aumentò vertiginosamente ed enormi somme di denaro furono prelevate illegalmente dai depositi bancari e prestate a holding finanziarie che investissero in borsa; tutto ciò con l'approvazione delle autorità di Shanghai e Shenzhen. La risposta di Pechino arrivò attraverso le colonne del *People's Daily*. L'articolo, che descriveva l'aumento dei titoli azionari come “anormale e irrazionale”, comparava la situazione di allora a quella verificatasi all'alba della crisi finanziaria del 1929. Si vociferò che l'articolo fosse stato scritto da Zhu Rongji in persona.³⁰ Inoltre, il Consiglio di Stato inviò dei gruppi di investigazione in entrambe le città. Nel 1997 i presidenti di due Holding finanziarie, la Haitong Securities e la Wanguo securities, vennero rimossi e le due società furono bandite per un anno dai mercati per aver manipolato i prezzi. Stessa sorte toccò al presidente della Industrial and Commercial Bank of China, Shen Roulei, accusato di aver dirottato illegalmente 8 miliardi di RMB di depositi verso gli stock exchange e al presidente della borsa di Shanghai, Yang Xianghai. A Pechino invece, il presidente della China Securities Regulatory Commission, Zhou Daojiong, rassegnò le dimissioni e venne sostituito da uno dei fedeli di Zhu Rongji con cui aveva collaborato alla PBOC: Zhou Zhengqing. Tuttavia in questa occasione, non solo vennero sostituite i vertici delle istituzioni finanziarie, ma la stessa regolamentazione fu modificata. Più ampi poteri vennero concessi alla CSRC, mentre i poteri dei governi locali e della PBOC stessa vennero ridimensionati.³¹

²⁹ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi* 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese), Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010.

³⁰ Zhengque renshi dangqian gupiao shichang 正确认识当前股票市场 (Conoscere il mercato azionario attuale), *People's Daily*, 16 Dicembre 1996.

³¹ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 23

Figura 3. Mercati azionari cinesi dal 1993 al 2008

Unità: 100 milioni di Yuan

Anno	N. Società quotate	Capitali raccolti con azioni A	Capitali raccolti con azioni B	Totale valore dei mercati	Valore azioni trasferibili	Turnover dei mercati
1993	183	276,4	38,1	3541,5	861,6	3627,2
1994	291	99,8	38,3	3690,6	968,9	8127,6
1995	323	85,5	33,4	3474,3	938,2	4036,5
1996	530	294,3	47,2	9842,4	2867	21332,2
1997	745	825,9	107,9	17529,2	5204,4	30721,8
1998	851	778	25,6	19521,8	5745,4	23527,3
1999	949	893,6	3,8	26471,2	8214	31319,6
2000	1088	1527	14	48091	16087,5	60826,7
2001	1160	1182,1	0	43522,2	14463,2	38305,2
2002	1224	779,8	0	38329,1	12484,6	27990,5
2003	1287	819,6	3,5	42457,7	13178,5	32115,3
2004	1377	835,7	27,2	37055,6	11686,6	42334
2005	1381	338,1	0	32403,3	25003,6	31664,8
2006	1434	2463,7	0	89403,9	25003,6	90469
2007	1550	7728,2	0	327140,9	93064,4	460554,9
2008	1625	3534,95	0	121366,4	45213,9	267112,6

Successivamente, lo sviluppo del mercato azionario tra il 1997 e il 2002 può essere suddiviso in due periodi. Nel primo periodo, tra il 1997 e il 2000 le autorità concentrarono la loro attenzione sulla funzione che il mercato doveva svolgere come fonte di finanziamento alternativa per le aziende statali. Si può dire che l'obiettivo sia stato raggiunto in quanto solo nell'anno 2000, 139 società quotate riuscirono a recuperare dal mercato 210,3 miliardi di RMB. Tra il 1999 e il 2000 il volume degli scambi incrementò del 94%, ciò fu dovuto anche all'avvento di internet e della “New Economy” che aumentarono l'entusiasmo negli investitori. Tra il 1993 e il 2008 ogni anno vennero quotate mediamente 100 nuove aziende, ma tra il 1996 al 1999 la media salì a 160. Inoltre, una società di medie dimensioni nel 1995 poteva sperare di ottenere circa 78 milioni di RMB: questo dato esplose a 626 milioni nel 2000.³² La seconda fase ha inizio a partire dal 2000, quando il Governo di Pechino iniziò ad essere seriamente preoccupato per l'aumento incessante dei prezzi così come del crescente numero di scandali legati alla finanza che rivelavano la corruzione e i tentativi da parte di diversi soggetti di manipolare i prezzi di mercato. Si riconobbe che quell'andamento del mercato non era più sostenibile. Le priorità del governo si spostarono verso la parziale privatizzazione, creare un sistema pensionistico più efficiente e ridurre il debito delle banche; anche i mercati azionari dovevano contribuire a questi nuovi obiettivi e il pericolo di una bolla finanziaria non era accettabile. Nei mercati l'accento venne posto sulla necessità di rafforzare la regolamentazione: la CSRC iniziò una massiccia campagna di persecuzione contro le attività illecite legate alla Borsa. Come risultato, la bolla che si era gonfiata tra il 1999 e il 2000 esplose

³² Eric GIARDIN e Zhenya, LIU, “The Chinese Stock Market: A Casino with ‘Buffer Zones’?”, *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 1, 1, 2003, pp. 57–70

nella seconda metà del 2001. Anche il patrimonio statale ne fu colpito, e a partire da Luglio 2001 il Governo preparò un piano di riduzione della partecipazione statale nelle SOE. Nel 2001 il volume di compravendita rispetto all'anno precedente, scese del 45,6% a Shenzhen e del 11,5% a Shanghai. Shenzhen soffrì maggiormente della crisi in quanto nella sua Borsa erano state bloccate le emissioni di nuove A-share già dal 2000 in attesa della creazione di un nuovo sito per le aziende high-tech. Il risultato fu che molte aziende e capitali furono dirottati verso Shanghai.³³

1.5 Securities Law: il processo di emanazione della legge

1.5.1 Introduzione

La Securities Law della Repubblica Popolare di Cina è la più importante istituzione che governa il mercato azionario in Cina. Fino alla sua implementazione, il 1 Luglio 1999, il mercato era regolato da misure imposte dal Consiglio di Stato, regolamenti promulgati dalla China Securities Regulatory Commission (CSRC), leggi emanate dalle municipalità di Shanghai e Shenzhen e dalle ordinanze degli stessi Stock exchange. Queste avevano vari livelli di legittimità ed efficacia. La Securities Law fissò l'architettura istituzionale che governa il mercato finanziario tramite prescrizioni di legge, e conferì poteri alla CSRC. La Securities Law legiferò su argomenti quali l'emaneazione di nuovi titoli, lo scambio, la risoluzione delle controversie così come le pene per i trasgressori. Il presidente della CSRC Zhou Zhenqing, i media e numerosi editori salutarono la nuova legge celebrando la nuova epoca in cui veniva garantita la protezione degli investitori.

Nonostante il furore dei media, tuttavia, a quel tempo la nuova legge promulgata ebbe un impatto davvero modesto nel mercato finanziario. Essa conteneva poche leggi riguardo l'emissione di nuovi titoli o il loro scambio. Non creò nuovi organismi regolatori che già non esistessero, e aumentò o limitò di poco i poteri degli istituti già esistenti.

Piuttosto, furono le centinaia di regolamenti amministrativi emanate dagli organi esecutivi ad organizzare concretamente il mercato. Dato lo scarso impatto legislativo, l'Assemblea Nazionale del Popolo poteva ancora una volta essere considerata come un insignificante attore dell'evoluzione delle istituzioni del mercato finanziario.

Tuttavia, nonostante lo scarso impatto sostanziale della legge a quel tempo, vi sono persone che rivendicano l'importante ruolo dell'ANP nella stesura del testo. In effetti, Li Yining, l'economista che organizzò i lavori di stesura, dichiarò che la SL fu la prima legge economica ad essere redatta

³³ Xiaoli, WAN e Zhixiong, ZENG, *Understanding the Recent Performance of China's Stock Market*, in "China center for economic research", 2007, <http://faculty.ccer.edu.cn/zxzeng/paper/China-stock-market.pdf>, 8 Marzo 2013.

da un organo legislativo e non esecutivo, segnando così una svolta nella storia dell'ANP. Li rimarcò il fatto che vi era un comitato speciale permanente nell'ANP che fungeva da guida per la stesura del testo, e che anche alcune forze sociali (legestatori, accademici e uomini d'affari) parteciparono attivamente alla stesura del testo. Li quindi afferma che L'assemblea Nazionale del Popolo ha quindi influenzato se non determinato il contenuto della Securities Law.

A partire dagli anni '90 l'ANP iniziò ad redigere attivamente le leggi ed esercitare il suo potere sul programma legislativo, cosa che negli anni passati non succedeva. Di fatto fino al 1992 l'Assemblea si limitava ad approvare le leggi emanate dall'Esecutivo.

Infatti secondo l'organizzazione classica del modello comunista, il partito esercita un controllo sugli organi legislativi. Tuttavia durante i lavori di stesura della Securities Law, L'Assemblea Nazionale del Popolo operò con sorprendente autonomia sia dagli organi di partito che da gli organi esecutivi.

A partire dagli anni '90 molti dei lavori di stesura erano presi in carico dagli otto comitati speciali permanenti dell'ANP. Tra questi figura il comitato speciale per la Finanza e l'Economia (Finance and Economics Committee FEC). La loro funzione principale era quella di scrivere le leggi. Il programma di lavoro era determinato dal comitato permanente dell'assemblea e dal capo del comitato speciale. A collaborare con questi comitati vi è la Commissione per gli Affari Legali (Commission for Legal Affairs CLA) che ha il compito principale è di valutare le leggi redatte dagli altri organi e riportarne i risultati al Comitato Permanente dell'ANP. Il CLA opera subordinato al comitato permanente ed al suo Presidente. La Commissione per gli Affari Legali opera in collaborazione con il Law Commiettee (LC) uno degli comitati speciali dell'ANP. Una volta che il LC invia la bozza al dipartimento interessato per la consultazione, il CLA prende in carico tutti i lavori di ristestura. Di fatto quindi la Commissione per gli Affari legali ha potere di veto sui contenuti delle bozze.

1.5.2 La prima bozza. Agosto 1992 – Agosto 1993

L'otto Agosto 1992, Wang Li, presidente della settima seduta plenaria del comitato permanente, propose formalmente di iniziare la stesura di quella che chiamava Legge sulle Transazioni Finanziarie (Securities Transaction Law). In passato diversi membri del Finance and Economics Committee e molti sostenitori della riforma del mercato azionario, avevano già lanciato tale proposta. Li Ying, il vicepresidente del FEC, l'undici Luglio 1992, venne nominato capo del gruppo all'interno dello stesso comitato incaricato di redarre la nuova legge. I sette membri del gruppo vennero scelti da Li tra economisti senza affiliazioni ufficiali con il governo. Iniziarono i lavori il

12 Agosto 1992 e il 27 Ottobre venne completata la prima bozza contenente dieci capitoli e 237 articoli.

Con l'inizio dell'ottava sessione plenaria dell'Assemblea Nazionale del Popolo, nel Marzo del 1993, l'assemblea incaricò formalmente il Finance and Economic Committee come guida nella redazione della legge. L'otto Gennaio 1993 una conferenza nazionale accettò la proposta del FEC di modificare il nome della legge in Securities Law in modo da ampliare la copertura della legge al di fuori delle sole transazioni finanziarie.

Il FEC non era l'unico gruppo coinvolto nella redazione di una legge del mercato azionario. La China Securities Regulatory Commission presentò la propria bozza di Securities Law all'ANP in modo informale nella metà del 1993. Tale legge era basata sui regolamenti che la stessa CSRC aveva emanato nell'Aprile 1993: *Provisional Regulations on Stock Issuance and Exchange*.

Dato tale tentativo di far dirottare il processo di redazione, la leadership del comitato permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo, suggerì alla CSRC di coordinarsi con i leader incaricati della stesura: il Finance and Economic Committee. Come risposta la CSRC ritirò la propria bozza. Questa sembra essere la prima volta in cui l'ANP respinge con successo una bozza redatta da un organo esecutivo.

Il 18 Agosto 1993 il FEC approvò la bozza iniziale della Securities Law. Conteneva 13 capitoli e 178 articoli. La bozza venne visionata la prima volta il 25 Agosto durante la terza riunione dell'ottavo plenum del comitato permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo. Non vi furono commenti riguardanti il contenuto della legge. Vi era quindi l'aspettativa che la bozza sarebbe passata durante la seconda visionatura, programmata per i primi di Dicembre 1994.

La bozza redatta dal FEC era un documento radicale. Prevedeva un piano radicale di ristrutturazione delle istituzioni che regolavano il mercato così come una serie di riforme orientate al mercato che miravano a limitare l'influenza del Governo nel mercato azionario. Durante il meeting tra gli organi dell'ANP e del Consiglio di Stato, molti delegati obiettarono che il testo della Securities Law era troppo liberale.

La bozza era una chiara sfida alle politiche del Consiglio di Stato su vari punti: le istituzioni regolatrici, la governance del mercato azionario e il controllo amministrativo da parte del governo centrale.

Il Finance and Economic Committee criticò lo status iniziale concesso alla China Securities Regulatory Commission. Essa era un'unità non governativa e quindi non avrebbe dovuto avere il potere di emanare regolamenti e sanzioni. In risposta a tale situazione, la FEC incluse nella SL un sistema basato sulla Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti d'America. Propose quindi la creazione della State Securities Management Commission (SSMC), un dipartimento a

livello del Consiglio di Stato con responsabilità di policy-making e di regolazione del mercato dei capitali. Ciò era apertamente in contrasto con le istituzioni che erano appena state create: una security commission a livello ministeriale e la già citata CSRC. La China Securities Regulatory Commission era un organo pubblico e non era un organo formalmente facente parte dell'apparato di governo. Era quindi collocata gerarchicamente ben al di sotto del Consiglio di Stato. Il FEC riteneva che lo status della CSRC era un notevole svantaggio nelle dispute con gli organi governativi quali la People Bank of China e i governi provinciali.

La bozza della SL tentava anche di minare il potere dei governi provinciali nella regolamentazione del mercato azionario. Si faceva divieto in fatti per i governi locali di stabilire uffici finanziari e autorizzava la SSMC di aprire i propri uffici a livello locali. Dal 1990 al 1997 gli uffici finanziari dei governi locali infatti determinavano quali società potevano emettere titoli azionari sul mercato. Tale situazione portò molte aziende statali (SOE) ad emettere azioni pur non avendone i requisiti. Nella visione del FEC, i governi locali non giocavano alcun ruolo nel processo di emissione di titoli finanziari.

Il Finance and Economic Committee nella bozza garantiva inoltre che lo Stock Exchange avrebbe mantenuto alcune delle sue facoltà di autoregolamentazione. Il mercato avrebbe soltanto dovuto riportare, e non richiedere l'approvazione, per le sanzioni disciplinari intraprese. Inoltre, anche i cambiamenti all'interno del consiglio di amministrazione e dei comitati di supervisione sarebbero stati decisi dagli stessi membri interni, che avrebbero soltanto dovuto riportare le decisioni all'autorità di regolamentazione. Il mercato inoltre avrebbe detenuto il diritto di decidere quando ammettere, sospendere o eliminare le azioni dal listino.

Al momento della discussione di tale bozza, tali poteri erano detenuti dai governi provinciali e verranno poi dirottati verso la CSRC nel 1997.

La bozza inoltre assicurava un ruolo importante anche alle Securities Industry Association (SIA), che avrebbero avuto la facoltà di regolamentare il commercio dei titoli al di fuori del mercato azionario.

I redattori della FEC supportarono inoltre lo sviluppo del dei mercati *Over The Counter* (specialmente per le obbligazioni) dei centri di commercio finanziario. Essi ritenevano che questo fosse l'unico modo per eliminare il mercato nero delle azioni, fornire adeguati investimenti anche per le aziende più piccole e garantire un trattamento equo agli investitori anche al di fuori dei mercati di Shanghai e Shenzhen.

La bozza redatta dal Finance and Economic Committee non menzionava la quota di azione che potevano essere emesse annualmente. Ciò era all'epoca uno dei più importanti meccanismi di controllo del Governo Centrale. La SL inoltre non differenziava le azioni in individuali, Statali e a

Personalità giuridica. Tale differenziazione era stata da poco imposta dal Consiglio di Stato e permetteva di mantenere la proprietà statale sulle aziende ma al contempo avrebbe creato ogni sorta di problemi di corporate management.

I membri del FEC inoltre volevano incoraggiare la quotazione anche delle società a capitale privato, cosa che iniziò solamente su scala ridotta a partire dal 1998.

Su tutti questi argomenti, la *'Finance and Economic Committee'* andò contro le politiche dell'esecutivo. Molti dei meccanismi da loro proposti, sarebbero stati accettati solo molti anni più tardi in quanto all'epoca erano considerati troppo radicali. Si può pensare che i membri del FEC coinvolti nella redazione del testo della *'Securities Law'* prepararono un testo simile in quanto il comitato era composto da economisti scelti per l'occasione, non erano pagati per il loro lavoro, non avevano interessi personali nelle istituzioni coinvolte nei mercati finanziari ed avevo scarse relazioni con il Consiglio di Stato. Inoltre, a differenza dei membri di un comitato eletto, essi non avevano interesse ad essere rieletti o di redigere politiche favorevoli ad interessi lobbistici. Essi apparivano genuinamente motivati nella convinzione che fosse necessario ridurre l'ingerenza amministrativa nei mercati finanziari e creare una effettiva protezione per gli investitori.

1.5.3 Le versioni successive. Agosto 1993 – Marzo 1998.

Dopo la prima avvenuta lettura da parte del Comitato Permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo, la bozza venne inviata alla Commissione per gli Affari Legislativi. A partire dal 1993, la CAL prese in carico i lavori di modifica del testo. Il gruppo di redazione della *'Finance and Economic Committee'* venne formalmente disciolto ma i membri continuarono ad incontrarsi per sostenere le loro idee e la bozza originale.

Subito dopo il meeting del Comitato Permanente dell'ANP, i leader del FEC scoprirono che la *'Company Law'* conteneva capitoli concernenti l'emissione, il commercio e la quotazione di titoli azionari. Il FEC aveva già incluso tali articoli nella *'Securities Law'* e non era stata fatta menzione che fossero stati duplicati nella *'Company Law'*. In altri sistemi giuridici è raro che una legge sul diritto societario contenga tali articoli. Tale incidente fu il primo segnale di una mancanza di coordinamento all'interno dei vari organi dell'ANP. In Ottobre, il gruppo di stesura del FEC tenne una riunione d'emergenza in quanto sempre più articoli della nuova *'Company Law'* sembravano contrastare con quelli inclusi nella *'Securities Law'*. Tuttavia non vi era modo per i membri del FEC di presentare una protesta formale nei confronti della Commissione per gli Affari Legali.

Il 20 Dicembre 1993, la *'Company Law'* e la versione riveduta della SL furono presentate alla quinta

riunione dell'ottavo plenum del Comitato permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo. Tuttavia solo la *'Company Law'* venne discussa e approvata con tutti gli articoli in contrasto con la SL. Il presidente della comitato si raccomandò che la bozza della *'Securities Law'* fosse inviato nuovamente al FEC per una nuova revisione.

A questo punto, i membri della Commissione per gli Affari Legislativi maturarono la consapevolezza di poter giocare un ruolo fondamentale nella stesura della *'Securities Law'*. La commissione stabilì il proprio gruppo di stesura guidato dal Vicedirettore del CAL Bian Yaowu. L'obiettivo del nuovo gruppo non era di revisionare la bozza del FEC ma di “riscriverla completamente³⁴”. La nuova bozza del CAL rispecchiava lo status quo del mercato finanziario piuttosto che promuovere un cambiamento radicale. Vennero rimossi tutti gli articoli che riguardavano l'emissione delle azioni (in quanto già contenute nella *'Company Law'* già redatta dal CAL), la legge venne rinominata *'Securities Trading Law'* e infine vennero cancellate molte delle istituzioni orientate al mercato che erano presenti nella bozza originale del *'Finance and Economic Committee'*.

La bozza della Commissione per gli Affari Legislativi voleva ristrutturare completamente le istituzioni che regolavano il mercato finanziario. Ritenendo che i tempi non fossero ancora maturi per sostenere una istituzione regolatrice a livello del Consiglio di Stato, il CAL rimosse tutti gli articoli relativi alla *'State Securities Management Commission'*.

Si proponeva inoltre una doppia direzione degli uffici finanziari locali: il governo centrale avrebbe coordinato le politiche di mercato a livello generale e approvato la quotazione delle azioni sul mercato, al contempo gli uffici locali, sotto il controllo congiunto del governo centrale e provinciale, avrebbero avuto il potere di indagare su azioni scorrette, controllare la propagazione delle informazioni relative alle società, punire i comportamenti illegali e risolvere le dispute.

Tale organizzazione, che rispecchiava la situazione del momento, era in netto contrasto con quella proposta dal *'Finance and Economic Committee'* la quale aveva esplicitamente rimosso il coinvolgimento locale nella regolamentazione della finanza.

La nuova bozza della Commissione per gli Affari Legislativi eliminò molti delle facoltà di autoregolamentazione dei mercati finanziari, cedendo il potere di autorizzare nuove quotazioni ai regolatori del governo, e dando allo Stato il potere di imporre tasse e qualsiasi modifica alle regole del mercato azionario.

Uno dei pochi punti in comune tra le bozze del FEC e del CLA era lo sviluppo di altri mercati

³⁴ Stephen, GREEN, *Drafting the Securities Law - The role of the National People's Congress in creating China's new market economy*, in “Chatam House”, 2003, <http://www.chathamhouse.org/publications/papers/view/107625>, 22 Marzo 2013.

finanziari oltre a Shanghai e Shenzhen: si promuovevano infatti i mercati OTC e i Centri di Commercio Finanziario. Tuttavia le '*Securitis Industry Associations*' furono private di tutti i poteri, si prevedeva inoltre la proibizione dei mutui bancari alle società finanziarie, l'attuazione di *proprietary trading*³⁵ da parte delle stesse e di tutte politiche che vennero favorite al tempo dalla People Bank of China.

La '*Commission for Legislative Affairs*' introdusse nella nuova bozza una serie di cambiamenti che avrebbero incrementato il controllo amministrativo e ridotto la libertà di azione del mercato. Ridusse il pacchetto di prodotti finanziari alle azioni societarie e alle obbligazioni, escludendo i fondi di investimento, i futures e gli options, tutti strumenti finanziari che non ricevevano l'appoggio del Consiglio di Stato. La nuova SL proibiva alle società per azioni di ricevere finanziamenti dalle banche e raccomandava la separazione tra banche e le aziende che avessero emesso azioni. Anche questi articoli seguivano la linea tracciata dal Consiglio di Stato.

Infine la bozza non chiariva se doveva essere prevista una quota a livello nazionale per le azioni emesse e la differenziazione tra i vari tipi di azioni.

La bozza presentata dal '*Commission for Legislative Affairs*' aveva una matrice conservatrice. Per giustificare le enormi revisioni apportate rispetto alla bozza originaria, il CLA affermò che il testo del FEC era troppo idealistico e non rispecchiava la situazione politica.³⁶ La CLA operò tali modifiche senza preciso mandato da parte del Comitato Permanente dell'ANP, sebbene considerando il vasto mandato del CLA, le modifiche potevano risultare opportune. La '*Commission for Legislative Affairs*' infatti era incaricata di "...aiutare a mantenere l'uniformità del sistema legale e di evitare contraddizioni"³⁷. La CLA inoltre doveva interfacciarsi tra le leggi amministrative del Consiglio di Stato e le leggi redatte dal comitato permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo. Era quindi prevedibile che il CLA prendesse delle misure nei confronti della bozza del FEC e che la riscrisse in modo da renderlo coerente con le politiche del Consiglio di Stato. Tuttavia la bozza del CLA lasciò aperti alcuni punti cruciali presso il Consiglio di Stato quali la struttura regolatrice.

La presenza di due differenti bozze di legge innescò un periodo di competizioni interno all'Assemblea Nazionale del Popolo. Verso la fine del Marzo 1994 Wang Lianzhou, uno dei leader

³⁵ Il *Proprietary trading* sono le attività di acquisto, gestione e vendita di titoli finanziari che le banche attuano con l'obiettivo di perseguire un profitto per se stesse e non per conto delle clientela.

³⁶ 王连洲 WANG Lianzhou e 李诚 LI Cheng, *Fengfeng yuyu zhengquanfa 风风雨雨证券法* (Le sofferenze e le avversità della Securities Law), Shanghai, Sanlian Shudian, 2000, p. 47.

³⁷ Stephen, GREEN, *Drafting the Securities Law - The role of the National People's Congress in creating China's new market economy*, in "Chatam House", 2003, <http://www.chathamhouse.org/publications/papers/view/107625>, 22 Marzo 2013.

del gruppo di redazione del *'Finance and Economic Committee'*, ottenne una copia della bozza della *'Commission for Legislative Affairs'*. Due giorni dopo, il 28 Marzo, il Law Committee, FEC e CLA ebbero un riunione comune con il Consiglio di Stato, governi locali ed esperti d'industria presso l'hotel Yabaolu a Pechino. Fu la prima volta che ad una riunione si discusse di due differenti bozze.

Il FEC respinse punto per punto la bozza del CLA, dichiarando:

*"We have read in detail your draft of 18 March 1994 and we are of the opinion that it does not fulfil the original draft's basic framework. It has many problems and is an obvious retreat from the original draft."*³⁸

Il 7 Aprile 1994, il vicepresidente del Comitato Permanente, Wang Hanbin durante un meeting con il FEC e CLA, nominò Li Yining capo coordinatore per entrambi i gruppi e ordinò che venisse stilata una bozza di compromesso. I leader di entrambi i gruppi iniziarono i lavori con lo scopo di poter presentare una bozza comune al successivo meeting del Comitato Permanente, programmato per Giugno 1994. Tuttavia, un compromesso sui punti chiave fu impossibile da ottenere. Ciò non impedì la redazione di un nuovo testo contenente 220 articoli suddivisi in undici capitoli. La nuova bozza, come poteva essere ben prevedibile, era di fatto impresentabile.

Nei punti di disaccordo principali, la *'Commission for Legislative Affairs'* prevalse. Nello specifico, la bozza di compromesso manteneva i poteri dei governi locali, la limitazione dei prodotti finanziari, e non comprendeva articoli che concedessero poteri alla *'State Securities Management Commission'* (SSMC). Per quanto riguarda l'emissione di titoli azionari, la bozza regolamentava soltanto i comportamenti riguardanti l'emissione di titoli finanziari correlati allo scambio. Ciò era dovuto al fatto che la CLA non voleva che la *'Securities Law'* comprendesse articoli già contemplati nella precedente *'Company Law'*.

La bozza che ne risultò fu presentata dal *'Law Committee'* all'ottavo meeting dell'ottavo plenum del Comitato Permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo nel Giugno 1994. Nonostante la loro formale esclusione dal processo di presentazione del nuovo testo, i membri del *'Finance and Economic Committee'* furono in grado di manifestare il loro insoddisfazione. Alcuni membri del FEC riuscirono a fare rapporto presso la commissione del Comitato Permanente incaricata di valutare la *'Securities Law'* i quali erano pienamente consapevoli delle controversie che accompagnavano quella nuova bozza. Quella del Giugno 1994 fu la seconda considerazione in merito alla SL da parte del Comitato Permanente. Anche in questo caso la bozza venne respinta per permettere ulteriori revisioni. Ai leaders del FEC e della CLA venne richiesto di risolvere le loro divergenze d'opinione.

³⁸ 王连洲 WANG Lianzhou e 李诚 LI Cheng, *Fengfeng yuyu zhengquanfa 风风雨雨证券法* (Le sofferenze e le avversità della Securities Law), Shanghai, Sanlian Shudian, 2000, p. 53

Tra il Giugno 1994 e l'Ottobre 1995 i contrasti tra i due organi rimasero ancora insoluti. Il 2 Novembre 1995 la '*Commission for Legislative Affairs*' produsse un'ulteriore nuova bozza che rimarcava le sue posizioni originarie. Tale bozza fu inoltrata a Wang Hanbin, e successivamente ai Vicesegretari Generali del Consiglio di Stato Zhou Zhenqing e Zhou Daojiong, al direttore dello '*State Council Legislative Affairs Office*' Yang jingyu e al direttore del FEC Liu Suinian. Zhou Zhenqing e Yang Jingyu presentarono le loro considerazioni riguardo la bozza al Consiglio di Stato suggerendo che essa non dovesse essere approvata in quanto ancora problematica. In risposta a ciò il Premier Li Peng ordinò che tutti i lavori concernenti la '*Securities Law*' lavori fossero sospesi e posticipati.

Uno dei redattori del '*Finance and Economic Committee*', Cao Fengqi, terminò la fase di stallo dei lavori di redazione della '*Securities Law*'. Tale periodo durò dall'inizio del 1996 all'Agosto 1998. In questo periodo gli organi dell'Assemblea Nazionale del Popolo non implementarono nessun nuovo lavoro di redazione, sebbene diversi seminari importanti furono tenuti sulle tematiche più importanti. Alcuni analisti ritengono che la causa di tale stallo sia da ricercare nei disaccordi tra il FEC e la CLA³⁹. Tuttavia non era questo il caso. I contrasti interni all'ANP servirono a mettere in ombra il potere esecutivo dal processo di redazione, indebolendo la teoria di Li Yining che sosteneva la centralità dell'ANP nella stesura della '*Securities Law*'.

Dovendo affrontare lo stallo degli organi dell'ANP e considerando la crisi dei 327 futures bond che richiedevano di migliorare la struttura regolatrice, il Consiglio di Stato affidò la responsabilità di redigere la SL al '*China Securities Regulatory Commission*'.

Mentre l'Assemblea Nazionale del Popolo rimaneva inattiva, la CSRC produsse una bozza completa ogni anno tra il 1996 e il 1998. Vennero organizzate delle conferenze annuali incentrate sui lavori di stesura a cui presero parte i membri della CSRC, degli uffici finanziari e degli Stock Exchange di Shanghai e Shenzhen. Nel Marzo 1998 il gruppo all'interno del CSRC che fino a quel momento aveva lavorato informalmente ai lavori di redazione del testo, venne formalmente riconosciuto da Zhou Zhenqing, che venne a sua volta nominato presidente del CSRC nell'Agosto 1997. Il CSRC colse l'occasione per revisionare i punti chiave della bozza in base alle loro preferenze. Venne riscritto completamente e allargata la sessione riguardante l'emissione di titoli, seguendo la linea tracciata dal FEC piuttosto che quella indicata dal CLA. Il CSRC scrisse nuovi capitoli riguardo la registrazione e la transazione dei titoli, inoltre specificò i poteri di investigazione della SSMC (che ovviamente sarebbe dovuta essere la stessa CSRC).

³⁹ Michael, DOWDLE, "The Constitutional Development and Operations of the National People's Congress", *Columbia Journal of Asian Law*, 11, 1, pp. 1-125, p.44

1.5.4 Il compromesso. Settembre 1998 – Luglio 1999

Il processo di redazione della '*Securities Law*' riprese nel Settembre 1998 e dopo un frenetico periodo di revisione, la SL passò l'approvazione da parte del Comitato Permanente entro la fine dello stesso anno. Le ragioni che hanno portato alla risoluzione delle dispute interne sono da ricercare in tre fattori: la nomina di un nuovo ed influente presidente del Comitato Permanente; la priorità data dai leader di partito alla riforma del mercato finanziario; e le decisioni prese dai leader del partito stessi per sanare una volta per tutte le controversie tra il FEC e la CLA.

Ancor prima di diventare presidente del nono plenum del Comitato Permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo nel Marzo 1998, Li Peng diede priorità all'approvazione della '*Securities Law*' e della '*Contract Law*', imponendo come termine ultimo Dicembre 1998. inizialmente, Li non si impegnò direttamente nelle dispute tra FEC e CLA, seguendo la linea indicata dal Consiglio di Stato, semplicemente ordinò loro di redigere una bozza di compromesso. In quanto membro anziano del partito, ed essendo anche membro del Financial Economic Leading Group (FELG), il più alto organo con potere decisionale in questo ambito, Li poté esercitare molta più influenza del suo predecessore Qiao Shi.

Nel corso del 1997 andava aumentando la necessità da parte del partito di una legge sui titoli finanziari, Li Peng quindi rappresentava proprio la leadership di partito. I meeting seguiti alla crisi finanziaria Asiatica, le conseguenze degli scandali che coinvolsero alcune banche di Shanghai che dirottarono 8 milioni di Rmb di depositi nel mercato azionario ed i meeting del National Finance Work nell'Ottobre 1997 imposero alla leadership di partito una forte determinazione nel riorganizzare e migliorare le istituzioni del mercato azionario. La SL era un fattore cruciale di questo cambiamento soprattutto per le politiche di trasparenza e il consenso che rappresentava.

I leader anziani del partito mostrarono inoltre molta risolutezza in merito alle questioni che avevano bloccato i lavori tra il FEC e la CLA. Verso la fine di Settembre 1998 nelle riunioni tenute dal FELG vennero discusse tutti i punti salienti che bloccavano i lavori di redazione della '*Securities Law*' fin dal 1993: l'ampiezza del suo raggio d'azione, la procedura di emissione dei titoli, la struttura regolatrice, la possibilità per le società finanziarie di attuare il proprietary trading, fusioni ed acquisizioni, la governance dei mercati azionari e prodotti finanziari come i Futures. Il risultato fu che in tutti questi argomenti la SL venne redatta senza opposizioni dal FEC o dal CLA.

Il 22 Settembre 1998 si tenne un meeting in cui Li Peng fece da mediatore tra i due organi contendenti, risolvendo tutti i punti ad uno ad uno. Ad esempio, egli determinò che non dovessero essere contenuti nella legge articoli riguardanti l'emissione di titoli e che il credit financing non

dovesse essere esplicitamente permesso.

La '*Commission for Legislative Affairs*' accettò senza revisioni significative le sezioni redatte dal CSRC riguardanti l'emissione, la struttura regolatrice e la registrazione. Per quanto riguarda la struttura regolatrice, la '*China Securities Regulatory Commission*' specificò nella bozza i poteri di quella che sarebbe stata chiamata '*State Council Securities Supervision and Management Organization*' (la CSRC non veniva mai formalmente citata). Alla SCSSMO veniva concesso l'esclusivo potere deregolare l'intero settore e il diritto di stabilire uffici finanziari locali sotto la sua esclusiva responsabilità. Avrebbe avuto maggiori poteri di investigazione sulle azioni illegali, la possibilità di congelare i conti correnti bancari e di organizzare interrogatori e pre-processi per gli indagati. Alla SCSSMO veniva inoltre garantito l'accesso alla documentazione bancaria, inclusi i registri delle transazioni. L'ambito della bozza rimaneva confinato alle sole azioni, escludendo i fondi d'investimento e i futures. Negava inoltre i poteri agli Stock Exchange, come raccomandato dal CLA. Tuttavia escludeva del tutto le quote nazionali per l'emissione di titoli e la categorizzazione delle azioni, posizioni per le quali il FEC aveva fortemente spinto.

Il 7, 8 e 21 Ottobre 1998 la '*Commission for Legislative Affairs*' tenne dei meeting di ristesura congiunti con il FEC. Al di fuori di questi incontri formali, il capo del CLA Bian Yaowu e Li Yining si incontrarono almeno 10 volte. Si ritiene che Bian e Li abbiano compiuto molto del lavoro di ristesura in quel periodo. Il 28 e 29 Ottobre, il Comitato Permanente tenne il suo quinto meeting del nono plenum e considerò la bozza per la quarta volta. Essa venne inviata al CSRC e ad altri uffici governativi per una terza ed ultima consultazione.

Due erano ancora i nodi da risolvere per consentire la fine dei lavori di redazione della '*Securities Law*': i poteri da assegnare alla '*State Council Securities Supervision and Management Organization*' e se autorizzare o meno le banche a concedere prestiti alle Società Finanziarie. Il Comitato Permanente concentrò le sue energie nel circoscrivere i futuri poteri del SCSSMO. Archiviando tale obiettivo, il Comitato Permanente dimostrò di potere influenzare l'architettura istituzionale della finanza. Ciò faceva parte di un progetto più ampio che mirava a ridurre l'autonomia dell'esecutivo e promuovere la '*Rule of Law*'.

Il 16 e 17 Novembre 1998, il presidente del Comitato Permanente Li Peng tenne due riunioni a Shenzhen. Le società finanziarie riuscirono ad esporgli le loro difficoltà e ciò sembrò ridurre le sue opposizioni alla possibilità che le banche commerciali prestassero denaro alle società finanziarie. Venne stilata una clausola di compromesso nella quale si vietava l'ingresso illegale di capitali bancari nei mercati azionari e si imponeva alle società finanziarie di fare uso solo dei loro stessi fondi e dei capitali raccolti "in accordo con la legge", lasciando la decisione di ciò che sarebbe stato legale o meno ai regolamenti amministrativi del Consiglio di Stato.

Dopo Shenzhen, il FEC e la CLA continuarono i loro meeting per tutti i mesi di Novembre e Dicembre 1998. Le questioni più importanti da affrontare erano il limitare i poteri del SCSSMO per quanto riguardava l'emissione di titoli, le indagini che poteva condurre e come tale organo potesse venire controllato. Il risultato più importante raggiunto dal Comitato Permanente fu la creazione del 'Public Offering Listing Review Committee' (POLRC). Tale comitato avrebbe avuto il compito di determinare se le aziende che presentavano domanda di emissione di titoli, avevano i requisiti necessari per essere quotate nel mercato. Ciò sarebbe anche servito per limitare le interferenze amministrative nel processo di emissione. Sebbene un comitato del genere non fu mai menzionato nella SL prima del Novembre 1998, un comitato semi-indipendente esisteva già all'interno della 'China Securities Regulatory Commission'. Esso tuttavia aveva un organico ridotto e mancava di qualsiasi potere effettivo. In passato di fatto erano i leader del Consiglio di Stato e i politici locali che determinavano quali aziende avrebbero potuto essere quotate. Alla fine un compromesso riguardo il POLRC fu raggiunto: esso sarebbe stato istituito all'interno del CSRC ma molti dei suoi membri sarebbero stati dei tecnici prelevati dal mondo accademico e dell'industria. La leadership del CSRC divenne in tal modo più indipendente dal governo locale e centrale. In caso questi avessero cercato di far pressioni per favorire la quotazione di una 'State Owned Enterprise', gli stessi leader del CSRC sarebbero dipesi dalle decisioni indipendenti del PLRC. Il PLRC avrebbe avuto l'ultima parola in merito alle autorizzazioni di titoli azionari. Nella SL si stabiliva chiaramente che il SCSSMO avrebbe soltanto dovuto approvare (e non autorizzare) le decisioni prese dal POLRC.

Il Comitato Permanente fece aggiungere alcune misure per ridurre e monitorare le attività del CSRC. Per esempio, la bozza venne revisionata in modo che il 'National Audit Bureau' potesse controllare le finanze delle società finanziarie, dei due mercati azionari e del regolatore stesso (CSRC o SCSSMO). Il Comitato Permanente inoltre rimosse la facoltà da parte del regolatore di impostare interrogatori precedenti al processo e processi amministrativi dei sospettati, poteri che il CSRC aveva inserito nella bozza tra il 1996 e il 1997. Vi era la convinzione che solo il 'Public Security Bureau' e la Suprema Procura del Popolo potesse avere tali poteri.

Il Comitato Permanente con il probabile supporto del 'Finance and Economic Committee', cercò inoltre di favorire alcuni meccanismi auto-regolatori dei mercati azionari. Riuscirono ad ottenere un successo parziale: la SL venne revisionata in modo da consentire al regolatore di trasferire i poteri di approvazione, sospensione e rimozione di azioni e obbligazioni al management dei mercati azionari. Tuttavia le tempistiche di tale trasferimento di poteri sarebbero state decise dal SCSSMO. Alcuni deputati del Comitato Permanente valutarono l'ipotesi di limitare ulteriormente i poteri del SCSSMO istituendo un comitato all'interno dell'Assemblea Nazionale del Popolo che ne

sorvegliasse l'attività: tale proposta venne respinta.

IL 14 Dicembre 1998 il '*Chairman's Group*' autorizzò il passaggio della '*Securities Law*'. Il 23 e 24 Dicembre 1998 durante il sesto meeting del non plenum del Comitato Permanente la bozza venne visionata. Il 25 e 26 Dicembre, il '*Law Committee*' tenne un meeting con il '*Finance and Economic Committee*' e altri uffici governativi per prendere decisioni in merito al PLRC e per migliorare la trasparenza del processo di emissione. Durante il meeting si decise anche che una società avrebbe avuto il diritto di scegliere i propri sottoscrittori, piuttosto che potesse essere deciso dal SCSSMO. Il 29 Dicembre, il presidente del Comitato Permanente propose la votazione: 135 deputati votarono a favore della SL, tre si astennero e nessuno votò a sfavore. Ciò fu una considerevole dimostrazione di consenso. Il primo Luglio 1999, il Presidente della Repubblica Jiang Zemin firmò la dichiarazione che rendeva la '*Securities Law*' in vigore.

1.5.5 Il ruolo dell'Assemblea Nazionale del popolo nel processo di redazione della securities law.

Gli organi dell'ANP hanno goduto di sorprendente autonomia nel redarre la '*Securities Law*', un'autonomia addirittura maggiore di quella goduta dai parlamenti democratici occidentali. La redazione delle varie bozze avvenne tra il '*Finance and Economic Committee*' e la '*Commission for Legislative Affairs*', due organi che rimasero ampiamente indipendenti dal Partito e dal Consiglio di Stato fino al 1996. Solo un membro del '*China Securities Regulatory Commission*' entrò a far parte del team di redazione del FEC e nessuno di essi partecipò al gruppo del CLA che riscrisse la bozza. Fu solo a partire dal 1996 che il CSRC assunse un parziale controllo dei lavori, sebbene alla fine il Comitato Permanente dell'ANP riuscì a riscrivere l'ultima bozza.⁴⁰

Kevin O'Brien notò che il Comitato Centrale fu coinvolto solo all'inizio e alla fine del processo legislativo.⁴¹ Il Partito scese in campo per bloccare la SL nei momenti in cui questa sarebbe potuta diventare legge. Per esempio nel Dicembre 1995 il Partito decise di posporre le decisioni su alcuni punti cruciali della legge. Di conseguenza il processo di redazione fu fermato.

Il ruolo di Li Peng fu senza dubbio significativo: in qualità di membro anziano del Politburo, il suo

⁴⁰ Stephen, GREEN, *Drafting the Securities Law - The role of the National People's Congress in creating China's new market economy*, in "Chatam House", 2003, <http://www.chathamhouse.org/publications/papers/view/107625>, 22 Marzo 2013. p. 22

⁴¹ Kevin, O'BRIEN, *Reform without Liberalization: China's NPC & the Politics of Institutional Change*, New York, Cambridge University Press, 1990, p. 151

ruolo alla guida del Comitato Permanente fu determinante per collegare gli alti membri del Partito con il potere Legislativo, in un modo in cui i suoi predecessori non furono in grado. Si può dire che dopo il suo arrivo nel 1998, la redazione della SL avvenne sotto la supervisione del Partito.

Durante la redazione della SL gli organi legislativi Cinesi scrissero una bozza che andava contro le politiche del potere esecutivo. Ciò fu dovuto dalla mancanza di coordinamento tra l'ANP e il Consiglio di Stato. Si creò così un sistema a doppio binario: da una parte vi era l'Assemblea Nazionale del Popolo e il FEC intenti a redigere una serie di istituzioni regolatrici, dall'altra vi era il Consiglio di Stato che applicava le sue politiche tramite regolamenti amministrativi.

La leadership del Partito poteva permettersi di sostenere tale situazione finché la SL non sarebbe stata davvero indispensabile. Tuttavia, nel 1997 in seguito allo scandalo dei mutui bancari e della crisi finanziaria asiatica, i leader furono seriamente motivati a mettere in campo la '*Securities Law*'. Per fare ciò era necessario che il Partito si esprimesse molto chiaramente in merito indicando la via da seguire e che fosse posto a capo dell'ANP un leader dal forte carisma. Sotto la guida di Peng Zhen e Qiao Shi, l'ANP veniva usata come un sottile mezzo di opposizione all'esecutivo. Con l'arrivo di Li Peng l'ANP fu riorientata a supportare attivamente la leadership e il Consiglio di Stato. Tuttavia il Comitato Permanente riuscì a trovare gli spazi per raggiungere compromessi in alcuni temi di minore importanza, come i poteri di indagine del CSRC. Il Ruolo dell'ANP fu di promuovere le idee della leadership di Partito e al contempo limitare le richieste più radicali dei delegati al suo interno.

Uno dei problemi che più limitarono gli sforzi dell'Assemblea Nazionale del Popolo di dotare la Cina di una moderna legge per i mercati azionari, fu la confusione che si creò tra il '*Commission for Legislative Affairs*' e il gruppo speciale del '*Finance and Economic Committee*' in merito alle competenze e agli incarichi. Tuttavia, dopo il 1998 Li Peng riuscì ad evitare più efficacemente le dispute tra i vari comitati dell'Assemblea istituzionalizzando più strette relazioni tra l'esecutivo e l'ANP. Per esempio, i lavori per la redazione della '*Fund Law*' furono divisi in tre gruppi: un gruppo guida con compiti di supervisione formato da membri del FEC e del Consiglio di Stato e dallo '*State Office Legislative Affairs Office*'; un gruppo di consulenza composto da specialisti provenienti dal mondo accademico e dell'industria; il gruppo di redazione formato da membri del FEC e dal CSRC. In questa occasione gli economisti indipendenti furono relegati al semplice ruolo di consulenti senza partecipare attivamente alla redazione. Ciò ebbe il doppio vantaggio di avere comunque un accesso alle idee di esperti indipendenti, mantenendo l'iniziativa di redazione saldamente nelle mani del governo.

L'intervento della Leadership di Partito ebbe la funzione di porre fine alle dispute Inter-governative tramite l'imposizione di un tempo limite per la consegna della SL. Li Peng fu indispensabile in tale

processo e per la promozione delle decisioni che ovviamente erano già state prese dalla Leadership (per esempio la struttura del sistema finanziario).

La SL servì inoltre per legittimare le istituzioni dei mercati finanziari dopo la crisi dei mercati Asiatici del 1997-1998.

Un modo attraverso il quale l'ANP potrebbe influenzare i mercati finanziari sarebbe tramite il controllo degli Organi Esecutivi. Tradizionalmente all'ANP sono sempre stati negati di fatto i poteri di nomina delle cariche, di sorveglianza dei budget e di limitazione dei poteri dell'esecutivo. La Leadership del CSRC era assolutamente restia a concedere agli organi dell'ANP poteri di sorveglianza sui mercati finanziari. Si temeva che ciò avrebbe potuto diminuire i poteri che la CSRC aveva sottratto alla 'People Bank of China' e ai governi locali e che costarono anni di dure lotte.

1.6 Dati analitici sui mercati finanziari cinesi dal 1992 al 2002

Al 1992, in seguito alle rivolte di Shenzhen dell'Agosto 1992, Zhu Rongji suddivise i titoli azionari in tre categorie principali.

<i>Tipo</i>	<i>Descrizione</i>
Individual A-Shares	Si tratta di azioni di aziende cinesi quotate nelle Borse di Shanghai o Shenzhen espresse in RMB e possedute da persone fisiche o persone giuridiche. Nel 1993 componevano circa un terzo del capitale sociale delle SOE. Per tutti gli anni '90 gli stranieri non ebbero possibilità di acquistarle. Solo a partire dal 2003 attraverso il progetto "Qualified Foreign Institutional Investor" gli investitori stranieri ebbero accesso alle A-Shares.
Individual B-Shares	Sono azioni di società cinesi ma espresse in valuta straniera. Sono quotate in Dollari Americani a Shanghai e in Dollari di Hongkong a Shenzhen. Presentano il vantaggio che le società quotate potevano accumulare valuta estera. Tuttavia questa categoria disponeva di molta meno liquidità rispetto alle altre categorie azionarie, soprattutto per il fatto che per fino al Febbraio 2001 erano interdette agli investitori cinesi (ciononostante, essi riuscirono ugualmente a trovare delle soluzioni per poterle acquistare ugualmente).
Legal Person Shares	Compongono circa un terzo del capitale sociale delle SOE quotate in borsa. Le LP-Shares possono essere vendute ad altre aziende, come le holding

	finanziarie o altre società statali, che abbiano almeno un investitore non statale. Esse non possono essere vendute alle persone fisiche e non sono trattate negli stockmarket. Solo a partire dal Novembre 2002 gli investitori esteri furono autorizzati ad acquistare le LP Shares.
State Shares	Costituiscono circa un terzo del capitale sociale delle SOE. Le azioni sono di solito possedute dagli uffici locali del Ministero delle Finanze. In casi più rari sono detenute da gli uffici locali di altri istituzioni governative o da altre Società statali il cui capitale è al 100% di proprietà statale. Rimasero non commerciabili fino al 2005.
H-Shares	Si tratta di azioni che rappresentano il capitale sociale si Società Statali quotate presso le Borse estere. Il Consiglio di Stato diede ad alcune tra le più importanti aziende statali la possibilità di essere quotate in mercati finanziari con maggiore disponibilità di liquidità. La ristrutturazione che tali aziende dovettero sostenere per poter ottenere l'autorizzazione dal Consiglio di Stato fu molto più radicale rispetto alle altre SOE, in quanto furono obbligate a mantenere standard di governance molto più elevati. In alcune borse estere le azioni di tali aziende cinesi sono denominate N-Shares o L-Shares in quanto l'appellativo H-Shares viene usato per altre categorie.
Red-chips	Si tratta di azioni di aziende estere e quotate in borse non cinesi ma controllate da istituzioni o uffici governanti cinesi. ⁴²

Nei primi 10 anni di permanenza nell'economia cinese, il mercato azionario, fu una fonte non indifferente di capitali per le aziende, e il suo peso all'interno delle fonti di finanziamento andò ad aumentare progressivamente. Anche il numero delle aziende quotate, sia pure tra periodi di espansione che di recessione, ha registrato un'accelerazione complessiva. Tra il 1996 e il 1997 più di 200 società vennero ammesse in borsa (mediamente tra 1992 e il 2002 vennero quotate 122 società ogni anno). L'ammontare totale dei capitali racimolati dalle società quotate è aumentato in modo esponenziale: 5,1 miliardi di Dollari nel 1996, anno in cui iniziò il boom dei mercati e ben 25 miliardi di Dollari nel 2000 quando i mercati raggiunsero il picco nei loro primi 10 anni di vita.⁴³

Nonostante l'impressionante sviluppo degli Stockmarket cinesi, i dati forniti dalle autorità cinesi

⁴² China capital markets development report, in “China Securities Regulatory Commission, 2008, http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/, 16 Aprile 2013.

⁴³ *Zhongguo zhengquan qihuo tongji nianjian* 中国证券期货统计年鉴 (2008) (Annuario statistico dei titoli finanziari 2008), in “China Insurance Regulatory Commission”, 2009, http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/, 21 Maggio 2013.

devono essere valutati con una certa attenzione per evitare di incorrere in errori di valutazione. Un esempio può essere il livello di capitalizzazione⁴⁴ delle Borse cinesi che, stando alle autorità cinesi, nel 2001 raggiunse la quota di 5,27 trilioni di RMB. Fu la prima volta che questo dato era superiore alla capitalizzazione della Borsa di Hongkong. Tuttavia si può ritenere che tale dato fosse fuorviante da quello che era in realtà la situazione oggettiva: la capitalizzazione della Cina continentale comprendeva infatti sia le LP Shares, sia le State Shares, ovvero titoli azionari che non potevano essere scambiati nei mercati. Considerando solamente le azioni che effettivamente potevano circolare in Borsa, la capitalizzazione dei mercati cinesi sarebbe scesa a 1,2 miliardi di RMB ovvero circa un terzo della Borsa di Hongkong e circa il 12% del prodotto interno lordo cinese. In rapporto agli Stockmarket Statunitensi equivalevano a circa il 120% del PIL. Se nel 2001 avessimo considerato la capitalizzazione totale, i mercati finanziari cinesi si sarebbero posti all'ottavo posto nella graduatoria mondiale. Tenendo conto invece della capitalizzazione dei titoli liberamente trasferibili, la Cina si sarebbe posizionata al 20° posto.⁴⁵

Figura 4. Capitalizzazione dei mercati azionari cinesi, 1992 – 2002

Anno	Capitalizzazione (Miliardi di RMB)	Capitalizzazione (% sul PIL)	Capitalizzazione azioni trasferibili (Miliardi di RMB)	Capitalizzazione azioni trasferibili (% sul PIL)
1992	104,8	3,9	86,16	3,2
1993	353,3	10,2	96,89	2,8
1994	369,1	7,9	96,5	2,1
1995	347,4	5,9	93,8	1,6
1996	984,2	14,5	286,7	4,2
1997	1752,9	23,4	520,4	7
1998	1950,6	24,5	574,5	7,2
1999	2647,1	31,8	821,4	9,9
2000	4809,1	53,8	1608,8	18
2001	4352,2	45,4	1446,3	15,1
2002	3832,9	37	1248,5	12

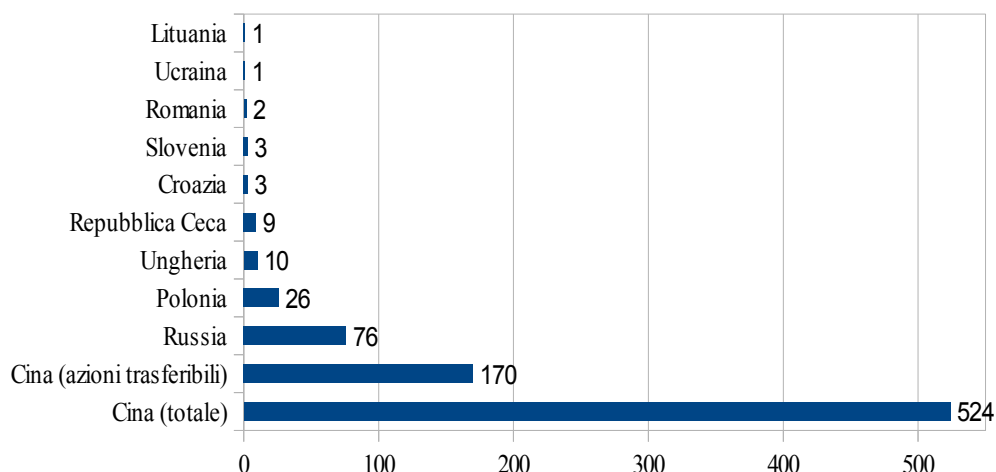
Facendo un paragone con gli Stock market di altri paesi emergenti, nel 2001 le Borse cinesi si sarebbero piazzate al quarto posto per numero di società quotate dopo India, Romania e Corea del Sud. Tuttavia, le aziende dei mercati rumeni e indiani erano in larga parte molto piccole se paragonate alle aziende cinesi. In termini di capitalizzazione, considerando solo le azioni trasferibili, i mercati finanziari cinesi sarebbero stati al quinto posto nella graduatoria dei mercati di Paesi emergenti, dietro a Taiwan, Corea del Sud, Argentina e Brasile, mentre sarebbero stati

⁴⁴ Il sito ufficiale della Borsa Italiana definisce come segue la capitalizzazione: "...con riferimento ad un mercato rappresenta il valore complessivo - ai prezzi di mercato - di tutti i titoli quotati.", <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Capitalizzazione>

⁴⁵ Sheldon, GAO, *China stock market in a global perspective*, in "New York University Stern School of Business", 2002, <http://people.stern.nyu.edu/jmei/b40/ChinaIndexCom.pdf>, 13 Aprile 2013.

ampiamente al primo posto se avessimo considerato anche i titoli non trasferibili come le State Shares o le LP Shares. Considerando invece le borse asiatiche, gli stock market cinesi si sarebbero piazzati al quinto posto alle spalle di Giappone, Hongkong, Taiwan e Corea del Sud.⁴⁶

Figura 5. I mercati azionari cinesi a confronto con gli stock markets di altri Paesi in via di transizione
Capitlizzazione in miliardi di Dollari



Tuttavia è importante ricordare che il mercato azionario durante i primi 10 anni di attività non è mai diventata la fonte principale di finanziamento per le SOE, bensì rimase molto marginale se comparato con i prestiti concessi dalle banche nello stesso arco di tempo. Nel 2002 le società tramite le offerte pubbliche iniziali raccolsero circa 74 miliardi di RMB, mentre il valore dei prestiti bancari dello stesso periodo fu di ben 1,9 trilioni di RMB.⁴⁷ Il valore delle IPO è stato pari a solo il 4% dei finanziamenti bancari.⁴⁸

Dal punto di vista fiscale, si può affermare che il mercato azionario sia stata una voce d'entrata non indifferente per il Governo Cinese. Nel 2000, un anno particolarmente “Bull” per la Borsa cinese, lo Stato incamerò 48,6 miliardi di RMB, il doppio dell'anno precedente, pari a circa il 3,6% del totale delle entrate di quell'anno. Negli anni successivi, seguì una fase “Bear” e anche le entrate fiscali ne risentirono.⁴⁹

⁴⁶ Katarina, PISTOR e Chengguang, XU, “Governing stock markets in transition economies: lessons from China”, *American law and economics review*, 7, 1, 2005, pp. 184-210.

⁴⁷ Il dato si riferisce ai prestiti concessi da tutte le istituzioni bancarie a società quotate e non.

⁴⁸ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 29

⁴⁹ *Zhongguo zhengquan qihuo tongji nianjian* 中国证券期货统计年鉴 (2008) (Annuario statistico dei titoli finanziari 2008), in “China Insurance Regulatory Commission”, 2009,

Dal 1992 al 2002 le azioni scambiate nelle due Borse della Cina continentale hanno registrato valori di rapporto Prezzo/Utili (P/E ratio; Price/Earning ratio)⁵⁰ molto elevati. Ciò starebbe a indicare che i titoli delle SOE erano considerati un bene di grande valore. Nei mercati occidentali il rapporto Prezzo/Utile è generalmente compreso tra 10 e 20. Valori più alti indicherebbero che gli investitori si aspettano che i guadagni derivanti da quei titoli cresca in futuro. In Cina, per buona parte degli anni '90 tale valore fu superiore a 40 e perfino verso la fine del 2002, quando i mercati finanziari cinesi erano in una fase di recessione, il P/U si mantenne superiore a 35. Risulta difficile comprendere il motivo che spingeva gli investitori ad avere una così grande fiducia in aziende che per tutti gli anni '90 erano al 95% controllate dallo Stato e con standard di corporate governance molto bassi. Le cause sono da ricercarsi in diversi fattori: bisogna considerare che gli interessi che le banche pagavano sui depositi bancari erano molto bassi. Questa era una politica necessaria per poter mantenere un sistema in cui le banche controllate dallo Stato erano obbligate a concedere prestiti alle SOE con tassi d'interesse bassissimi (questi prestiti spesso si trasformavano in Non Profitable Loans). I vincoli imposti agli investimenti in titoli esteri e il mercato delle obbligazioni non ancora sviluppato rendevano quindi le azioni appetibili per i piccoli investitori. Va inoltre considerato che solo una parte del totale delle azioni emesse dalle SOE erano di fatto trasferibili, aggiungendo il sistema delle quote a livello nazionale, è lecito pensare che il valore percepito da parte degli azionisti aumentasse. L'ultimo fattore da considerare è la massiccia speculazione che venne messa in atto dai Governi locali.⁵¹

1.6.1 Le B-Shares

Una riflessione particolare la merita il mercato delle B-Shares, ovvero il mercato in cui sono

http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/, 21 Maggio 20013.

⁵⁰ Il glossario del sito internet ufficiale della Borsa Italiana definisce il P/U: “Rapporto tra la quotazione (prezzo di mercato) dell'azione di una società e gli utili per azione. Indica quante volte il prezzo dell'azione incorpora gli utili attesi e quindi quante volte l'utile di una società è contenuto nel valore che il mercato le attribuisce. Quanto più P/E è alto, tanto maggiori sono le aspettative degli investitori sulla crescita della società. Infatti, un valore elevato di P/E indica che il mercato è disposto a pagare molto per avere il livello di utili al denominatore, in quanto crede nella capacità dell'azienda di incrementarli ulteriormente. Nell'ipotesi di utili costanti, P/E rappresenta il numero di anni necessari all'investitore per recuperare il capitale investito.” <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Prezzo/Utile%20per%20Azione>

⁵¹ Feng, XIAO, “Irrational exuberance and stock market valuations: evidence from China”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 29, 2, 2006, pp. 285-308.

scambiate le azioni denominate in valuta straniera e che fino al 2001 era riservato esclusivamente ad investitori esteri. Si può affermare che tale esperimento del Governo Cinese si sia rivelato nel tempo un completo fallimento, anche a causa della politica disorganizzata e confusa applicata dal Governo cinese. Al Dicembre 2002 solo 112 società emisero azioni denominate “B” e 24 di queste erano presenti in borsa anche con A-Shares. Sempre considerando la fine del 2002 le offerte pubbliche iniziali delle azioni “A” racimolarono circa 460,7 miliardi di RMB mentre le azioni “B” solo 38,2, corrispondente al 8% del totale degli IPO delle A-Shares. Per tutto il 2001 e il 2002 nessuna società cinese introdusse sul mercato azioni dedicate agli investitori esteri.⁵² Il più grande problema di tale mercato fu la mancanza di liquidità sin dalla sua creazione nel 1991.

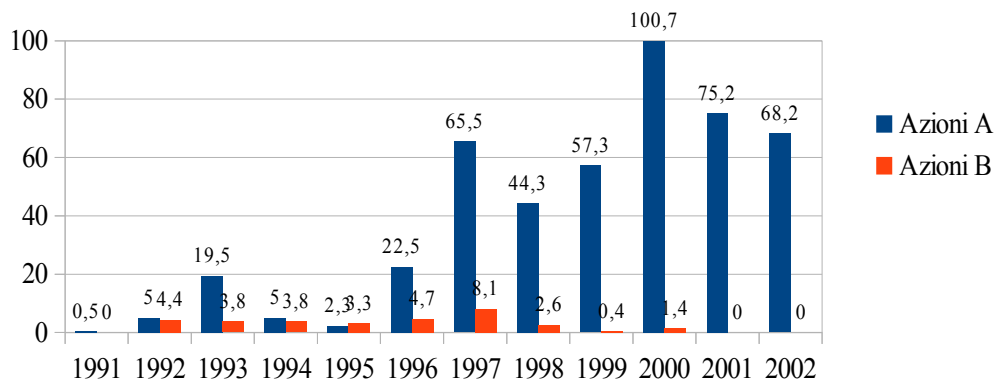
Il mercato delle B-Shares affonda le sue origini verso la fine degli anni '80, quando all'interno della leadership cinese, le borse godevano di grandi aspettative. Nel 1988 la dirigenza cinese subì pressioni dalla holding finanziaria Sheyin Securities di Shanghai perché approvasse l'accesso dei capitali esteri nei futuri Stock Exchange cinesi. La risposta di Jiang Zemin fu positiva ma manteneva delle riserve a riguardo l'effettivo interesse degli investitori stranieri per questo tipo di prodotto finanziario. I lavori di ricerca e pianificazione del futuro mercato dedicato agli investitori esteri furono affidati alla PBOC e alla stessa Shenyin. Le proteste di Tiananmen del 1989 congelarono l'avanzamento dei lavori che ripresero solo verso la fine del 1991 quando Shanghai Vacuum, un'azienda che produceva televisori, fu la prima società ad offrire B-Shares nel mercato.⁵³ Nonostante i presupposti non favorevoli, il prezzo delle azioni della Shanghai Vacuum raddoppiarono in breve tempo.

Tuttavia, la scelta di creare una categoria azionaria esclusivamente dedicata agli investitori esteri rimaneva ancora piuttosto anomala nel panorama internazionale. Nella maggior parte delle Borse degli altri Paesi emergenti, non vi era questa distinzione, le azioni erano scambiabili da stranieri non vi erano mercati diversificati.

⁵² Junhua TANG e Dirk LINOWSKI, “Corporate Governance at the Chinese Stock Market - How It Evolved”, *Corporate governance and business ethics*, 39, 2011, p. 119

⁵³ Ted RULE, “How are equity markets performing in China?”, in Ross Garnaut e Ligang Song (a cura di), *The China boom and discontent*, Camberra, 2005, pp. 174-195.

Figura 6. Capitali raccolti tramite offerte pubbliche iniziali nei mercati azionari A e B, 1991-2002
in miliardi di RMB



Tale situazione è derivante dal fatto che i leader politici incaricati di dar corpo al mercato azionario cinese dovettero affrontare e calmare le opposizioni più conservatrici del PCC che vedevano con sospetto l'apertura agli stranieri dei mercati finanziari. Infatti mentre gli investimenti esteri diretti che portavano conoscenze e nuovi impieghi per i lavoratori cinesi vennero accettati facilmente dai politici a più forte impronta comunista, gli investimenti da parte degli stranieri in soli pacchetti azionari erano considerato troppo speculativi e improduttivi. Solo mantenendo separati i portafogli azionari esteri da quelli cinesi si poteva placare l'opposizione ideologica delle fronde conservatrici. L'euforia per le azioni della Shanghai Vacuum scemò ben presto, già nei primi mesi del 1992 il prezzo delle azioni scese del 50%. La mancanza di fiducia da parte degli investitori colpì anche le azioni delle altre aziende che si erano avventurate in questo mercato. Il problema fondamentale era che le aziende che si quotarono nel mercato "B", fino al 1996, furono tutte scelte dai governi locali di Shanghai e Shenzhen. Queste SOE, nonostante la quotazioni in borsa mantenevano livelli di efficienza e di corporate governance bassissimi.⁵⁴

In assenza di veri investitori esteri, furono i capitali cinesi a mantenere in vita il mercato delle B-Shares. Gli investitori cinesi, anche se formalmente interdetti dall'acquistare azioni denominate "B", riuscirono ben presto ad investire in questo mercato. La tecnica più comune era quella di utilizzare i passaporti di parenti o amici residenti in Hong Kong che potessero garantirne l'accesso.⁵⁵ L'insolito interesse per questi prodotti azionari da parte degli investitori cinesi era dovuto al fatto che le B-

⁵⁴ Sonia WONG, "China's stock market: a marriage of capitalism and socialism", *Cato Journal*, 1, 26, 3, 2006, pp. 389-424.

⁵⁵ Stephen GREEN, *Equity politics and market institutions: the development of stock exchange governance in China, 1984-2003*, in "Social Science Research network", 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=509342, 23 Febbraio 2013.

Shares erano solitamente vendute a prezzi più bassi rispetto alle A-Shares. Nelle borse di altri Paesi emergenti, invece, le azioni che gli stranieri potevano acquistare erano solitamente vendute a prezzi maggiorati. Questo sconto si rese necessario in quanto, a differenza del mercato delle azioni dedicate agli investitori cinesi in cui sussisteva un eccesso di domanda, l'interesse degli stranieri per le azioni loro dedicate era praticamente nullo. Gli investitori stranieri infatti, avevano la possibilità di dirottare i loro capitali in qualsiasi Stock Exchange del mondo, e il listino cinese ai loro occhi appariva ancora arretrato e dotato di scarsa liquidità. Per gli investitori cinesi invece le B-Shares erano allettanti in quanto essi nutrivano la speranza che un giorno la China Securities Regulatory Commission avrebbe unito i due principali listini (A e B). Nel caso in cui la CSRC avesse concesso anche ai cittadini Cinesi l'opportunità di acquistarle, i prezzi un tempo scontati delle B-Share si sarebbero alzati e uniformati alle azioni "A". Questa situazione si verificò il 20 Febbraio 2001 quando ai cittadini cinesi fu concesso di investire legalmente nel mercato "B".⁵⁶ Tuttavia la realtà si dimostrò diversa: tra il 2000 e il 2001 l'indice medio del "return on equity" (ROE) scese in entrambe le Borse. A Shanghai da 2.605 punti passò al 2,208, mentre a Shenzhen dal 2,96 passò al 2,68.⁵⁷ Le uniche azioni "B" che fruttarono guadagni furono quelle legate alle aziende del settore dell'energia.

1.6.2 Le H-Shares

Il Governo Cinese fu un forte sostenitore delle aziende della Repubblica Popolare che intendevano emettere azioni presso le Borse estere. Queste aziende infatti non solo avrebbero potuto avere accesso a mercati finanziari dotati di una maggiore capitalizzazione, ma allo stesso tempo esse

⁵⁶ Hong LI, *China's stock market reforms and its international stock market linkages*, in "Kingston University", 2011, <http://eprints.kingston.ac.uk/19205/>, 29 Marzo 2013.

⁵⁷ Il glossario del sito ufficiale della Borsa italiana definisce il ROE: "Il ROE (Return On Equity) è un indice economico sulla redditività del capitale proprio, ottenuto dividendo l'utile netto per i mezzi propri (ROE = Utile Netto/Capitale Proprio * 100). L'indicatore viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito all'azienda dai soci. L'indicatore può essere considerato come una sintesi della economicità complessiva, valutando come il management sia riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali. Il ROE non è solo determinato dalle scelte compiute nell'ambito della gestione caratteristica, ma anche dalle decisioni in merito alla gestione finanziaria e patrimoniale. Per giudicare la validità del ROE di una società spesso si usa confrontarlo con il rendimento risk-free, ovvero il rendimento di quelle attività senza rischio (solitamente ci si riferisce ai titoli di stato). Maggiore sarà il ROE di una società, maggiore sarà l'appetibilità dell'azienda sul mercato azionario." <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.htm>

sarebbero state le rappresentanti all'estero delle riforme industriali in atto in Cina in quel periodo. Per questo motivo il Governo Cinese concesse la possibilità di presentarsi nei mercati internazionali solo a quelle SOE di grandi dimensioni, strategicamente importanti e di consolidato successo. Inoltre, queste aziende avrebbero dovuto sostenere una serie di controlli sulla base di standard internazionali.

Al Dicembre 2002 75 società cinesi emisero H-Shares per un valore totale di 20,4 miliardi di Dollari soprattutto presso la Borsa di Hong Kong, ma anche New York e Londra. Di queste, 46 quotarono le loro azioni esclusivamente nei mercati esteri, mentre le restanti 29 si quotarono anche in madrepatria. Si stima che al Giugno 2002 la capitalizzazione delle società cinesi quotate all'estero fosse di 170 miliardi di Dollari.

All'apertura dei mercati azionari in Cina, tra il 1992 e il 1994, delegati delle maggiori Borse mondiali (New York, Hong Kong, Singapore e Vancouver) arrivarono in Cina per attrarre nuove possibili aziende nei loro listini.

La prima società della Cina continentale ad emettere H-Shares fu la Brilliance China Automotive Holdings, una holding che deteneva soltanto una quota di maggioranza di un'industria manifatturiera che produceva mini-bus. Si quotò presso la Borsa di New York nell'Ottobre 1992, raccogliendo 72 milioni di Dollari suddivisi in 5 milioni di azioni. In quell'occasione l'entusiasmo da parte degli investitori fu notevole, si registrò una sottoscrizione dodici volte superiore al numero delle azioni presentate e nel primo giorno di contrattazione a Wall Street, le azioni della Brilliance furono le seconde azioni più contrattate della giornata, salendo da 14 a 20 Dollari per azione.⁵⁸ Tuttavia la Brilliance Automotive era una società registrata presso le Isole Bermuda ed aveva il suo quartier generale ad Hong Kong: non venne quindi considerata come una società cinese. Ufficialmente quindi, la prima azienda della Repubblica Popolare Cinese a quotarsi in una Borsa estera fu la Qingdao Beer presso lo Stock Exchange di Hong Kong il 15 Luglio 1993.⁵⁹

Nonostante ufficialmente la Brilliance non sia considerata la prima società cinese ad essersi quotata in una borsa estera, il successo della sua offerta pubblica iniziale spinse altre aziende cinesi a proporsi a Wall Street. Nel Luglio 1993 fu il turno della China Tyre Holdings che raccolse più di 100 milioni di Dollari; seguì la Bermuda-Incorporated Ek-Chor China Motorcycle che distribuì sul mercato azioni per 16,5 milioni di Dollari.⁶⁰

⁵⁸ Nicholas LARDY, "Economic Engine? Foreign Trade and Investment in China", *The Brookings Review*, 14, 1, 1996, pp. 10-15.

⁵⁹ Jin, JIA, "Privatization through an Overseas Listing: Evidence from China's H-Share Firms", *Financial Management*, 34, 3, 2005, pp. 5- 30.

⁶⁰ Rajeswari AMPALAVANAR-BROWN, "Overseas Chinese Investments in China - Patterns of Growth,

Tuttavia, nel giro di un anno l'interesse degli investitori esteri per le azioni delle società cinesi scemò rapidamente. Ciò fu dovuto al fatto che nella madrepatria, a partire dal 1993 l'economia stava rallentando la sua crescita e la leadership cinese ordinò al nuovo presidente della CSRC di porre freno alla quotazione di società cinesi all'estero per paura che ciò potesse limitare lo sviluppo delle borse di Shanghai e Shenzhen. L'incertezza causò la svalutazione delle azioni "H" e sia la Brilliance, la China Tyre che Ek-Chor a Wall Street persero circa il 30%.

Vi sono state anche società che hanno ottenuto enorme successo dalle loro quotazioni nei mercati esteri: è il caso della China Telecom (oggi conosciuta come China Mobile). In un periodo in cui il 49% delle aziende cinesi che presentavano domanda di quotazione nei mercati esteri veniva scartata in quanto non adeguate agli standard internazionali, la China Telecom nel 1997 completò il processo di emissione di azioni sia ad Hong Kong che a New York, raccogliendo 4,5 miliardi di Dollari, ovvero 25 volte di più rispetto alla media delle 47 società cinesi che avevano già completato una quotazione estera. Il successo della China Telecom è in parte dovuto anche alla banca d'investimento americana Goldman Sachs: fu infatti il colosso americano ad esercitare pressioni sul governo di Pechino perché trasformasse una relativamente piccola società gestita dai governi locali nel più grande operatore mobile a livello globale.⁶¹

La seconda "febbre" per le azioni quotate all'estero iniziò nel 1996, all'indomani della restituzione di Hong Kong alla Cina. Particolare attenzione venne riservata alle cosiddette Red Chips (vedi pag. 32) che vennero istituite già nel 1991, ma che fino ad allora non avevano avuto un vero e proprio "boom". Gli investitori ritenevano che con il ritorno della città in mani cinesi, le aziende locate ad Hong Kong ma controllate dal Governo Cinese avrebbero avuto un rapido sviluppo soprattutto grazie agli agganci governativi di cui godevano.. Ad aprire le danze fu la GITIC Enterprises, azienda operante nel settore dell'edilizia e dei materiali da costruzione che il 26 Marzo 1997 emise 100 milioni di azioni a 13 centesimi l'una. Una sorta di frenesia pervase Hong Kong, vi furono richieste di sottoscrizione che superarono di 892 volte il numero delle azioni disponibili. All'inizio del 1997, presso la Borsa di Hong Kong vennero quotate 45 "Red Chips". Alcune di queste raggiunsero livelli di trattazione davvero impressionanti: le azioni della China Everbright International, una holding industriale, nel 1997 venivano scambiati con volumi 500 volte superiori ai livelli del 1995. I "Guanxi" che si intrecciavano all'interno delle SOE diventavano particolarmente evidenti nel caso di queste aziende cinesi quotate all'estero: Hu Zhaoguang, vice-sindaco di Pechino era anche il vice-presidente della Beijing Enterprises Holdings, quotata ad Hong

Diversification and Finance: The Case of Charoen Pokphand", *The China Quarterly*, 155, 1998, pp. 610-636.

⁶¹ Scott Yunxiang, GUAN, *China's telecommunications reforms: from monopoly towards competition*, New York, Nova Science Publisher, 2003.

Kong nel 1997; Larry Yung, figlio dell'allora Vice-Presidente della RPC Rong Yiren, tramite la sua Holding, la CITIC Pacific acquistò importanti quote azionarie di due importanti società quotate ad Hong Kong: la Hong Kong Telecom e il 25% della compagnia aerea Cathay Pacific. Vi furono tuttavia anche opinioni che dubitavano dell'affidabilità di tali investimenti. Peter Churchhouse, direttore di ricerca della filiale di Hong Kong della Morgan Stanley commentò come segue gli investimenti in aziende legate alla poco trasparente gestione del Governo Cinese:

“...they can have no idea what those assets may be, or what comes with them.”

Le sue preoccupazioni riguardavano la cosiddetta “Iron rice bowl”, ovvero la necessità per il Governo Cinese di garantire il posto di lavoro al maggior numero possibile di cittadini tramite le industrie statali, anche qualora ciò fosse andato ad intaccare l'efficienza e il risultato operativo dell'azienda.⁶²

Il 1° Luglio 1997, dopo l'istituzione della Regione Amministrativa Speciale ad Hong Kong, il prezzo delle Red Chips precipitò del 30%, a causa anche delle continue indiscrezioni riguardanti la corruzione. Al 2002 soltanto dieci delle più di cento Red Chips venivano trattate con prezzi superiori al prezzo iniziale di emissione.⁶³

Oltre che verso Hong Kong, numerose aziende controllate dallo Stato scelsero gli Stati Uniti come fonte di finanziamento. Al Giugno 2002, con un totale di 17 società quotate, la Cina era la nazione più rappresentata a Wall Street tra i Paesi in via di sviluppo non appartenenti al Continente Americano. Dal punto di vista pratico, lo strumento più utilizzato dalle società cinesi per accedere alla Borsa statunitense, fu (e lo rimane ancora) l'American Depositary Receipt (ADR) che presentava il vantaggio per gli investitori americani di non essere di fatto un titolo azionario di una società straniera, ma semplicemente un certificato negoziabile che rappresentava quell'azione. La prima azienda cinese a quotarsi al NYSE tramite l'ADR fu la Sinopec Shanghai Petrochemical.⁶⁴ Al

⁶² David LINDORF, *Playing a risky games with «Red Chips»*, in “Business Week”, 1997, <http://www.businessweek.com/1997/14/b3521169.htm>, 24 Giugno 2013.

⁶³ Winnie POON et Ali, “Red chips or H shares: which China-backed securities process information the fastest?”, *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 2000, pp. 315-343.

⁶⁴ Il glossario del sito ufficiale della Borsa Italiana definisce l'American Depositary Receipt: “Gli Ads, ossia American depositary shares, sono titoli di compagnie non americane che decidono di quotarsi in dollari nel mercato statunitense. In pratica, una banca depositaria - generalmente americana - sigla degli accordi con l'emittente extra-statunitense ed emette dei titoli in dollari corrispondenti alle azioni della società o ad una loro frazione. L'intera emissione viene chiamata American Depositary Receipt (Adr). Il primo caso di Ads risale al 1927. Il maggiore vantaggio per le società che intendono quotarsi con questi strumenti sui mercati americani deriva dal fatto che gli investitori statunitensi possono comprare e vendere azioni Ads/Adr senza doversi preoccupare del rischio di cambio e di altri problemi valutari. Il titolo è comprato e venduto in dollari indipendentemente dal fatto che la società sia originalmente quotata in sterline o rupie o qualsiasi altra valuta. In realtà, le operazioni di emissione di Ads possono

Giugno 2002 altre 13 società cinesi seguirono lo stesso percorso.

Figura 7. Società non statunitensi quotate presso il New York Stock Exchange, Giugno 2002

Paese	Numero società quotate
Brasile	33
Cina	13
Hong Kong	11
India	8
Indonesia	3
Giappone	17
Corea del Sud	5
Mexico	25
Russia	5
Singapore	1
Taiwan	4

Tra il 1999 e il 2001 nei mercati finanziari americani (e non solo) esplose il fenomeno della internet economy e delle aziende ad esso legate. Anche alcune società cinesi presero parte a quella che può essere considerata la prima bolla speculativa del secolo. Decine fornitori di servizi internet e aziende di e-commerce consideravano il NASDAQ⁶⁵ la loro risposta ai problemi di finanziamento. Dall'altro lato, gli investitori americani e mondiali ponevano grandi speranze sul futuro sviluppo dell'*information technology* in Cina. Tuttavia il Governo cinese era molto più restio a concedere a società operanti nel settore dell'informazione l'autorizzazione a finanziarsi all'estero. Il settore dell'informazione (televisione, radio e stampa) infatti in passato era un monopolio statale e la

però essere molto diverse tra loro. Una società estera che si quoti negli Stati Uniti con questo strumento può infatti ricorrere a diverse opzioni e quotarsi sui mercati non regolamentati (Otc-Over the counter) limitando dunque al minimo le informazioni obbligatorie da fornire al mercato o accedere direttamente ai grandi listini come il NYSE e il Nasdaq che però richiederanno alla società emittente non statunitense tutti i requisiti di trasparenza e liquidità cui devono sottoporsi le altre società americane.” <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/american-depository-shares144.htm>

⁶⁵ Il glossario del sito ufficiale della Borsa Italiana definisce il NASDAQ: “National Association of Securities Dealers Automated Quotation. Mercato telematico statunitense, fondato nel 1971 dalla National Association of Securities Dealers e inizialmente destinato alle imprese di piccole e medie dimensioni e a elevato potenziale di crescita. Le negoziazioni sul Nasdaq si svolgono mediante un sistema telematico basato sull'intervento di operatori market maker. Il Nasdaq è stato il primo mercato al mondo a introdurre le contrattazioni su base elettronica e telematica. Sul Nasdaq sono trattati titoli di oltre 3000 società emittenti per volumi che ne fanno il maggiore mercato mondiale. Le negoziazioni sul Nasdaq avvengono mediante un sistema di market makers che pubblicano quotazioni impegnative sul sistema telematico.” [http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=National Association of Securities Dealers Automated Quotation](http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=National%20Association%20of%20Securities%20Dealers%20Automated%20Quotation)

quotazione di questi siti internet, non dipendenti dalla gerarchia governativa, in mercati esteri avrebbe potuto influenzare la propaganda e l'ideologia di Stato. Un esempio può essere il sito internet cinese Sina.com, che oltre al pericolo di diffondere “pericolose influenze straniere” in Cina rappresentava anche un forte concorrente per gli organi di informazione detenuti dallo Stato come l'agenzia di stampa Xinhua. Per superare l'ostruzionismo del Governo Cinese, Sina.com dovette scorporare una parte delle sue attività e fondare una nuova società con sede alle Isole Cayman dedicata soltanto ai servizi per Taiwan, Hong Kong e gli USA. Così facendo la società che forniva informazione e altri servizi internet per la Cina continentale rimase totalmente in mani cinesi, mentre la filiale caraibica poté quotarsi al NASDAQ nell'Aprile 2000 ed avere un azionariato diffuso. Tra il 1999 e il 2000, diversi tra i più popolari portali internet cinesi si quotarono presso il NASDAQ, tra queste Chinadotcom e Netease.⁶⁶ I problemi per società cinesi della *new economy* iniziarono nel 2001. Sia Chinalife, Chinadotcom che Netease furono accusati di manipolazione dei mercati e di aver falsato i bilanci e profitti. Il titolo di Netease fu sospeso nel Settembre 2001 in seguito ad una class-action lanciata dagli azionisti, e venne riammesso soltanto nell'Aprile 2002.⁶⁷ Il collasso del mercato della *New Economy* tra la fine del 2001 e l'inizio del 2002, colpì soprattutto le società quotate da poco o che avevano previsto di farlo. Sebbene alcune società cinesi dell'Information Technology riuscirono a sopravvivere, alla fine del 2001 rimanevano nel listino del NASDAQ solo 6 aziende Cinesi: Netease, Soho, sina, Chinadotcom, Asiainfo e UTStarcom.

1.6.3 Il settore privato

All'inizio degli anni 2000 il settore privato rappresentava più della metà delle attività economiche cinesi e il suo tasso di crescita era più alto rispetto al settore statale. Proprio a partire dall'inizio del nuovo millennio le azioni delle società private quotate nei mercati esteri (P-chips) attirarono un numero sempre crescente di investitori. Tradizionalmente però il settore bancario cinese era più propenso a finanziare le grandi State Owned Enterprise piuttosto che le aziende private. Di conseguenza la quota di finanziamenti riservata ai privati rimaneva relativamente bassa e con condizioni commerciali sfavorevoli. Il risultato fu che molte società di privati imprenditori colsero l'occasione per ottenere finanziamenti nei mercati finanziari esteri. Questo genere di aziende, generalmente, incontravano il favore da parte degli investitori internazionali in quanto molte di queste realtà operavano nel settore dell'high-tech che rappresentava già di per se buone prospettive

⁶⁶ Eric HARWIT e Duncan CLARK, “Evolution of Political Control over Network Infrastructure and Content”, *Asian Survey*, 41, 3, 2001, p. 399.

⁶⁷ Tang, XIN, "New Hope for Corporate Governance in China?", *The China Quarterly*, 191, 2007, pp. 613-619.

di sviluppo, inoltre esse erano gestite da imprenditori e manager non provenienti dalla burocrazia statale, il che agli occhi degli investitori rappresentava una miglior efficienza e profitto. All'inizio dell'anno 2000 almeno 10 compagnie della Cina continentale erano in attesa di essere quotate nel nuovo mercato dedicato alle giovani aziende del settore high-tech: il Growth Enterprise Market (GEM). Il GEM in rapporto al tradizionale Stock Exchange di Hong Kong (HKEX) era di più facile accesso per le aziende di nuova generazione. Per quotarsi presso l'Hong Kong Stock Exchange venivano richiesti risultati operativi e profitti per almeno tre anni e 3,8 milioni di Dollari nei due anni precedenti alla quotazione, mentre il GEM non imponeva risultati operativi particolari o profitti: si richiedevano soltanto che l'azienda fosse in attività da almeno due anni (sebbene questa regola fosse sovente violata). Tuttavia ad esse fu impedito e ritardato l'accesso in questo mercato in quanto l'articolo 29 della Securities Law del 1998 imponeva a tutte le società cinesi che volessero quotarsi nelle borse straniere di ottenere l'approvazione da parte della China Securities Regulatory Commission. La prima azienda cinese a riuscire ad accedere al GEM fu la Yuxing, un produttore di lettori DVD di Pechino. L'azienda dovette creare una holding con base nelle Isole Bermuda, la Yuxing Technologies per potersi quotare ad Hong Kong senza dover ottenere l'approvazione dalla CSRC. Mentre il GEM acconsentì all'operazione, la CSRC cambiò l'interpretazione della Securities Law e stabilì che qualunque azienda che avesse avuto un sede operativa in Cina, indipendentemente dallo stato in cui fosse registrata, avrebbe dovuto ricevere il benestare dalla CSRC prima di procedere ad una quotazione in uno Stock Exchange estero. La Yuxing venne ammessa al listino GEM il 21 Gennaio 2000 e raccolse circa 420 milioni di Dollari di Hong Kong.⁶⁸ Come indicatore della salute dei titoli P-Chips di quel periodo si può prendere come riferimento l'UBS Warburg's P-Chip. Creato nel Luglio 2001 da Joe Zhang, capo del dipartimento di ricerca sulla Cina della banca d'investimento svizzera UBS, l'UBS Warburg's P-Chip Index raccoglie 20 delle più grandi (in termini di capitalizzazione) società cinesi private quotate nelle borse estere. Tale indice ebbe un rialzo del 58% nel corso del 2001, quando nello stesso periodo l'indice Hang Seng di Hong Kong crollò del 22%. Tuttavia a partire dalla fine del 2001, nei media cinesi ed internazionali iniziarono ad essere divulgati i rischi legati a questo genere di titoli finanziari: ad esempio la rivista di business e finanza cinese *Caijing* il 5 Dicembre 2001 pubblicò un articolo nel quale attaccava la scarsa qualità dei prodotti e la falsificazione dei bilanci dell'azienda Greencool Technology quotata nell'UBS P-Chip Index.⁶⁹ Un altro caso di frode legato alle aziende dell'indice UBS vide come protagonista la

⁶⁸ *Annual Report 2011*, in “Yuxing Infotech Investment Holdings”, 2011, <http://124.207.2.248/Upload/GLN20120328040.pdf>, 25 Giugno 2013.

⁶⁹ WANG Xiaobing 王晓冰, “Xitan Gelikeer” 细探格林柯尔 (Analisi accurata della Greencool), in *Caijing Magazine*, 16, 49, 2001, pp. 84-87.

Euro-Asia Agricultural Holding Co. Ltd.: una Holding posseduta dall'imprenditore sino-olandese Yang Bin, noto anche per essere stato proprietario di Holland Village un parco a tema nella provincia dello Shenyang. Quest'ultima attività era considerata un investimento controverso in quanto strettamente legato a legami non ben definiti con i funzionari locali e costruito su terre ufficialmente dedicate all'agricoltura. Nonostante la Euro-Asia Agricultural registrasse risultati positivi, sui media nazionali iniziarono ad essere divulgate voci secondo le quali l'investimento nel Holland Village avrebbe potuto mettere a rischio anche la Euro-Asia Agricultural Holding. Nell'Ottobre 2002 Yang fu accusato di uso improprio di terreni agricoli, corruzione e frode fiscale.⁷⁰ Il titolo in Borsa fu pesantemente colpito e in seguito Yang Bin fu condannato a 18 anni di reclusione. Fu In seguito ad una serie di questi scandali che l'indice P-Chips della UBS scese del 40% nella seconda metà del 2002 mentre l'indice Hang Seng si svalutò di solo il 16%. Il rischio consisteva nel fatto che queste giovani attività, non fornivano un'adeguata trasparenza agli investitori o informazioni relative agli anni di attività precedenti; in più continuavano ad appoggiarsi a fragili relazioni con le autorità locali, le quali potevano rivelarsi un'arma a doppio taglio.⁷¹

Figura 8. Indice USB Warburg

P-Chip	Andamento prima metà 2002	Andamento seconda metà 2002
Asiainfo	-38%	-46%
Chaoda Modern	+29%	-50%
China Rare Earth	+4%	-55%
Euro-Asia Agriculture	+74%	Sospeso
Global Bio-Chem	+29%	-29%
Greencool Technology	-20%	-71%
Peopleis Food	+16%	-42%
Phoenix Tv	-56%	0%
United Food	+4%	-57%
UTStarcom	-33%	-10%
Wah Sang Gas	+68%	-33%
Xinao Gas	+50%	-39%
Average	+11%	-40%
Hang Seng Index	-1,3%	-16%

⁷⁰ Heng LI, *Billionaire Entrepreneur Missing, Wrapped in Tax Scandal*, in "People Daily", 2002, http://english.peopledaily.com.cn/200207/12/eng20020712_99582.shtml, 27 Giugno 2013.

⁷¹ Annette KLEINBROD, *The Chinese capital market*, New York, Springer, 2006, p. 92-93.

1.6.5 Il mercato obbligazionario

Prima della fase di apertura e riforme inaugurata nel 1978 da Deng Xiaoping, l'ultima obbligazione emessa in Cina risale al 1959 e si può dire che buona parte delle conoscenze e le esperienze legate a questo business andarono perdute durante la Rivoluzione Culturale. Durante gli anni '80 le spese che lo stato sostenne per ambiziosi programmi di investimento e infrastrutture, iniziarono a causare un piccolo deficit che non poteva essere coperto con le sole entrate tributarie.

Nel 1980, il primo esperimento in questo ambito portato avanti dal governo cinese fu giustificato dalla necessità di finanziare il progetto per la creazione dell'azienda Yizheng Chemical Fiber: uno dei 22 ambiziosi e onerosi progetti industriali considerati cruciali dal Consiglio di Stato per favorire lo sviluppo economico del Paese. Le allora limitate risorse delle banche e l'impossibilità di aumentare la pressione fiscale da parte del governo, imposero al consiglio di stato di valutare l'emissione di obbligazioni. Tuttavia, in quel momento il governo di Pechino non disponeva delle tecnologie finanziarie e dell'esperienza per sostenere l'emissione di bond su larga scala, inoltre in Cina non esisteva (ed era vietato) qualsiasi mercato obbligazionario. La soluzione arrivò da una proposta di Rong Yiren, presidente della China International Trust and Investment (CITIC), la quale prevedeva l'emissione in Giappone di obbligazioni internazionali tramite la banca Nomura. L'ala conservatrice del Partito Comunista Cinese oppose una forte resistenza all'idea di dover fare affidamento ad un Paese capitalista come il Giappone per finanziare le aziende cinesi. Tuttavia, nell'Agosto 1981, il Consiglio di Stato approvò il progetto e circa 10 miliardi di RMB furono racimolati tramite la vendita di bond.⁷² Lo stesso anno, il Ministero delle Finanze fu la prima istituzione ad emettere titoli di stato (treasury bonds) sul territorio cinese. Gli interessi che questi titoli garantivano erano stati fissati amministrativamente dalla banca centrale basandosi sui tassi d'interesse di un anno di depositi bancari a cui venne aggiunto un piccolo spread. Gli investitori individuali ricevettero tassi di rendita superiori rispetto agli altri investitori istituzionali (es. SOE), il che manifestava la necessità da parte del Ministero delle Finanze di raccogliere fondi anche al di fuori del circolo interno statale. Il mercato secondario per gli investitori istituzionali non era previsto: alle SOE era fatto divieto di rivendere i titoli acquistati, in quanto dal punto di vista del governo centrale avrebbe significato una mancanza di fiducia nella capacità dello Stato di ripagare i debiti.⁷³ Fino al 1988 quasi due terzi di tutti i bond statali vennero venduti a piccoli risparmiatori, ma già a partire dallo stesso anno, l'inflazione galoppante in Cina (18,5%) costrinse le famiglie a

⁷² "China to Sell Bonds in Japan", *The New York Times*, 18 Agosto 1981.

⁷³ Salih, NEFTCI e Michelle, YUAN, *China's Financial Markets*, San Diego, Elsevier Academic Press, , 2007, p.

cedere a speculatori le loro obbligazioni per ottenere liquidità dato che alle banche era stato imposto dallo Stato di non concedere ulteriori prestiti alle famiglie per non immettere ulteriore liquidità sul mercato e aggravare quindi la situazione. A questo processo di vendita parteciparono anche le SOE, anch'esse assetate di liquidità, e contribuirono a creare il primo vero, mercato obbligazionario cinese. Esso, pur non essendo regolamentato ed autorizzato da Pechino, conteneva un elemento che lo differenziava dal mercato regolamentato che venne creato in seguito dal governo centrale: il rischio. Il mercato secondario non regolamentato OTC (Over the Counter) venne chiuso nel 1990.

Proprio Come il mercato dei titoli azionari quindi, anche il mercato obbligazionario a partire dai primi anni '90 fu dominato dal controllo statale. Durante tutto questo periodo, l'unico soggetto che ebbe libertà di emissione fu lo Stato Cinese tramite il Ministero delle Finanze. A partire dal 1990 il Ministero creò un proprio mercato secondario per i titoli di stato (CGB China Government Bonds).⁷⁴ Le imprese, anche quelle di proprietà statale, furono in gran parte escluse. Solo nel 1992, i governi locali godettero di una certa autonomia finanziaria e riuscirono ad emettere 68 miliardi di RMB in Obbligazioni corporate (o societarie)⁷⁵ intestate agli enti municipali. Dopo il 1992 il Governo Centrale impose nuovamente il controllo anche in questo settore della finanza: la State Development and Planning Commission impose delle quote di emissione a livello nazionale, la People's Bank of China fissava i tassi d'interesse mentre la China Securities Regulatory Commission supervisionava al commercio delle obbligazioni. Nel 1993 il volume dei Corporate Bonds emessi scese a 24 miliardi di RMB. Il volume di emissione delle obbligazioni societarie è sempre rimasto nettamente inferiore rispetto al volume delle azioni: dal 1995 al 1997 in Cina vennero emessi 46,4 miliardi di RMB in obbligazioni a dispetto dei 123,6 miliardi RMB di titoli azionari. Addirittura, tra il 1994 e il 1997 la quota complessiva concessa dal Governo di Pechino fu di 72,5 miliardi RMB, mentre le obbligazioni effettivamente immesse nel mercato raggiunsero solo il valore di 57,4 miliardi RMB.⁷⁶ Questo dato esprime quanto il mercato obbligazionario fosse ancora poco sviluppato rispetto ad altri mezzi di finanziamento. I governi locali e le SOE ritenevano ancora molto più conveniente attingere all'ancora ricco bacino di prestiti bancari o al mercato azionario. Le azioni risultavano più convenienti per le SOE in quanto a causa del loro ancor basso livello di corporate governance, i dividendi che dovevano pagare agli azionisti erano relativamente

⁷⁴ Jian, GAO, *China's debt markets*, Singapore, Wiley, 2007.

⁷⁵ Il glossario del sito ufficiale della Borsa Italiana definisce le Obbligazioni Corporate: “Sono le obbligazioni emesse da società private, essenzialmente banche e società industriali. Le obbligazioni corporate, a seconda della struttura si suddividono a loro volta in diverse tipologie.”

⁷⁶ Hong, CHEN, *Fostering the Asian bond market: challenges and options faced by China*, in “Research Gate”, 2004, http://www.researchgate.net/publication/228364917_Fostering_the_Asian_bond_market_Challenges_and_options_faced_by_China, 4 Marzo 2013.

bassi e grazie al governo che fungeva da azionista di riferimento, i piccoli risparmiatori non avrebbero potuto in alcun modo esercitare diritti di proprietà. Addirittura, tra il 1998 e il 1999 l'emissione di nuovi titoli obbligazionari di fatto fu sospesa dal Governo Centrale il quale dava massima priorità al mercato dei titoli azionario. Così facendo si penalizzava l'intero sistema finanziario cinese in quanto sia le banche che le SOE avrebbero potuto trarre vantaggio da un sistema finanziario diversificato. Al Dicembre 2002 il valore delle obbligazioni quotate nei due mercati cinesi era di soli 20,9 miliardi RMB.⁷⁷ Solo a partire dal 1999 gli interessi vennero pagati annualmente e non alla scadenza del titolo.

I primi segni di cambiamento avvennero nel Settembre 2001 quando nove SOE vennero autorizzate ad emettere obbligazioni corporate per 19,5 miliardi di RMB. Da allora il volume è via via aumentato. Inoltre, nel Giugno 2001 la China Telecom fu la prima azienda ad emettere obbligazioni (5 miliardi RMB) a tasso variabile. Fu la prima volta che un'azienda poté emettere obbligazioni ad interessi di mercato e non fissati amministrativamente.⁷⁸ A partire dal 2001 il Governo di Pechino ebbe tutti gli interessi ad iniziare a sviluppare seriamente il mercato obbligazionario. Il fattore decisivo fu la tendenza “Bear” dei mercati azionari che rendeva più difficile per le società quotate racimolare capitali. I piccoli investitori e gli investitori istituzionali, sarebbero stati maggiormente attirati da un investimento che garantiva una rendita. Le obbligazioni erano un prodotto che garantiva rendite più alte rispetto ai semplici depositi bancari ma eliminava in gran parte i rischi collegati agli investimenti azionari. Soprattutto sviluppando il mercato obbligazionario, gli investitori cinesi hanno potuto diversificare i loro portafoglio finanziario.

A partire dalla fine degli anni '90, in Cina vi è stato anche spazio per i cosiddetti Convertible Bond. Tali prodotti finanziari sono obbligazioni societarie che contemplano la possibilità per il possessore di convertirle in azioni ad una data ed un prezzo stabilito. Visto che le obbligazioni convertibili consentono all'investitore di acquistare azioni a prezzi inferiori rispetto al mercato, il possessore può trarre vantaggio dalla conversione nel caso in cui il prezzo dell'azione si sia accresciuto nel frattempo, al contempo lo ripara da una possibile perdita (in quanto la conversione non è obbligatoria). Spesso quindi le obbligazioni convertibili assicurano tassi d'interesse inferiori rispetto alle normali obbligazioni corporate. La prima azienda cinese ad essere autorizzata ad emettere convertible bond fu la Nanning Chemical Industry nell'Agosto 1998. Alla fine del 2002, in totale figuravano nove società nel mercato delle obbligazioni convertibili per una capitalizzazione di 7,4

⁷⁷ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 42

⁷⁸ China Mobile (Hong Kong) Announces Plan to Issue Bond, in “People's Daily, 2001, http://english.people.com.cn/english/200106/01/eng20010601_71570.html, 29 Aprile 2013.

miliardi di RMB.⁷⁹ Nell'Aprile 2001, la CSRC emise una nuova regolamentazione in merito. Limitò l'emissione delle convertible bond solo alle società quotate (in quanto in precedenza anche le società non quotate erano autorizzate), le società dovevano aver distribuito dividendi, avere una ottima performance finanziaria (giudicata dalla CSRC) e non aver subito una recente riorganizzazione della governace. Inoltre le società dovevano dimostrare di avere aver avuto sufficienti profitti da poter pagare gli interessi sulle obbligazioni corporate. Le società che intendevano emettere obbligazioni convertibili inoltre dovevano avere un tasso di Return on Equity (ROE) di almeno il 10% (7% per le aziende del settore delle energie e trasporti), ed un rapporto debt/equity inferiore al 70%. Nel 2002 solo 85 delle oltre 1100 aziende quotate potevano sperare di essere conformi a tali standard. Tuttavia al Luglio 2002, 61 società presentarono domanda alla CSRC e riuscirono ad ottenere dal mercato 2,6 miliardi di RMB in obbligazioni convertibili. Alcuni analisti ritennero tali normative troppo restrittive.⁸⁰

1.6.6 Gli investimenti esteri

Il Governo Cinese ha seguito tre strategie per attirare investimenti esteri: ha cercato di massimizzare l'afflusso di Investimenti Diretti Esteri (FDI Foreign Direct Investment), ha organizzato una categoria azionaria dedicata agli investitori esteri ed ha spinto molte aziende cinesi ad emettere titoli azionari presso le borse estere.

Dall'inizio delle riforme di apertura, gli FDI sono stati senza dubbio il vettore privilegiato dal Governo Cinese per attirare capitali esteri. Alla fine del 2001 l'ammontare totale accumulato dalla Cina di investimenti esteri diretti ammontava a 369,3 miliardi di Dollari pari al 20% di tutti gli FDI diretti verso i Paesi in via di sviluppo. Tuttavia nel 2001, nonostante gli investimenti diretti esteri totali in Cina fossero stati più altri rispetto agli altri Paesi emergenti, gli FDI pro capite ammontavano a solo 300 Dollari a persona, contro i 670 della Thailandia e i 2400 della Malaysia. All'inizio del nuovo millennio la gran maggioranza degli investimenti esteri erano concentrati nella Cina orientale e meridionale e una quota compresa tra il 10 e il 20% del totale degli investimenti esteri diretti in realtà erano capitali cinesi che venivano spostati ad Hong Kong per poi essere nuovamente investiti nella Cina continentale e godere della tassazione favorevole riservata gli

⁷⁹ Salih, NEFTCI e Michelle YUAN, *China's Financial Markets*, San Diego, Elsevier Academic Press, 2007, p. 172

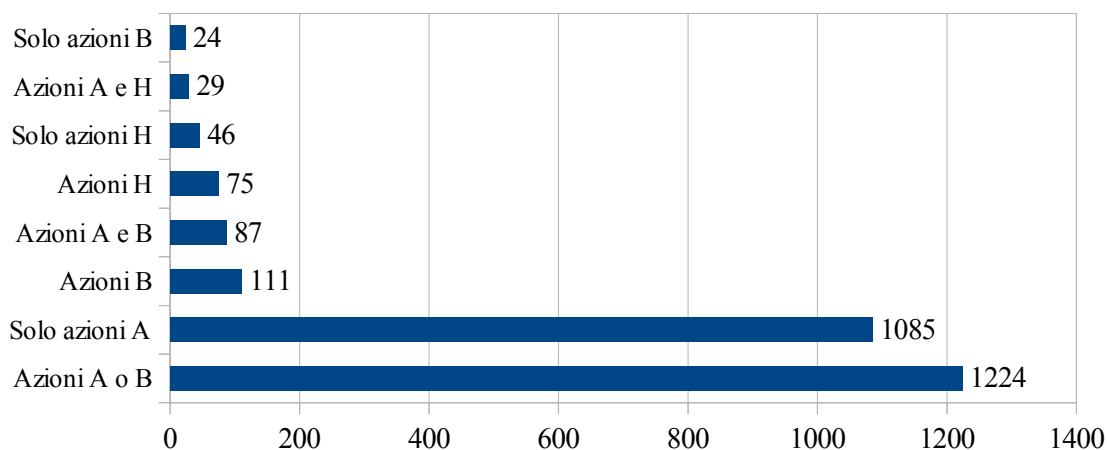
⁸⁰ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 45

investimenti esteri.⁸¹

Il secondo mezzo utilizzato dalla Cina per attirare capitali esteri fu attraverso il mercato azionario delle B-Shares: ovvero azioni dedicate esclusivamente ad investitori esteri create nel 1991. Questa strategia fu di gran lunga meno efficace rispetto all'attrazione esercitata dalla Cina verso gli FDI. Basti pensare che nel 1997, anno in cui godettero della massima fiducia tra investitori e società emittenti, rappresentarono soltanto il 2,2% degli investimenti esteri in Cina.

Capitali stranieri poterono inoltre giungere in Cina tramite le aziende cinesi quotate nei mercati finanziari esteri. Alla fine del 2002 vi erano 75 società della Repubblica Popolare che emisero proprie H-Shares all'estero (soprattutto Hong Kong). Nel corso dei primi 10 anni dei mercati finanziari in Cina le H-Shares hanno subito fluttuazioni e periodi di altalenante interesse fino a diventare, all'inizio del nuovo millennio, uno strumento finanziario di importanza non indifferente. Nel 2000 le azioni H ammontavano a circa il 17% degli investimenti esteri in Cina.⁸²

Figura 9. Categoria azionarie nei mercati cinesi, Dicembre 2002
per numero di società quotate



La strategia cinese per attrarre capitali esteri ha avuto il beneficio di evitare alla Cina il tracollo finanziario che molti Paesi in via di sviluppo dell'area asiatica subirono tra il 1997 e il 1998. Le barriere cinesi imposte all'uscita dei capitali impedì la destabilizzazione delle borse cinesi e del suo sistema economico. Tuttavia erano presenti alcune falle in tale sistema: l'eccessiva focalizzazione

⁸¹ Joseph FAN, *Institutions and Foreign Direct Investment: China versus the Rest of the World*, in "Elsevier", 2009, www.elsevier.com/locate/worlddev, 19 Giugno 2013.

⁸² *China's securities and futures markets*, in "China Securities Regulatory Commission", 2007, http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/200812/P020090225568827507804.pdf, 19 Giugno 2003.

della Cina per gli investimenti diretti esteri, nonostante all'epoca i risparmi delle famiglie fossero ingenti, suggerisce che al sistema finanziario cinese non mancassero i capitali ma che vi fosse una sostanziale difficoltà a metterli in circolo e farli fruttare. Ciò significa che il sistema bancario non era in grado di distribuire i capitali presso le aziende o settori che davvero necessitavano finanziamenti, forzando gli imprenditori a cercare capitali all'estero. Un secondo grande difetto che si può notare nell'afflusso di capitali esteri per tutti gli anni '90 e i per i primi anni 2000 è che solo relativamente poche aziende privilegiate furono autorizzate dal Governo di Pechino ad attingere a capitali esteri. La gran maggioranza di queste erano State Owned Enterprise. Un modo più efficiente per allocare i capitali esteri avrebbe garantito l'accesso a questa forma di finanziamento a tutte le aziende meritevoli, a prescindere dalla loro struttura proprietaria. Di conseguenza sono state perse occasioni per importare nozioni che migliorassero la corporate governance.⁸³

1.7 Il secondo decennio

Gli anni duemila sono stati il decennio in cui l'economia cinese ha sperimentato tassi di crescita vertiginosi, basti pensare che il PIL cinese tra il 2000 e il 2010 è crebbe annualmente con una media del 9,27% al netto dell'inflazione.

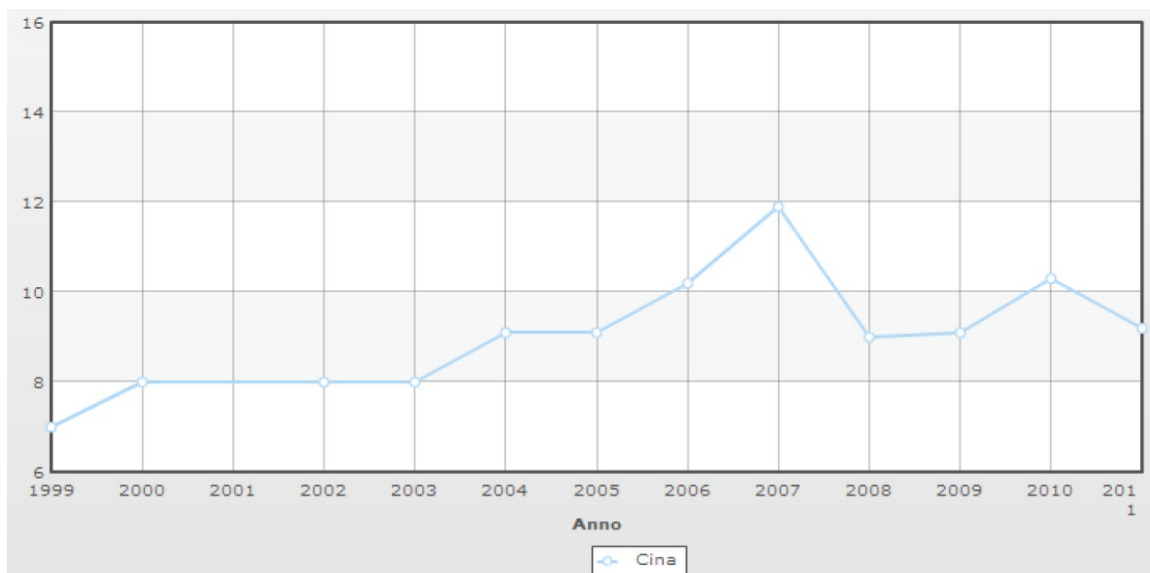


Figura 10. Tasso di crescita del PIL cinese (%).

Questa spettacolare crescita fu senz'altro dovuta ad una serie di molteplici fattori tra cui la ristrutturazione delle State Owned Enterprises (SOE), l'afflusso di investimenti esteri diretti e si può

⁸³ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 49

dire che anche i mercati finanziari abbiano contribuito al successo economico cinese sebbene il loro impatto rispetto ai prestiti bancari sia decisamente ridotto. Durante gli anni '90, le borse furono un veicolo attraverso il quale attirare esperienza e *Know-how* proveniente soprattutto da Paesi in cui gli Stock Exchange erano già una realtà affermata. Queste conoscenze contribuirono alla ristrutturazione della governance delle SOE senza la quale il sistema industriale cinese (soprattutto quello statale) stagnerebbe ancora agli anni '80. Alcune delle aziende cinesi di maggiore successo si quotarono a Wall Street anche grazie alla collaborazione delle banche d'investimento americane come Goldman Sachs e Morgan Stanley. Dopo l'internazionalizzazione delle prime SOE negli anni '90, nel decennio successivo la leadership cinese si pose l'obiettivo di piazzare quante più società cinesi nella classifica *Global 500* della rivista americana Fortune. Si può dire l'obiettivo sia stato raggiunto in pieno: nella lista della *Global 500* del 2013 figurano ben 93 aziende cinesi, di cui tre nelle prime dieci posizioni. Soltanto gli Stati Uniti presentano un numero maggiore di società in classifica (132).⁸⁴

Gli Stock Exchange cinesi, dal canto loro, nei primi dieci anni del nuovo millennio, si svilupparono al tal punto da poter competere con le più importanti borse asiatiche, tra cui Tokyo. Al 31 Dicembre 2012, solo considerando la capitalizzazione di Shanghai e Shenzhen (rispettivamente 2,41 e 1,14 trilioni di Dollari), le borse cinesi superano, anche se di poco, la loro concorrente giapponese (Tokyo Stock Exchange 3,38 trilioni di Dollari). Se a ciò si aggiunge anche la capitalizzazione di Hong Kong, che di fatto fa parte della Repubblica Popolare Cinese, con i suoi 2,37 trilioni di Dollari di capitalizzazione, si può dire che oggi la Cina sia il secondo più grande mercato finanziario dopo New York.

⁸⁴ *Fortune Global 500*, in "CNN", 2013, http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2013/full_list/?iid=G500_sp_full, 9 Luglio 2013.

Exchange	2012					
	January	February	March	April	May	June
AMERICAS						
Bermuda SE	1 403.1	1 477.8	1 399.0	1 506.9	1 460.4	1 472.9
BM&FBOVESPA	1 393 769.0	1 480 840.6	1 400 999.2	1 303 733.8	1 124 349.1	1 135 006.5
Buenos Aires SE	45 652.8	40 710.9	42 110.8	31 335.3	31 411.4	31 173.8
Colombia SE	222 040.0	243 830.2	245 076.2	258 491.1	234 209.2	231 906.5
Lima SE	86 825.9	90 238.9	95 603.5	94 991.8	89 910.0	89 987.2
Mexican Exchange	441 410.2	451 008.3	468 158.3	458 862.9	404 071.6	453 316.0
NASDAQ OMX	4 152 813.9	4 372 481.8	4 540 577.2	4 504 386.7	4 231 361.5	4 474 770.0
NYSE Euronext (US)	12 625 648.2	12 809 263.6	13 358 346.5	13 508 450.7	12 579 117.1	13 027 883.4
Santiago SE	290 370.5	316 462.3	316 910.8	315 488.2	276 330.2	294 767.8
TMX Group	2 014 474.2	2 112 493.9	2 033 828.9	2 040 210.0	1 820 643.6	1 860 187.7
Total region	21 274 407.7	21 918 808.2	22 503 010.3	22 517 457.3	20 792 864.2	21 600 471.9
ASIA - PACIFIC						
Australian SE	1 303 806.6	1 350 342.5	1 306 479.9	1 326 443.9	1 141 292.9	1 215 596.6
BSE India	1 225 472.2	1 297 020.5	1 219 931.5	1 171 798.2	1 035 911.9	1 101 873.2
Bursa Malaysia	431 092.9	438 260.7	431 953.4	429 940.0	406 243.4	420 451.4
Colombo SE	18 297.9	16 416.6	15 694.9	15 561.4	13 692.6	14 146.5
GreTai Securities Market	53 260.4	60 838.7	58 687.9	56 552.9	56 524.6	56 064.5
Hong Kong Exchanges	2 480 178.0	2 675 217.9	2 547 053.9	2 607 871.0	2 320 225.3	2 375 850.0
Indonesia SE	407 711.9	416 237.9	424 053.2	428 325.6	385 109.4	397 114.8
Korea Exchange	1 091 504.6	1 143 055.5	1 119 494.8	1 100 859.1	982 838.5	1 024 629.2
National Stock Exchange India	1 200 736.0	1 271 832.4	1 196 686.1	1 149 764.3	1 014 209.5	1 079 388.5
Osaka SE	221 747.6	224 873.5	227 776.5	225 111.2	207 285.7	210 397.9
Philippine SE	175 886.2	183 675.0	191 050.4	203 439.7	192 894.9	204 800.5
Shanghai SE	2 457 334.1	2 617 954.9	2 460 183.4	2 605 477.9	2 559 194.2	2 410 873.5
Shenzhen SE	1 044 596.3	1 176 543.0	1 107 693.8	1 169 013.1	1 198 193.8	1 149 178.8
Singapore Exchange	665 734.3	690 026.5	692 591.7	696 092.3	637 994.9	664 634.1
Taiwan SE Corp.	691 446.6	752 353.0	733 249.1	701 172.7	668 137.3	668 600.0
The Stock Exchange of Thailand	289 752.2	317 045.9	321 688.9	331 076.9	298 961.8	307 528.1
Tokyo SE Group	3 468 875.6	3 602 512.0	3 625 480.7	3 533 596.7	3 225 443.0	3 384 874.5
Total region	15 804 949.8	16 737 500.5	16 255 287.6	16 377 221.2	15 122 658.5	15 396 215.7

Figura 11. Stock Markets capitalisation (in miliardi di Dollari).

Anche come numero di aziende quotate i soli mercati di Shanghai e Shenzhen (rispettivamente 945 e 1499) superano la borsa di Tokyo (2287 società quotate).⁸⁵

Exchange	2012																	
	January			February			March			April			May			June		
	Total	Domestic co's	Foreign co's	Total	Domestic co's	Foreign co's	Total	Domestic co's	Foreign co's	Total	Domestic co's	Foreign co's	Total	Domestic co's	Foreign co's	Total	Domestic co's	Foreign co's
AMERICAS																		
Bermuda SE	40	13	27	40	13	27	40	13	27	40	13	27	41	13	28	43	13	30
BM&FBOVESPA	372	365	7	372	363	9	372	363	9	373	363	10	370	360	10	372	361	11
Buenos Aires SE	105	99	6	105	99	6	105	99	6	105	99	6	105	99	6	104	98	6
Colombia SE	84	79	5	84	79	5	84	79	5	85	79	6	85	79	6	85	79	6
Lima SE	257	205	52	258	205	53	258	205	53	258	205	53	259	206	53	261	207	54
Mexican Exchange	133	128	5	133	128	5	133	128	5	134	129	5	134	129	5	133	128	5
NASDAQ OMX	2 669	2 375	294	2 666	2 374	292	2 665	2 368	297	2 658	2 363	295	2 653	2 361	292	2 636	2 348	288
NYSE Euronext (US)	2 308	1 786	522	2 315	1 791	524	2 325	1 798	527	2 334	1 809	525	2 340	1 817	523	2 334	1 811	523
Santiago SE	232	228	4	233	229	4	232	228	4	232	228	4	248	228	20	249	229	20
TMX Group	3 947	3 848	99	3 964	3 865	99	3 972	3 872	100	3 975	3 874	101	3 987	3 886	101	3 989	3 889	100
Total region	10 147			10 170			10 186			10 194			10 222			10 206		
ASIA - PACIFIC																		
Australian SE	2 078	1 982	96	2 083	1 987	96	2 080	1 986	94	2 083	1 988	95	2 082	1 985	97	2 074	1 978	96
BSE India	5 115	5 115	NA	5 122	5 122	NA	5 133	5 133	NA	5 133	5 133	NA	5 140	5 140	NA	5 141	5 141	NA
Bursa Malaysia	937	929	8	939	930	9	938	929	9	935	926	9	928	919	9	926	917	9
Colombo SE	276	276	NA	277	277	NA	278	278	NA	279	279	NA	281	281	NA	284	284	NA
GreTai Securities Market	610	598	12	610	598	12	613	599	14	615	600	15	619	603	16	622	606	16
Hong Kong Exchanges	1 506	1 482	24	1 507	1 483	24	1 510	1 485	25	1 516	1 492	24	1 518	1 494	24	1 519	1 432	87
Indonesia SE	442	442	0	442	442	0	442	442	0	443	443	0	443	443	0	445	445	0
Korea Exchange	1 816	1 799	17	1 817	1 800	17	1 814	1 797	17	1 805	1 787	18	1 798	1 780	18	1 795	1 777	18
National Stock Exchange India	1 641	1 640	1	1 644	1 643	1	1 646	1 645	1	1 649	1 648	1	1 651	1 650	1	1 648	1 647	1
Osaka SE	1 227	1 226	1	1 222	1 221	1	1 212	1 211	1	1 212	1 211	1	1 207	1 206	1	1 206	1 205	1
Philippine SE	253	251	2	252	250	2	251	249	2	252	250	2	254	252	2	254	252	2
Shanghai SE	932	932	NA	934	934	NA	934	934	NA	938	938	NA	943	943	NA	945	945	NA
Shenzhen SE	1 420	1 420	NA	1 430	1 430	NA	1 455	1 455	NA	1 465	1 465	NA	1 479	1 479	NA	1 499	1 499	NA
Singapore Exchange	772	461	311	770	460	310	768	460	308	769	460	309	770	462	308	769	461	308
Taiwan SE Corp.	824	772	52	824	772	52	824	773	51	827	774	53	829	776	53	830	776	54
The Stock Exchange of Thailand	545	545	NA	546	546	NA	546	546	NA	545	545	NA	545	545	NA	545	545	NA
Tokyo SE Group	2 288	2 277	11	2 288	2 277	11	2 288	2 277	11	2 287	2 276	11	2 289	2 278	11	2 287	2 276	11
Total region	22 682			22 707			22 732			22 753			22 776			22 789		

Figura 12. Numero di società quotate.

Tra il 1993 e il 2010 le SOE cinesi racimolarono 389 miliardi di Dollari nei mercati finanziari

⁸⁵ 2012 Market capitalisation trend, in “World Federation of Exchanges”, 2013, http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_january.pdf, 9 Luglio 2013.

domestici (Hong Kong escluso), a cui vanno aggiunti ulteriori 262 miliardi ottenuti nelle borse internazionali. Il totale di 651 miliardi di Dollari corrisponde al 13,28% del prodotto in terno lordo cinese del 2009 pari a 4,9 trilioni di Dollari.⁸⁶ Un'ulteriore dato significativo è rappresentato dal fatto che a Maggio 2012, tre delle maggiori dieci offerte pubbliche iniziali a livello globale in termini di capitali raccolti, ebbero luogo nei mercati azionari del Paese di Mezzo da parte di società cinesi, le quali racimolarono fondi per più di 54 miliardi di Dollari. Facendo della Cina la nazione più rappresentata in classifica al pari degli Stati Uniti.⁸⁷ È infatti abbastanza comune per una società che si appresta ad essere quotata nel mercato azionario di Shanghai, che le sue azioni vengano sottoscritte 500 volte il valore dell'offerta pubblica iniziale.⁸⁸ Ad oggi, per i piccoli risparmiatori cinesi, il mercato azionario rappresenta, assieme al mercato immobiliare, un valido investimento che garantisce tassi d'interesse superiori al tasso d'inflazione. Nel 2007, quando l'inflazione cinese toccò il suo massimo picco dall'inizio del nuovo secolo raggiungendo quota 6,58%⁸⁹, un'ingente quantità di capitali fu dirottata dalle famiglie verso i mercati azionari, spingendo al rialzo il valore dei titoli.

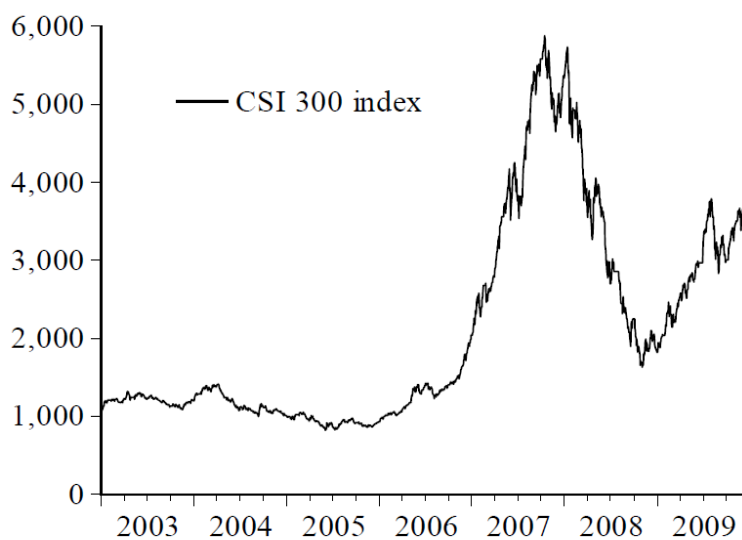


Figura 13. Stock prices in China.⁹⁰

⁸⁶ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 14.

⁸⁷ *Top ten global IPOs*, in “The Sidney Morning Herald”, 2012, <http://www.smh.com.au/business/top-ten-global-ipos-20120517-1ysi3.html>, 4 Agosto 2013.

⁸⁸ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 164.

⁸⁹ *Historic inflation China - CPI inflation*, in “Worldwide Inflation Data”, 2013, <http://www.inflation.eu/inflation-rates/china/historic-inflation/cpi-inflation-china.aspx>, 5 Agosto 2013.

⁹⁰ Chengsi, ZHANG et alii, “Financial Crisis, Monetary Policy, and Stock Market Volatility in China”, *Annals of economics and finance*, 12, 2, 2011, pp. 371-388.

Una delle principali differenze che rimangono tra i mercati borsistici cinesi e le borse dei Paesi Occidentali è che la maggior parte della capitalizzazione delle SOE, che rappresentano la fetta più importante delle borse di Hong Kong, Shanghai e Shenzhen, è controllata direttamente o indirettamente dal Partito Comunista Cinese e solo quote minoritarie sono state effettivamente cedute al pubblico (red capitalism).

Ad una prima analisi, i mercati azionari cinesi appaiono sviluppati al pari di quelli occidentali, sia dal punto di vista della capitalizzazione e del turnover, sia dal punto di vista delle infrastrutture. Proprio come nelle borse europee o americane, il tutto è gestito tramite piattaforme di scambio completamente elettroniche, vi è un efficiente sistema di gestione dei regolamenti contrattuali e delle compensazioni⁹¹ e ovviamente non mancano i classici tabelloni informativi nei quali vengono riportati informazioni riguardanti gli indici, i prezzi in tempo reale ed altre informazioni riguardanti le società quotate. Tuttavia, questa è solo l'immagine di modernità che il governo cinese vuole dare al mondo di sé. Di fatto il mercato azionario cinese non è fondato sul concetto di proprietà privata e di società privatizzate, al contrario esso ha il solo obiettivo di conservare gli interessi del partito nell'economia cinese. Nel libro *'Red Capitalism'*, Carl Walter e Fraser Howie danno una singolare definizione dei mercati azionari in Cina:

“China's stock markets are not really about money (that comes from the banks): they are about power. (they) are a triumph of form over substance.”

Proprio come nel mercato obbligazionario nel quale il governo di Pechino ne ha estirpato l'essenza, ovvero il rischio (vedi pag. 64), anche nel mercato azionario è deficitario il movente che lo possa rendere veramente attivo e moderno: la valutazione delle società quotate. Esse infatti sono per la maggior parte possedute dal governo cinese. Basti pensare che al Novembre 2009 tutte le prime dieci società quotate nella borsa di Shanghai in termini di capitalizzazione erano società finanziarie o petrolifere: ovviamente controllate dallo stato.⁹² Nonostante il turnover nel mercato azionario

⁹¹ La compensazione (in inglese *clearing*) è un meccanismo che permette alle banche e alle istituzioni finanziarie membri di una camera di compensazione di regolare tra loro i rapporti di dare e avere generati da transazioni finanziarie effettuate sui mercati o di scambio di assegni o denaro tra banche. Una transazione si realizza mediante l'acquisto di una parte e la vendita di una controparte generando un debitore e un creditore. La compensazione si realizza aggregando tutte le posizioni di acquisto e di vendita avvenute su un prodotto o titolo detenuto da ciascuna delle due parti e calcolando il saldo netto che ogni parte deve dare o prendere, cercando di minimizzare lo scambio finale di denaro o beni. Una volta lo scambio avveniva fisicamente in una stanza o camera convenuta: la camera di compensazione. Oggi il tutto avviene in modalità informatica.

⁹² Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*,

cinese sia notevole, le transazioni non comportano mai un vero, anche parziale, passaggio di proprietà. Il Partito Comunista Cinese è un attivo manipolatore sia del mercato azionario che obbligazionario al fine di mantenere saldamente il controllo sull'economia.

1.7.1 Il “toro” dopo “l'orso”: la fase rialzista del mercato azionario cinese

Come già analizzato in precedenza, tra il 2001 e il 2005, i mercati azionari cinesi subirono una prolungata fase “*bear*”⁹³, ovvero presentarono una certa debolezza dovuta allo scarso interesse da parte degli investitori. A partire dal 2005 il governo centrale trovò la soluzione definitiva per riportare la fiducia nei mercati azionari e spingere al rialzo il valore dei titoli. È lecito pensare che Pechino si sia prodigato tanto per riportare in salute le borse di Shanghai e Shenzhen in quanto il governo rappresentava il maggiore azionista di buona parte delle società quotate: se il valore delle azioni fosse tornato a salire, anche i suoi guadagni ne avrebbero tratto vantaggio. In 18 mesi l'indice della borsa di Shanghai salì dai meno di 1000 punti di metà 2005 ai più di 3000 punti del Dicembre 2006, mentre il valore medio del rapporto prezzo/utigli salì da 15 fino a 50. Le cause furono molteplici: senza dubbio dal 2001, quando la Cina fece il suo ingresso nella World Trade Organization, tra gli investitori locali ed internazionali si era diffusa la convinzione che oramai la Cina fosse più aperta economicamente. Il secondo, e più importante fattore, furono le informazioni secondo le quali l'intera massa di titoli non commerciabili sarebbe rimasta tale fino a dopo le Olimpiadi di Pechino del 2008. Infatti la possibilità che le azioni non trasferibili (possedute da enti governativi) entrassero liberamente in commercio, rappresentava per gli investitori una minaccia in quanto all'aumentare dell'offerta, il prezzo sarebbe sicuramente sceso. Accantonata questa preoccupazione, tra gli investitori si innescò un processo di round-tripping dei capitali tra Hong Kong e Shanghai, ovvero investitori cinesi che spostarono i loro capitali nell'ex dominio britannico per poi investire nuovamente in Cina godendo degli sgravi fiscali concessi ai capitali provenienti dall'estero. A tutto ciò si aggiunse anche il costante apprezzamento dello Yuan cinese nei confronti del Dollaro americano.⁹⁴

Singapore, Wiley, 2012, p. 175.

⁹³ Il glossario del sito ufficiale della Borsa Italiana definisce il Bear Market: “Mercato caratterizzato dalla diminuzione dei corsi azionari che si prolunga per un periodo relativamente ampio. Il bear market, denominato anche “mercato orso”, è contraddistinto da una progressiva diminuzione dei prezzi delle attività finanziarie e da aspettative pessimistiche.” [http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Bear Market](http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Bear%20Market)

⁹⁴ Gabe J, DE BONDY, et Alii, *Booms and Busts in China Stock market*, in “European Central Bank”, 2010, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1190.pdf>, 4 Maggio 2013, p. 6.

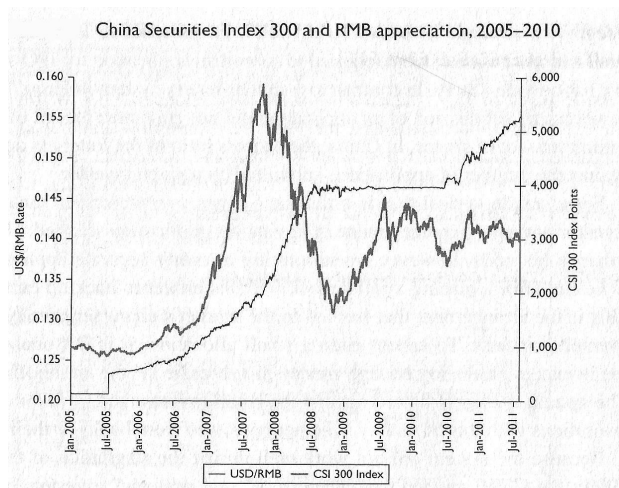


Figura 14. Indice CSI Shanghai e tasso di cambio Dollaro/RMB

Uno dei principali artefici di questa ripresa fu Shang Fulin, presidente della China Securities Regulatory Commission dal Dicembre 2002 all'Ottobre 2011 e già presidente della Agricultural Bank of China dal 2000 al 2002. L'andamento positivo dei mercati tra il 2006 e il 2007 rafforzò la posizione di Shang che poté così iniziare una nuova e più significativa fase di riforme finalizzate all'inserimento nel panorama finanziario cinese di una più massiccia partecipazione estera.

In quello stesso periodo, tra il 2005 e il 2006, le principali banche commerciali statali completarono il loro processo di riforma e quotarono le loro azioni nei mercati cinesi ed internazionali. Il 19 Ottobre 2005 la China Commercial Bank (CCB) fu la prima delle “big four banks” a completare l'offerta pubblica iniziale presso la borsa di Hong Kong ottenendo circa otto miliardi di Dollari⁹⁵; nel Giugno 2006 fu il turno della Bank of China (BOC) la quale emise azioni per più di 12 miliardi di Dollari contemporaneamente tra le borse di Shanghai ed Hong Kong⁹⁶; la quotazione della Industrial and Commercial Bank of China fu al 27 Ottobre 2006 la più grande emissione di azioni della storia a livello globale, raccogliendo più di 19 miliardi di Dollari.⁹⁷

È interessante notare come queste imponenti offerte pubbliche iniziali abbiano avuto un così grande successo in un periodo immediatamente successivo ad una fase “bear”. Una spiegazione può essere trovata nel massiccio impiego di investitori strategici da parte dello stato, in un momento in cui i piccoli risparmiatori e le società d'investimento mancavano della fiducia necessaria a far ripartire il mercato. Nel 2006 gli investitori dei mercati azionari cinesi si potevano classificare in tre gruppi distinti: gli investitori strategici (战略投资者) i quali avevano accesso garantito al pacchetto

⁹⁵ *Construction Bank raises 8 b dollars in IPO*, in “China Daily”, 2005, http://www.chinadaily.com.cn/english/doc/2005-10/21/content_486689.htm, 8 Agosto 2013.

⁹⁶ LAGUE, David, “Bank of China I.P.O. Raises \$9.7 Billion”, *International Herald Tribune*, 24 Maggio 2006.

⁹⁷ Franklin, ALLEN et Alii, *The IPO of Industrial and Commercial Bank of China and the ‘Chinese Model’ of Privatizing Large Financial Institutions*, in “Wharton University of Pennsylvania”, 2012, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/12/12-03.pdf>, 8 Agosto 2013, p 14.

azionario prima dell'effettiva quotazione ma dovevano mantenere la proprietà delle quote per almeno un anno; vi erano poi gli enti dotati di personalità giuridica detti “offline regular legal person investor” (一般法人投资者) ai quali era imposto di detenere le azioni per almeno tre mesi; infine vi erano i piccoli risparmiatori ed investitori definiti “online investor” ai quali non era richiesto di mantenere la proprietà delle azioni per un tempo stabilito ma per avere accesso alle azioni era necessario passare attraverso una lotteria su scala nazionale. Gli investitori strategici vennero creati verso la fine degli anni '90 dalla China Securities Regulatory Commission con lo scopo di creare un nuovo gruppo di investitori che potesse stimolare i mercati nei periodi di scarsa fiducia da parte degli investitori tradizionali. Erano per la maggior parte composti da altre State Owned Enterprise. La soluzione degli investitori strategici fu ritenuta valida in quanto poteva benissimo adattarsi alla particolare situazione cinese. Nelle borse di Shanghai e Shenzhen infatti tutti i possibili investitori, istituzionali e non, interessati ad acquistare azioni di un'offerta pubblica iniziale dovevano sottoscrivere una richiesta di adesione in una lotteria a livello nazionale. A differenza della borsa di Hong Kong, in Cina la partecipazione a tale lotteria non garantiva affatto la certezza di poter acquistare una minima quantità di azioni. Le possibilità di successo aumentavano soltanto all'aumentare del numero di sottoscrizioni presentate da un dato investitore. Ovviamente ad ogni sottoscrizione si richiedeva di depositare una somma di denaro a copertura dell'investimento. Le conseguenze di questo sistema erano da un lato le caratteristiche sottoscrizioni decine di volte superiori all'offerta, dall'altro lato gli investitori con maggiori possibilità economiche erano favoriti a scapito dei piccoli risparmiatori. Nel 2005 per porre rimedio al periodo di debolezza dei mercati, gli investitori strategici si accordarono con la CSRC ad acquistare rilevanti quote di offerte pubbliche iniziali ad un prezzo stabilito prima che le sottoscrizioni ufficiali e le lotterie avessero luogo. Ad essi la CSRC garantiva la possibilità di acquistare tutte le azioni desiderate vincolandoli tuttavia a conservarle per almeno un anno. In contrasto, agli investitori comuni non era garantita possibilità di acquistare anche una sola azione indipendentemente dal numero di sottoscrizioni presentate. Il vantaggio per gli investitori strategici era evidente: riducendo il numero di azioni circolanti sul mercato, il loro prezzo si sarebbe sicuramente alzato nei mesi successivi alla quotazione iniziale. Sia le tre banche già citate che quattordici delle 24 offerte pubbliche iniziali che ebbero luogo in Cina tra Giugno 2006 e Luglio 2007 godettero del supporto degli investitori strategici, anche in quei casi in cui le sottoscrizioni iniziali da parte degli investitori “regolari” erano decine di volte superiori all'offerta.⁹⁸ Nel caso della Industrial and Commercial Bank of China, un gruppo di 23 investitori strategici contribuirono per il 38% all'acquisto delle azioni emesse presso la

⁹⁸ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 198.

borsa di Shanghai, e nonostante le azioni vennero sottoscritte quasi 17 volte il loro valore, nel primo giorno di contrattazione il valore delle azioni aumentò di solo il 5,1% a riprova di quanto il mercato azionario primario sarebbe stato debole senza la partecipazione degli investitori strategici.⁹⁹

Figura 15. Investitori strategici nelle offerte pubbliche iniziali presso lo Shanghai Stock Exchange

Società	Data quotazione	Capitali raccolti tramite OPA (milioni di RMB)	Sottoscrizioni lorde (milioni di RMB)	Sottoscrizioni in eccesso (per numero di volte)	Quote acquistate da investitori strategici (%)
Bank of China	07/05/06	20000	670355	33,5	19,8
Daqin Railway	01/08/06	15000	552675	36,9	30
Air China	18/08/06	4589	44586	9,7	21,4
Beijing North Star	16/10/06	3600	242055	67,2	36,7
ICBC	27/10/06	46644	781031	16,8	38,6
China Merchants Energy Shipping	01/12/06	4452	381135	87,7	28,8
Datang International Power	20/12/06	3340	303841	91,8	39,4
Guangshen Railway	22/12/06	10332	450682	43,7	33,9
China Life	09/01/07	28320	832541	29,4	40
Industrial Bank	05/02/07	15996	1163348	72,7	30
Ping An Insurance	01/03/07	38870	1093573	28,1	30
China CITIC Bank	27/04/07	13351	1402172	104,4	22,5
Bank of Communications	15/05/07	25204	1454352	57,7	30
China COSCO	26/06/07	15127	1629048	107,2	30
Agricultural Bank of China	15/07/10	59591	480253	8,1	40

Nel 2007 si ebbe un'impressionante ascesa dei mercati azionari cinesi. Da Giugno 2007 fino alla fine dell'anno la borsa di Shanghai crebbe del 50%, raggiungendo quota 6100 punti. Nell'euforia generale che si respirava, molti pensavano che il mercato avrebbe presto raggiunto quota 10000 punti.¹⁰⁰ In questo periodo 17 nuove società fecero il loro ingresso nello Shanghai Stock Exchange e nessuna di queste fece uso degli investitori strategici per completare la loro quotazione in quanto non ve ne era più la necessità visto che il mercato si era completamente ripreso ed era nel pieno della sua fase "bull". Nonostante l'imponente bolla speculativa che si stava andando a creare, queste offerte pubbliche iniziali attirarono i piccoli risparmiatori meno di quel che ci si potesse aspettare. Per avere accesso alle azioni libere da vincoli, era infatti necessario versare quote di deposito che erano al di sopra delle possibilità della gran maggioranza della popolazione. Tra la metà del 2006 e la metà del 2007 la media dei depositi versati era prossima ai 70000 RMB, mentre nella seconda metà del 2007, quando l'importanza degli investitori strategici andò a scemare, la media salì a 1,2 milioni di RMB. Ne consegue che anche in questo caso furono gli investitori

⁹⁹ Franklin, ALLEN et Alii, *The Initial Public Offering of the Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)*, in "Wharton University of Pennsylvania", 2012, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/ICBC-Final-27nov11.pdf>, 8 Agosto 2013, p 23.

¹⁰⁰ Qiangjiang, ZHI et Alii, *Bubble Diagnosis and Prediction of the 2005-2007 and 2008-2009 Chinese stock market bubbles*, in "Cornell University", 2010, <http://arxiv.org/pdf/0909.1007.pdf>, 9 Agosto 2013.

istituzionali a giocare il ruolo più importante nella creazione della bolla finanziaria del 2007. Si può quindi dire che l'obiettivo del Partito Comunista Cinese di mantenere un saldo controllo sull'economia e sui mercati sia stato raggiunto in pieno.¹⁰¹

Tra il 2007 e il 2010 le borse cinesi non ebbero bisogno dell'intervento degli investitori strategici. Se ne ripropose la necessità nel Luglio 2010 quando il governo cinese si pose l'ambizioso obiettivo di far ottenere all'Agricultural Bank of China nove miliardi di Dollari tramite un'offerta pubblica iniziale nel solo mercato di Shanghai, più un'ulteriore emissione di azioni H presso la borsa di Hong Kong. Ad oggi, quella della ABC con i suoi 22,1 miliardi di Dollari racimolati, rimane l'offerta pubblica iniziale più grande di sempre a livello globale.¹⁰² Tale successo è senza dubbio dovuto alla partecipazione, per una quota del 40%, di ben 27 investitori strategici, tutte State Owned Enterprise appartenenti a i settori più disparati, da quello petrolifero a quello assicurativo. Le azioni della ABC vennero sottoscritte dagli investitori “comuni” solamente otto volte il valore totale delle azioni, un numero relativamente basso comparato con le offerte pubbliche iniziali delle altre tre grandi banche commerciali cinesi. Inoltre, agli investitori strategici era stato imposto dal governo di detenere il 50% delle azioni acquistate per almeno 18 mesi. Questi erano due chiari segnali dello scarso interesse del pubblico per le azioni della ABC e quanto ancora debole fosse il mercato primario. Oltre alla straordinaria partecipazione degli investitori strategici, il governo cinese, agendo tramite le più importanti SOE gestite dalla State-owned Asset Supervision Administration Commission acquistò un ulteriore 20% di azioni non vincolate della ABC attraverso un'imponente azione di sottoscrizione nella lotteria nazionale. Si può dire quindi che la più grande offerta pubblica iniziale della storia dei mercati finanziari sia stata appoggiata dal governo cinese per il 60%. Nel primo giorno di contrattazione le azioni della Agricultural Bank of China salirono di un misero 1%. Se a tutti questi investitori non fosse stato in qualche modo imposto l'acquisto e la detenzione di un simile ammontare di quote azionarie, il prezzo delle azioni sarebbe probabilmente crollato.

Per gli investitori dell'Agricultural Bank of China, un rialzo di un solo punto percentuale costituiva un forte motivo di disappunto in quanto nel 2010, nei mercati azionari cinesi, il valore delle azioni nel loro primo giorno di contrattazione successivo all'offerta pubblica iniziale si alzò mediamente del 47%, mentre nel 2007, nel pieno della bolla finanziaria cinese, il rialzo fu mediamente del 193%. Questi dati dovrebbero far supporre che vi sia stato un incredibile interesse da parte del

¹⁰¹ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 204.

¹⁰² *Agricultural Bank of China Sets IPO Record as Size Raised to \$22.1 Billion*, in “Bloomberg”, 2010, <http://www.bloomberg.com/news/2010-08-15/agricultural-bank-of-china-sets-ipo-record-with-22-1-billion-boosted-sale.html>, 8 Agosto 2013.

pubblico nei confronti dei mercati azionari cinesi, in realtà si tratta solamente di un meccanismo architettato dalla China Securities Regulatory Commission e dal suo presidente, Shang Fulin, per consentire agli investitori, che come abbiamo visto sono per la maggior parte riconducibili al governo centrale, di ottenere ingenti profitti. I prezzi delle SOE o delle banche statali che si apprestavano ad introdurre in borsa i loro titoli azionari, impostavano prezzi volutamente bassi pur sapendo che la domanda per quei determinati titoli era alta. Come risultato, si garantiva che il prezzo nel primo giorno di contrattazione sarebbe salito vertiginosamente, consentendo alle società o agli enti (entrambi quasi sempre statali) di registrare un guadagno immediato. L'altra faccia della medaglia sta nel fatto che questo processo elimina la necessità per coloro che acquistano i titoli azionari di valutare correttamente il rischio legato alla società nella quale si andrà ad investire. Il fine ultimo del mercato azionario in Cina, non è creare ricchezza per le imprese, ma per il governo.¹⁰³

Un altro buon esempio di questo processo, si può ritrovare nell'offerta pubblica iniziale della PetroChina, il cinque Novembre 2007 presso la borsa di Shanghai. In quell'occasione l'azienda petrolifera statale raccolse 67 miliardi di RMB dalla vendita del 13% delle sue azioni, ma i depositi per le sottoscrizioni preliminari raggiunsero quota 3,4 trilioni di RMB. Nel primo giorno di contrattazione il valore delle azioni triplicò. Alla fine di quel giorno, la PetroChina era la società con la più alta capitalizzazione al mondo, spodestando dal gradino più alto del podio la rivale americana Exxon Mobil. Il valore delle sue azioni distribuite nelle borse di Shanghai, New York ed Hong Kong raggiunse quota 1,2 trilioni di Dollari, superiore al prodotto interno lordo di una nazione come l'Australia. Il prezzo delle azioni nel giro di un anno sarebbero poi scese a livelli normali: ad Ottobre 2008 il valore di una singola azione era di circa 10 Yuan, rispetto ai 40 del primo giorno di trattazione e dei 16,70 del prezzo di emissione.¹⁰⁴ Ciò che risulterebbe strano per un analista finanziario internazionale, è il fatto che la compagnia petrolifera cinese si fosse lasciata sfuggire i due terzi dei capitali che avrebbe potuto raccogliere dai futuri azionisti. Nei mercati borsistici occidentali, una pianificazione più oculata avrebbe imposto al management della società di vendere le azioni a prezzi decisamente più alti in relazione alla grande domanda e conseguendo un introito decisamente maggiore. In un contesto differente, l'amministratore delegato della PetroChina sarebbe stato senza dubbio rimosso. In realtà si trattò di un piano ben congegnato per consentire a tutti gli investitori riconducibili ad enti, ministeri ed aziende statali di ottenere enormi profitti dal loro investimento nelle azioni PetroChina.

¹⁰³ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 205.

¹⁰⁴ Donald, GREENLEES, "PetroChina shares triple value in record IPO", *The New York Times*, 5 Novembre 2007.

Le borse cinesi hanno dimostrato di lavorare con maggiore efficacia quando i prezzi di emissione delle azioni sono bassi e vi è una grande liquidità nel mercato. Queste condizioni fanno sì che i prezzi delle azioni detenute dalle altre società statali e da tutti gli enti riconducibili al governo cinese. Il governo di Pechino ha convenienza a far credere al pubblico internazionale che la gran maggioranza dei capitali raccolti tramite le offerte pubbliche iniziali derivino dall'azionariato diffuso e dai piccoli risparmiatori, in realtà il mercato è dominato dagli enti istituzionali: SOE ed agenzie di stato. Il governo centrale ha dato prova di poter influenzare sia la borsa di Shenzhen che quella di Shanghai. Si stima che, nel 2007, almeno il 20% di tutti i profitti registrati dalle State Owned Enterprise siano stati ottenuti da investimenti e speculazioni nel mercato azionario. Un ulteriore dato interessante riguarda i piccoli investitori: si calcola che essi non contino per più del 30% del mercato azionario cinese.¹⁰⁵ La maggior parte di loro si pongono nel mercato come investitori a breve termine sperando in un rialzo immediato dei prezzi delle loro azioni e quindi agendo come dei semplici speculatori. Essi sanno solamente che i prezzi delle azioni potrebbero salire, ignorando completamente fattori quali i risultati operativi dell'azienda e i possibili dividendi. L'unico vero investitore delle borse cinesi è lo Stato. Gli stock market cinesi non sono luoghi nei quali si decide il trasferimento della proprietà delle società (soprattutto se statali) in quanto il dominio del governo su quelle aziende non deve mai essere messo in discussione. Il numero crescente di società private è un fattore che può far ben sperare in una maggiore liberalizzazione in futuro, tuttavia esse sono ancora di dimensioni e capitalizzazione ridotta rispetto alle SOE. Non devono ingannare inoltre l'ampio turnover e la grande liquidità presente nel mercato che spinge i prezzi al rialzo: il volume di contrattazione è fondamentalmente l'immagine di progresso e credibilità che il governo cinese vuole mostrare agli osservatori esterni.

1.7.2 Le nuove riforme

La leadership del Partito Comunista Cinese, tra la fine degli anni '90 e i primi anni duemila, intraprese una serie di iniziative per riformare l'intero apparato finanziario cinese. La prima di queste riforme riguardò la ristrutturazione delle banche che iniziò a partire dal 1998. La seconda importante riforma iniziò nel 2002 e riguardò la restaurazione del mercato azionario cinese collassato dopo l'esplosione della bolla finanziaria del 2001 e l'instaurazione di un ampio mercato obbligazionario che fino ad all'ora era stato sostanzialmente ignorato in Cina. Il principale artefice

¹⁰⁵ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordianry Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 209.

di queste riforme fu Zhou Xiaochuan, il braccio destro di Zhu Rongji per quanto concerne l'ambito economico/finanziario. Zhou, nel 2002, da presidente della CSRC diventò governatore della People's Bank of China, carica che ricopre tutt'oggi.

Come verrà discusso nei capitoli successivi, Zhou diede priorità alla ristrutturazione del sistema bancario in quanto nel 1998 la loro fragile situazione economica, dovuta in gran parte alla considerevole mole di crediti non più esigibili che vantavano nei confronti delle aziende statali, rappresentava un rischio per l'intera economia cinese. Inoltre anche se il mercato azionario era stato inaugurato già da sei anni, l'ammontare dei capitali racimolati dalle SOE nelle borse non era ancora lontanamente paragonabile ai capitali che le stesse ottenevano in prestito direttamente dalle Banche, facendo così concentrare sul sistema bancario buona parte dei rischi derivanti. Per alleviare lo stress originato da questa situazione, Zhou tentò di sviluppare il mercato obbligazionario che avrebbe consentito alle società statali di ottenere capitali direttamente da investitori e piccoli risparmiatori nel momento in cui il mercato azionario fosse risultato debole o di scarsa forza attrattiva. In supporto alla sua iniziativa, il 31 Gennaio 2004, il Consiglio di Stato emanò i cosiddetti “*Nove Articoli*” in cui il partito affermava ufficialmente il ruolo fondamentale del mercato dei capitali, incluse sia le azioni che le obbligazioni. Inoltre Zhou poteva contare sul supporto di Jiang Zemin che fino alla fine del 2004 conservò la carica di presidente della Commissione Militare Cinese del Partito Comunista. Grazie a questo supporto egli poté iniziare una massiccia campagna di riforma del mercato azionario ed obbligazionario. Ciò portò la PBOC ad allargare la sua sfera d'influenza anche in settori che storicamente erano stati di dominio di altre istituzioni (Ministero delle Finanze e CSRC), causando malumori e contrasti interni al partito che si risolsero nel 2007 con la sconfitta della PBOC, di Zhou e delle sue riforme (vedi cap 2).

Le riforme che Zhu Rongji e Zhou Xiaochuan cercarono di portare avanti a partire dal 1998, includevano la riforma del mercato azionario con l'apertura agli investitori esteri, l'ampliamento del mercato obbligazionario con la creazione di una partecipazione diffusa da parte dei piccoli risparmiatori, la creazione delle Asset Management Companies, ovvero Banche che si fecero carico di tutti i “*Bad Loans*” accumulati dalle quattro grandi banche statali. Con la sconfitta politica di Zhou tra il 2005 e il 2007 il processo di riforma rimase incompleto.¹⁰⁶

¹⁰⁶ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 121.

1.7.3 Lo sviluppo del mercato obbligazionario in Cina

Zhou Xiaochuan, governatore della banca centrale cinese, si espose in prima persona per garantire lo sviluppo ed allargare la base del mercato delle obbligazioni in Cina. Nel suo discorso al Bond Market Development Summit del 20 Ottobre 2005, egli affermò:

*“Compared with other financial instruments... China' corporate bond market has been developing very slowly and its role in economic growth has been rather limited. Such lack of development has also distorted the financial structure and produced considerable implicit risks, whose consequences may be grave for social and economic development.”*¹⁰⁷

Nel suo discorso, Zhou auspicava anche che la Cina intraprendesse delle riforme orientate al mercato, come la redazione di una moderna legge sul fallimento e ribadendo il concetto che non era necessario ricapitalizzare le banche commerciali anche in caso di fallimento.¹⁰⁸

Proprio a partire dal 2005, la PBOC con lo scopo di ridurre gli eccessivi rischi che gravavano sul sistema bancario cinese, introdusse prodotti obbligazionari sul modello dei mercati internazionali e allo stesso tempo rimosse l'ormai morente mercato interbancario dei debiti statali. Nonostante in apparenza il mercato obbligazionario cinese presenti un numero crescente di prodotti commerciati e volumi di scambio non indifferenti, si può ancora affermare che esso sia sostanzialmente ad uno stadio primitivo di sviluppo. Esso infatti presenta alcuni fattori limitanti quali per esempio tassi d'interesse imposti amministrativamente dal governo e investitori che sono in larga parte costituiti da banche statali. Si può considerare “primitivo” il mercato obbligazionario cinese in quanto esso esiste solo perché il Partito Comunista Cinese ritiene che la sua esistenza sia un simbolo necessario per mostrare al resto del mondo la modernità della sua economia, proprio come il nuovo palazzo e sede della televisione di stato a Pechino, la CCTV Headquarters. Anche nel mercato dei bond possiamo trovare tutte le strutture e i simboli che renderebbero tale mercato moderno al pari dei concorrenti occidentali: vi sono almeno cinque agenzie di rating, almeno due associazioni di categoria, vi sono quasi gli stessi prodotti che si possono trovare nei mercati occidentali come titoli di stato, commercial paper, titoli di indebitamento a medio-lungo termine e obbligazioni societarie. Tuttavia, ciò che rende “primitivo” il mercato obbligazionario cinese è la mancanza del rischio,

¹⁰⁷ Xiaochuan, ZHOU, *Learn lessons from the past for the benefit of future endeavour*, in “Bank for International Settlements”, 2005, <http://www.bis.org/review/r051124e.pdf?frames=0>, 10 Luglio 2013, p. 1.

¹⁰⁸ Xiaochuan, ZHOU, *Learn lessons from the past for the benefit of future endeavour*, in “Bank for International Settlements”, 2005, <http://www.bis.org/review/r051124e.pdf?frames=0>, 10 Luglio 2013, p. 3.

ovvero il motore che guida tutti gli altri mercati internazionali e che consente agli investitori di valutare il prezzo e la qualità di un prodotto finanziario. In Cina è il Governo, e in ultima analisi il Partito Comunista, a definire il prezzo e ad azzerare il rischio delle obbligazioni sul mercato. Nelle borse degli altri Paesi sviluppati, è il mercato stesso a stabilire il prezzo e a disegnare la curva dei rendimenti.¹⁰⁹ Il prezzo dei bond cinesi è fissato artificialmente dal Governo in base ai tassi d'interesse dei prestiti bancari (anch'essi fissati dal governo) e non in base alla reale domanda. Solitamente il prezzo fissato dal governo per l'emissione di bond è nettamente più basso di quello che il mercato effettivamente attribuirebbe. Il prezzo delle obbligazioni, quindi, è condizionato da fattori esterni al mercato stesso. Nelle fasi successive all'emissione, in caso di cessione, il prezzo di cessione può invece oscillare liberamente in base al mercato. Visto che il rendimento in fase di emissione è fissato a prezzi molto bassi dal governo, ne consegue che la gran parte degli investitori che in fase di emissione acquistarono bonds, subirebbero una perdita se li cedessero, facendo sì che essi non siano invogliati a vendere le obbligazioni e a mantenerle fino alla scadenza. Ciò è una delle principali cause della stagnazione e dello scarso turnover del mercato obbligazionario cinese.¹¹⁰

Per comprendere meglio la situazione cinese, può essere utile osservare come viene valutato il prezzo delle obbligazioni nei mercati occidentali: il prezzo di un obbligazione rappresenta il compenso che il detentore deve riconoscere al compratore per potersi liberare del titolo. Nei mercati occidentali generalmente il rapporto tra rendimento e prezzo è in genere di tipo inverso: se l'uno cresce l'altro diminuisce. Se un investitore acquista obbligazioni per 90 euro aspettandosi che alla scadenza essi abbiano un valore di 100 euro, il rimanente 10% (i 10 euro che guadagno nel tempo) è l'interesse versato agli obbligazionisti nel tempo. Fino alla data di scadenza (maturity), l'obbligazione però viene scambiata sui mercati oscillando al di sopra o al di sotto dei 90 euro in quanto molti obbligazionisti preferiscono vendere o comprare prima della scadenza. Se il prezzo sale fino a 95 euro, poiché a scadenza all'investitore ne spettano comunque 100 euro, il suo rendimento si comprime a 5 euro allontanando gli investitori. Il nesso logico sta anche nel fatto che se un titolo è richiesto, il prezzo sale e il rischio diminuisce, dunque il rendimento (che costituisce il

¹⁰⁹ Il glossario del sito ufficiale della Borsa Italiana definisce la curva dei rendimenti o Yield Curve: “La curva dei rendimenti (o struttura a termine dei rendimenti o yield curve) esprime la relazione che esiste tra il rendimento dei titoli obbligazionari e la loro scadenza e si basa sul confronto di un set di titoli identici sotto tutti i profili tranne che nella durata residua...Tendenzialmente un bond a scadenza trimestrale (per esempio) offrirà interessi inferiori a quelli di un bond trentennale, che richiede una immobilizzazione del capitale assai più lunga e quindi impone rischi maggiori. La curva dei rendimenti tenderà quindi a essere ascendente.”

¹¹⁰ Nino, CASSOLA e Nathan PORTER, *Understanding Chinese Bond Yields and their Role in Monetary Policy*, 2011, http://www.hkimr.org/uploads/conference_detail/31/con_paper_0_1087_nathan-porter.pdf, 11 Luglio 2013.

premio sul rischio) deve scendere.¹¹¹ Le curve dei rendimenti (yield curves) sono un ulteriore strumento che può essere utile a capire l'anomalia del mercato dei bond cinesi. Tali curve esprimono i tassi d'interesse che i diversi attori presenti sul mercato obbligazionario pagano per prodotti con caratteristiche simili. Solitamente gli interessi obbligazionari vengono stabiliti basandosi sugli interessi che i governi centrali pagano sui titoli di stato, partendo dal presupposto, ampiamente screditato negli ultimi anni, che gli stati non possano andare in bancarotta e che quindi essi rappresentino un investimento privo di rischi. In Cina, il Ministero delle Finanze (MOF) rappresenta l'emittente sovrano di titoli di stato e di conseguenza le agenzie di rating cinesi attribuiscono ai suoi titoli il più basso indice di rischio: il voto delle obbligazioni del MOF (che si può considerare una sorta di quadrupla-A) è addirittura superiore alla tripla-A (AAA) attribuita dalle società di rating cinesi ad altre società statali come la China National Petroleum Corporation (quinta nella classifica Forbes Global Fortune 500) o ai bond emessi dal Dipartimento del Tesoro Americano.

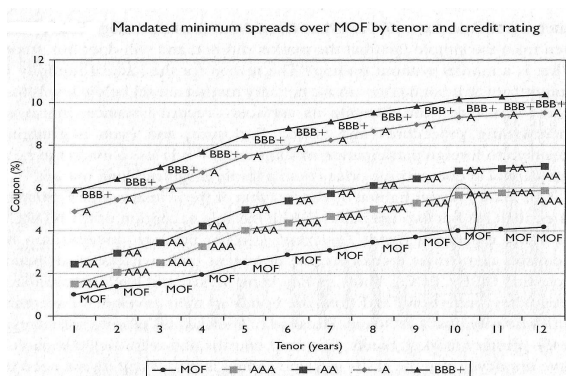


Figura 16. Rendimenti in base a rating

La figura 16 rappresenta i differenziali imposti dalla People's Bank of China per le obbligazioni emesse da società con diverse valutazioni di rating e basandosi sui titoli di stato emessi dal MOF. Come già spiegato, gli interessi sui titoli di stato cinesi sono basati sui tassi di interesse, anch'essi imposti dalla PBOC, che le banche applicano sui mutui. Le banche, in fase di acquisto di corporate bonds, confrontano gli interessi che le società garantiscono sui bond con gli interessi che esse possono applicare per un mutuo con scadenze simili (le società emittenti dal canto loro, faranno le stesse valutazioni). Essendo le banche i maggiori sottoscrittori di obbligazioni societarie, il mercato è da loro profondamente influenzato e i tassi d'interesse di conseguenza non si baseranno affatto sullo spread imposto dalla PBOC. Nella realtà i tassi d'interesse che le società concedono sulle obbligazioni vendute alle banche sono nettamente inferiori rispetto alla situazione utopica auspicata

¹¹¹ *Calcolo del rendimento e analisi della yield curve*, in "Borsa Italiana", 2012, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/obbligazioni/tipologie-di-obbligazioni/titoli-di-stato/calcolo-del-rendimento-analisi-yield-curve.htm>, 11 Luglio 2012.

dalla banca centrale.¹¹²

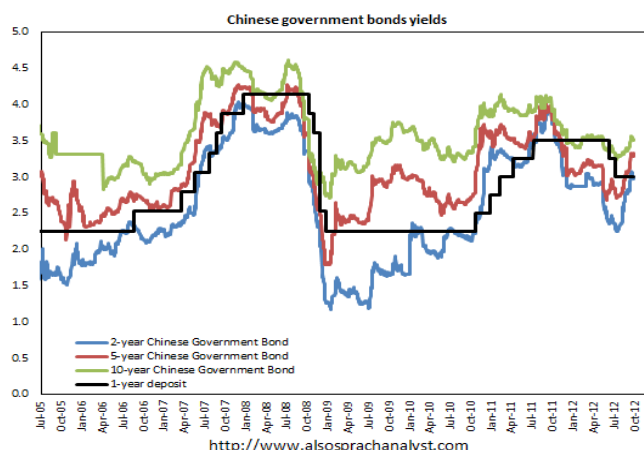


Figura 17. Rendita dei titoli di stato e interessi pagati sui conti corrente

La Cina per quanto riguarda le obbligazioni emesse da enti statali applica quella che nel mondo della finanza viene chiamata la “daily price fixings”. Ciò significa che vi è un prezzo stabilito dal governo, proprio come accade per la convertibilità dello Yuan cinese nei confronti del Dollaro. Tale tecnica è resa necessaria anche in virtù del fatto che i volumi di scambio di alcuni titoli obbligazionari sono così bassi da impedire al mercato stesso di dare una qualsiasi indicazione sul prezzo. Dall'Ottobre 2007 il prezzo dei bond viene fissato dalla China Government Securities Depository Trust and Clearing Corporation, un'entità virtualmente indipendente ma che di fatto è controllata dalla banca centrale.

Il 4 Gennaio 2010 nel mercato interbancario furono eseguite 615 transazioni obbligazionarie. Furono scambiati 32 CGB (Chinese Government Bonds) per un valore di 5,57 miliardi di RMB che rappresentarono soltanto il 3,3% del valore totale del mercato interbancario di quel giorno. I bond CGB con scadenze da uno a cinque anni, non vennero trattati nemmeno un volta. Ciò vuol dire che il prezzo e la relativa curva dei rendimenti vennero impostati sulla base di presupposizioni.¹¹³ I titoli obbligazionari che presentano una maggiore liquidità, sono quelli con scadenze più brevi come le MTN (Medium Term Notes), le commercial paper o i bond della banca centrale. Comparandoli con l'ammontare totale dei bonds presenti sul mercato cinese, al Luglio 2011, il 44% di essi non era trattato e scambiato. L'unica strada possibile per sviluppare realmente il mercato obbligazionario in Cina, passa attraverso l'incremento del turnover.

Accade spesso che diversi titoli obbligazionari aventi scadenze simili e uguale rating, manifestino curve di rendimento molto diverse. Le cause di tale fenomeno sono da ricercarsi nella mancanza di

¹¹² Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 106

¹¹³ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 109

scambi attivi tra gli investitori. Se gli investitori non scambiano attivamente i titoli azionari, il prezzo non può rispecchiare il rischio intrinseco del titolo e servire come mezzo di valutazione. Basti pensare che nel 2009, mediamente in una giornata il mercato interbancario dei corporate bonds registrava soltanto 1550 transazioni a fronte di 9000 investitori e una capitalizzazione di 1,3 trilioni di Renminbi. Il mercato dei buoni del tesoro Statunitensi, invece, mediamente contava 600.000 transazioni ed un valore di 565 miliardi di Dollari. Ancor più desolante fu la situazione dei bond emessi dal Ministero delle Finanze e dalla China Development Bank: nel Dicembre 2009 giornalmente le obbligazioni del MOF vennero scambiate mediamente 52 volte, mentre quelle della CDB 108.¹¹⁴

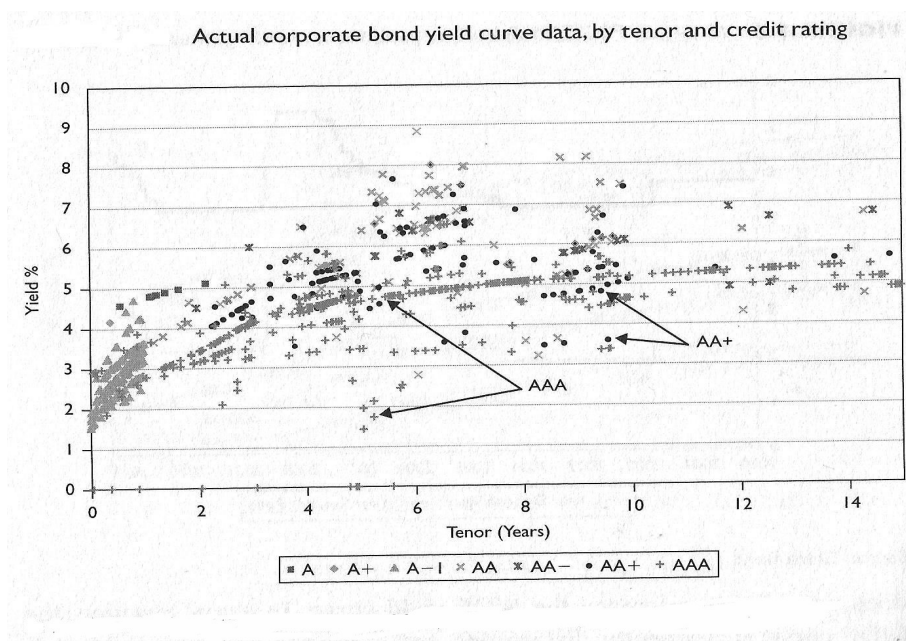


Figura 18. Effettivi rendimenti in base al rating

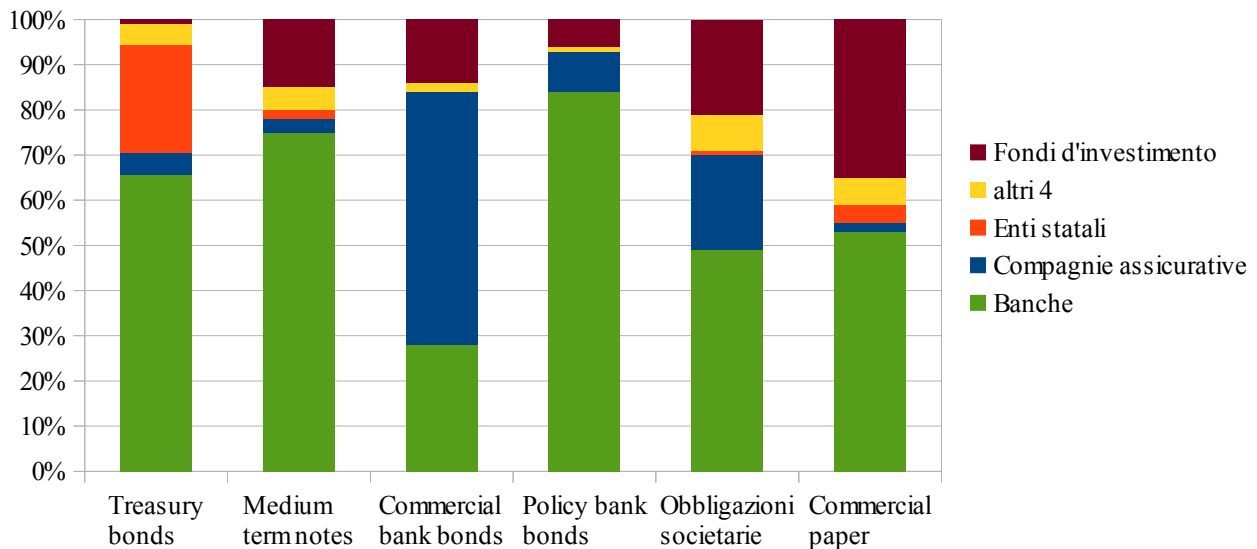
Un ulteriore fattore che limita lo sviluppo del mercato obbligazionario in Cina è la concentrazione presso entità statali o banche controllate dallo stato di buona parte dei titoli obbligazionari. Durante gli anni '80 i piccoli risparmiatori detenevano il 62% di tutte le obbligazioni emesse nel mercato cinese, alla fine del 2011 contavano solo il 3% del totale. Lo stato, attraverso le banche, le assicurazioni, i fondi di investimento e altre istituzioni quali la banca centrale, il Ministero delle Finanze e la China Securities Depository and Clearing Corporation, detiene circa il 97% di tutti i titoli obbligazionari emessi in Cina.¹¹⁵

¹¹⁴ Nino, CASSOLA e Nathan, PORTER, *Understanding Chinese Bond Yields and their Role in Monetary Policy*, 2011, http://www.hkimr.org/uploads/conference_detail/31/con_paper_0_1087_nathan-porter.pdf, 11 Luglio 2013.

¹¹⁵ *Asia Bond Monitor* Aprile 2012, in "Asia Bond Online", 2012, http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_apr_2012.pdf, 3 Agosto 2013, p. 57.

Figura 19. Investitori nei mercati obbligazionari cinesi

al 31 Dicembre 2011



Il mercato dei bond funziona come un semplice mezzo di trasferimento di fondi tra le varie entità statali. La riluttanza da parte del governo di Pechino a consentire un più ampio accesso ai piccoli risparmiatori, può ricercarsi nel fatto che tra il 1991 e il 1992, quando il Ministero delle Finanze stava valutando e sperimentando il mercato obbligazionario, ci si rese conto che con un maggiore investimento da parte dei piccoli risparmiatori, si sarebbero dovuti emettere bonds a prezzi molto simili a quelli di mercato. Inoltre le famiglie cinesi avevano la tendenza ad acquistare obbligazioni a breve scadenza e a detenerle fino alla maturazione, limitando così l'espansione del mercato secondario. Inoltre il Ministero delle Finanze poteva imporre alle banche di acquistare titoli di stato che garantissero rendimenti appena al di sopra dei tassi d'interesse che le banche pagavano ai risparmiatori. Al contrario i piccoli risparmiatori deviando parte dei loro risparmi verso titoli obbligazionari dello stato, avrebbero richiesto rendimenti decisamente più alti. Questi fattori spinsero il governo a sviluppare una base di investitori istituzionali. Così facendo il MOF poteva avere ugualmente accesso ai depositi delle famiglie cinesi tramite l'intermediazione delle banche.¹¹⁶ Questa situazione fu ampiamente tollerata dalla popolazione cinese fino alla fine degli anni '90, quando l'inflazione unita ad una fase in cui il mercato azionario diventava meno redditizio ed attrattivo, fece aumentare l'interesse verso il mercato obbligazionario. Tuttavia, il mercato era ormai monopolizzato dallo stato e le famiglie ne erano quasi del tutto escluse.

¹¹⁶ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 117.

Un'altra ragione per cui in Cina il mercato delle obbligazioni è ancora così poco sviluppato sta nel fatto che i governanti cinesi, sia centrali che locali, e i manager delle State Owned Enterprises prediligono il mercato azionario al mercato dei debiti in quanto tramite l'emissione di azioni, le aziende possono avere accesso a grandi capitali che non necessitano di essere ripagati. Al contrario i bond giunti a maturazioni devono essere liquidati agli investitori. Inoltre le quotazioni azionarie pubbliche manifestano agli investitori internazionali lo stato di modernizzazione e di implementazione della corporate governance delle SOE. Per un amministratore delegato di una società statale, riuscire ad arrivare ad una offerta pubblica iniziale è qualcosa che esce dal business quotidiano ed è degno di nota, al contrario nessun manager cinese è stato mai lodato per aver fatto contrarre all'azienda ancor più debiti.¹¹⁷ Dal punto di vista dei piccoli investitori cinesi, possedere delle azioni consente di essere in parte proprietari di un'azienda ed i governanti cinesi, mantenendo saldamente le loro quote societarie di riferimento, sono ben felici di concedere loro tale illusione.

Quando nel 1998 Zhu Rongji e Zhou Xiaochuan iniziarono a pianificare la riforma del mercato obbligazionario, auspicavano che molti investitori non statali potessero parteciparvi e diversificare i rischi di collasso finanziario che affliggevano il sistema bancario cinese. Ad oggi, tuttavia, il 70% di tutte le obbligazioni emesse nel mercato cinese sono detenute da istituzioni bancarie statali. Dei 24 principali detentori cinesi di obbligazioni, soltanto due non sono banche. Anche la diversificazione del rischio verso i mercati esteri non è buon punto: nel 2009 alcune banche straniere videro respinto il nullaosta dal governo di Pechino nonostante avessero ottenuto la licenza per sottoscrivere obbligazioni finanziarie. L'unica eccezione a questa situazione la si può trovare negli "enterprise bonds" (企业债), obbligazioni societarie emesse dalla National Development and Reform Commission che possono essere sottoscritte solo da holding finanziarie. Con questi presupposti, il mercato dei bond non può certo dare il suo contributo alla diversificazione dei rischi finanziari.

Nel Febbraio 2005, la People's Bank of China autorizzò l'emissione dei "Panda Bonds" ovvero titoli obbligazionari emessi in territorio cinese da istituti di credito internazionali e denominati in RMB. Tali bonds furono emessi per la prima volta dalla Asian Development Bank (una banca d'investimento partecipata da molti Stati asiatici) e l'International Financial Corporation ovvero la banca d'investimento della Banca Mondiale. Le due banche cedettero sul mercato obbligazioni per un valore di 2,13 miliardi di RMB che vennero poi utilizzati per finanziare progetti di sviluppo industriale in Cina. I "Panda Bonds" costituirono una svolta in quanto mai prima di allora il governo cinese aveva autorizzato degli istituti finanziari stranieri a vendere obbligazioni

¹¹⁷ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 98.

denominate in RMB sul mercato cinese.¹¹⁸

1.8 Il mercato assicurativo

In seguito alla vittoria del Partito Comunista, nel 1949 la Cina nazionalizzò l'intera industria assicurativa. L'unica compagnia ammessa, fu la People's Insurance Company of China (PICC), azienda statale che fino al 1980 operò in regime di assoluto monopolio. Tale compagnia, non solo era l'unico fornitore di servizi assicurativi di tutta la Cina ma ne era anche il regolatore dal punto di vista giuridico. Con il passare degli anni, le restrizioni del regime maoista nel campo della proprietà privata fecero scemare nella popolazione la percezione della necessità delle assicurazioni fino a che durante la Rivoluzione Culturale, la stessa People's Insurance Company of China sospese la sottoscrizione di tutte le polizze. Nel 1978 con l'inizio delle riforme di apertura la PICC contava soltanto 3000 dipendenti su una popolazione che già allora si aggirava intorno al miliardo di unità.¹¹⁹

Tre decenni di riforme e apertura hanno consentito profondi cambiamenti nell'economia e nella società cinese. Uno dei settori che maggiormente ha tratto vantaggio da questi processi è certamente il mercato assicurativo, il quale ha registrato tassi di crescita superiori rispetto agli altri comparti economici del Paese. Nel corso di questi ultimi tre decenni numerosi investimenti, energie e riforme dell'apparato legale furono apportati per favorire la vitalità e la solidità del mercato assicurativo attuale.¹²⁰

Nel Febbraio 1979, durante la riunione nazionale dei general manager delle filiali della People's Bank of China (PBOC), venne deciso di reintegrare nell'economia cinese anche il mercato assicurativo. Il Consiglio di Stato, in risposta alla banca centrale, tramite il documento n. 99 del 1979 mise in evidenza le decisioni prese dalla riunione nazionale dei general manager delle filiali della PBOC affermando la volontà di ripristinare gradualmente il settore assicurativo attraverso una serie di esperimenti basati sul principio della volontarietà. Tutto ciò aveva lo scopo di fornire, in tempi ragionevoli, alla nascente industria cinese una copertura assicurativa contro possibili danni e

¹¹⁸ Luca VINCIGUERRA, “Debuttano in Cina i Panda-bond”, *Il Sole 24 Ore*, 11 Ottobre 2005.

¹¹⁹ Ian, LANCASTER, *Insurance law commentary*, in “Chubb Group of Insurance Company”, 1995, <http://www.chubb.com/>, 31 Agosto 2013.

¹²⁰ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese)*, Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010, p.85.

imprevisti.¹²¹

Documento N.99/1979 del Consiglio di Stato: “为了使企业和社队发行意外失误时能及时得到补偿, 而又不影响财政支出, 要根据为生产服务, 为群众服务和自愿的原则, 通过试点, 逐步恢复国内保险。”¹²²

Nel Giugno 1979, dopo un periodo di preparazione, la People's Insurance Company of China (PICC), introdusse sul mercato tre tipologie di polizze assicurative: assicurazioni per le proprietà societarie, assicurazioni per i trasporti commerciali e assicurazioni per le proprietà familiari. A partire da Settembre dello stesso anno, le più importanti città cinesi votate al commercio e all'industria, Shanghai, Chongqing, Nanchino ed altre città, guidarono la diffusione e lo sviluppo del mercato assicurativo cinese. A trainare lo sviluppo del comparto assicurativo dedicato alle aziende fu anche lo stabile incremento dei flussi commerciali in entrata ed in uscita dalla Cina avvenuta come conseguenza delle riforme di apertura ed in particolare in seguito alla promulgazione della legge sulle joint-venture sino-straniere emanata il primo Luglio 1979 dall'Assemblea Nazionale del Popolo.¹²³ Questo processo riportò in auge il settore assicurativo, rimasto quasi del tutto dimenticato e sottosviluppato per tutto il periodo maoista.

Il periodo compreso tra i primi anni '80 e la metà degli anni '90 fu cruciale per il processo di costruzione del solido sistema economico che la Cina stava intraprendendo. Durante tale arco di tempo, l'industria assicurativa continuò il suo recupero dal trentennio precedente alle riforme di apertura. Nel 1992, la Cina iniziò a condurre nuovi esperimenti per sviluppare il mercato e iniziare a consentire l'accesso anche a società straniere. Quello stesso anno, l'American Assurance Company¹²⁴ fondò una filiale a Shanghai e divenne la prima compagnia assicurativa straniera ad

¹²¹ Haoyan, SU, 苏郝演, *Baoxian xuejiaocheng* 保险学教程 (Processo di insegnamento per le assicurazioni), Pechino, Qinghua Daxue Chubanshe, 2004. p.54.

¹²² *Baoxian hangye wenhua* 保险行业文化 (Documento di settore assicurativo), in “China Insurance Regulatory Commission”, 2013, <http://www.circ.gov.cn/Portals/0/Containers/2012confnews/%E4%BF%9D%E9%99%A9%E8%A1%8C%E4%B8%9A%E6%96%87%E5%8C%96%E6%89%8B%E5%86%8C.pdf>, 3 Settembre 2013.

¹²³ *Guanyu Zhongwai hezi qiyefa xiuzheng ancaoan de shuoming* 关于中外合资经营企业法修正案草案的说明 (Spiegazione del testo di legge sulle Joint-venture), 2001, <http://www.china.com.cn/ch-lianghui/file/3.htm>, 03 Settembre 2013.

¹²⁴ L'American Assurance Company Limited, nonostante il nome, era una compagnia assicurativa con base ad Hong Kong e controllata dalla American International Group, un'altra compagnia assicurativa fondata Shanghai nel 1919 ma con base a New York.

offrire servizi assicurativi sulla vita e sulla proprietà.¹²⁵ Con l'apertura della filiale di Shanghai, un nuovo modello di commercializzazione e marketing, come il sistema delle agenzie o degli assicuratori individuali, fece il suo ingresso in Cina. Tali strategie di marketing furono in seguito adottate dalle altre società di assicurazione cinesi e contribuirono ad un ulteriore sviluppo del comparto assicurativo, facendo sì che si sviluppasse un numero considerevole di nuovi prodotti assicurativi. Gradualmente, le compagnie assicurative cinesi iniziarono a destinare sempre maggiore attenzione verso le assicurazioni individuali rispetto a quelle industriali e del trasporto.¹²⁶

Nel 1995 venne emanata quella che divenne la base giuridica dell'intero mercato assicurativo cinese: la *Insurance Law*. Essa affermò ufficialmente il principio della separazione tra compagnie assicurative mirate ai beni privati quali e le compagnie assicurative destinate esclusivamente a fornire servizi assicurativi sulla vita. L'articolo 91 (in seguito agli emendamenti del 2002 e del 2009 diventò in successione art.92 e 95) della insurance law stabilisce chiaramente che una stessa società non può occuparsi di entrambi i settori.

Art. 95 Insurance law: “保险公司的业务范围:

- (一) 人身保险业务, 包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险等保险业务;
- (二) 财产保险业务, 包括财产损失保险、责任保险、信用保险、保证保险等保险业务;
- (三) 国务院保险监督管理机构批准的与保险有关的其他业务。

保险人不得兼营人身保险业务和财产保险业务。但是, 经营财产保险业务的保险公司经国务院保险监督管理机构批准, 可以经营短期健康保险业务和意外伤害保险业务。

保险公司应当在国务院保险监督管理机构依法批准的业务范围内从事保险经营活动。”¹²⁷

In virtù di tale prescrizione, il Consiglio di Stato nel 1996 stabilì che la People's Insurance Company of China sarebbe stata ristrutturata e suddivisa in tre società separate operanti in differenti settori. Nel 1998 tali succursali presero il nome di People's Insurance Company of China,

¹²⁵ *Meiguo youbang baoxian youxiangongsi jieshao* 美国友邦保险有限公司简介 (Presentazione della American Assurance Company Limited), 2013, <http://wiki.mbalib.com/wiki/%E7%BE%8E%E5%9B%BD%E5%8F%8B%E9%82%A6%E4%BF%9D%E9%99%A9%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B8>, 03 Settembre 2013.

¹²⁶ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi* 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese), Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010, p.86.

¹²⁷ “*Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa*” 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art. 95, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 1995, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

China Life Insurance Company e China Reinsurance Company.¹²⁸

In virtù del principio di separazione amministrativa dei settori bancario, assicurativo e azionario, il 18 Novembre 1998 il Consiglio di Stato approvò la costituzione della China Insurance Regulatory Commission: un'agenzia governativa che unificasse la funzione di supervisore e regolatore del mercato. Tale principio di separazione degli apparati giuridici fu più tardi ribadito nel corso del secondo emendamento apportato nel 2009 alla Insurance Law. L'articolo 8 stabilisce che il settore assicurativo, bancario e dei titoli finanziari debba operare ed essere regolato separatamente; inoltre, si impone che le società di assicurazione siano separate da banche e altre istituzioni finanziarie.

Art. 8 Insurance law: “保险业和银行业、证券业、信托业实行分业经营、分业管理，保险公司与银行、证券、信托业务机构分别设立。国家另有规定的除外。”¹²⁹

Nel Dicembre 2001 venne fondata la China export & Credit Insurance Corporation, un'ulteriore ramo della PICC. Questa compagnia assicurativa statale fu la prima ad offrire prodotti a copertura di rischi politici commerciali e creditizi. Divenne una compagnia assicurativa votata al credito per l'esportazione. Nei primi anni duemila stava prendendo forma il nuovo mercato assicurativo cinese, dominato dalle compagnie assicurative statali a cui si accompagnava la presenza di società assicurative private e straniere.¹³⁰ Per conformarsi agli standard imposti dal World Trade Organization, nel 2001 la CIRC eliminò ventidue articoli di regolamenti amministrativi in contrasto con gli impegni presi dalla Cina in materia di liberalizzazioni. Il 12 Dicembre dello stesso anno, il Consiglio di Stato emanò il regolamento per la gestione delle società di assicurazione con capitale straniero (emendata il 30 Maggio 2013) allo scopo di rafforzare la gestione delle compagnie estere in territorio cinese.¹³¹

¹²⁸ *Zhongguo Renmin Caichanbaoxian gufen youxiangongsi Linwu xianzhigongsi* 中国人民财产保险股份有限公司临武县支公司 (Filiale di Linwu della People Insurance Company of China), 2005,

[khttp://www.hndmw.com/cz/news_view.asp?NewsID=1450&page=1](http://www.hndmw.com/cz/news_view.asp?NewsID=1450&page=1), 03 Settembre 2013.

¹²⁹ “*Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa*” 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art. 8, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹³⁰ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi* 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese), Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010, p.86.

¹³¹ *Zhonghua Renmingongheguo waizi baoxiangongsi guanli tiaoli* 中华人民共和国外资保险公司管理条例 (regolamento per la gestione delle società di assicurazione con capitale straniero), in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2013, http://www.gov.cn/zwgk/2013-06/08/content_2422468.htm,

A partire dal sedicesimo congresso nazionale del Partito Comunista cinese, tenutosi nel Novembre 2002, l'industria assicurativa cinese è entrata in un nuovo periodo di riforma e vennero poste le basi per lo sviluppo di un moderno mercato assicurativo con peculiarità cinesi.¹³² Il 26 Giugno 2006, il comitato permanente del Consiglio di Stato, rispondendo alle pressioni e dai feedback provenienti dalla base del mercato assicurativo, attraverso il documento numero 26 emanò le *Proposte del Consiglio di Stato per la riforma e l'ammmodernamento dell'industria assicurativa*.¹³³ Questa circolare mise in evidenza la direzione che avrebbero dovuto intraprendere le nuove riforme ed è considerata come una pietra miliare nel processo di sviluppo del mercato assicurativo in Cina. Tali suggerimenti chiarivano che il settore assicurativo cinese si sarebbe maggiormente aperto nei confronti della concorrenza internazionale innalzando allo stesso tempo la qualità dei servizi offerti. Si affermò che la Cina avrebbe dato priorità allo sviluppo sia dei prodotti di copertura generale (non legati a polizze sulla vita), ad assicurazioni sulla vita sia al settore della riassicurazione e del brokeraggio. Furono compiuti anche sforzi per sviluppare un modello di assicurazione destinato ad supportare e proteggere il comparto agricolo che potesse adattarsi alla situazione cinese. Si manifestava inoltre la volontà di migliorare la corporate governance delle compagnie statali e allo stesso tempo ampliarne la capitalizzazione. Una certa attenzione fu anche spesa da parte del Consiglio di Stato per invitare la China Insurance Regulatory Commission a rafforzare il controllo per diminuire i fattori di rischio nel Paese, proteggere e preservare gli interessi degli assicurati. Nello specifico si auspicava che corsi di sicurezza fossero tenuti nelle scuole primarie al fine di aumentare il livello di coscienza della società.¹³⁴

Tra il 2003 e il 2007, le maggiori società di assicurazioni statali portarono avanti un radicale processo di riforma interna. Il livello di governance fu innalzato ed esse vennero convertite in società per azioni quotate non solo nei mercati finanziari cinesi, ma anche nelle principali borse internazionali; venne migliorata la gestione dei capitali derivanti dai premi assicurativi per ottenere maggiori rendimenti dal loro investimento ed evitare appropriazioni indebite. Attualmente sono sei le maggiori compagnie assicurative statali quotate nei mercati finanziari cinesi e non: People's

03 Settembre 2013.

¹³² Wu Dingfu 吴定富, *Xin Zhongguo baoxianye fazhan bolanzhuangkuo* 新中国保险业发展波澜壮阔 60 年 (Sessant'anni di magnifico sviluppo del settore assicurativo in Cina), 2009, <http://www.cnfinance.cn/articles/2009-09/23-2237.html>, 03 Settembre 2013.

¹³³ *Guowuyuan guanyu baoxianye gaige fazhan de ruogan yijian* 国务院关于保险业改革发展的若干意见, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2006, http://www.gov.cn/zwggk/2006-06/26/content_320050.htm, 03 Settembre 2013.

¹³⁴ *China offers suggestions on reform and development of insurance industry*, in "People's Daily Online", 2006, http://english.peopledaily.com.cn/200606/26/eng20060626_277536.html, 03 Settembre 2013.

Insurance Company of China, China Life Insurance Company, Ping An Insurance Company of China, China Insurance International Holdings Company, Min An Company e China Pacific Insurance Company.¹³⁵

Dal punto di vista dei risultati complessivi, si può constatare che a trent'anni dall'inizio delle riforme di apertura, gli introiti derivanti dalla riscossione dei premi sono balzati dai 460 milioni di RMB del 1980 a 978 miliardi nel 2008, con una crescita media annua del 35%, ben al di sopra della crescita media annua del prodotto interno lordo cinese registrato negli stessi anni.¹³⁶

Introiti dei premi assicurativi dal 1980 al 2008

Unità: 100 milioni di Yuan

Anno	Tasso crescita PIL	Assicurazioni sull'industria		Assicurazioni sulla proprietà		Assicurazioni sulla vita	
		Premi assicurativi	Tasso di crescita	Premi assicurativi	Tasso di crescita	Premi assicurativi	Tasso di crescita
1980	7,8	4,6	/	4,6	/	/	/
1981	5,2	7,8	69,5	7,8	69,5	/	/
1982	9,1	10,3	32,1	10,28	31,8	0,016	/
1985	13,5	33,1	65,5	29,69	49,94	4,41	508,3
1990	3,8	135,1	38,5	106,76	36,78	28,41	45,1
1995	10,5	594,9	18,9	390,7	15,97	204,2	24,93
1996	9,6	777,13	30,63	452,49	15,82	324,62	58,97
1997	8,8	1088	40	480,73	6,24	600,24	84,91
1998	7,8	1247	14,67	499,6	3,93	747,7	24,57
1999	7,1	1393,2	11,67	521,1	4,3	872,1	16,64
2000	8,0	1595,9	14,55	598,4	14,83	997,5	14,38
2001	7,5	2109,4	32,18	685,4	14,54	1424	42,76
2002	8,0	3054,2	44,79	779,8	13,77	2274	59,74
2003	10,1	3880	27,05	869,4	11,49	3011	32,37
2004	9,5	4318,1	11,28	1089,9	25,36	3228,2	7,21
2005	9,9	4927,3	14,11	1281,1	17,54	3244,3	0,5
2006	10,7	5641	14,48	1509,4	17,82	3592,6	10,74
2007	11,4	7035	24,73	1997,7	32,82	4463,8	24,25
2008	9,0	9784,1	39,06	2336,7	16,97	7447,4	66,84

Figura 20. Introiti dei premi assicurativi in Cina dal 1980 al 2008 (in centinaia di milioni di RMB)

Negli ultimi anni il mercato ha registrato tassi di crescita positivi, anche se non paragonabili a quelli dei primi trent'anni. Nel 2012 i premi assicurativi sono aumentati del 8% rispetto al 2011, toccando quota 1,55 trilioni di Yuan, mentre il patrimonio complessivo di tutta l'industria assicurativa è cresciuto del 22,29% su base annua, raggiungendo la ragguardevole quota di 7,35 trilioni di RMB.¹³⁷ Nonostante i dati relativi alla crescita siano incoraggianti, al momento gli indici di penetrazione¹³⁸ e di densità¹³⁹ sono ancora relativamente bassi se paragonati ai Paesi occidentali.

¹³⁵ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi* 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese), Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010, p.87.

¹³⁶ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi* 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese), Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010, p.88.

¹³⁷ HU, Yuanyuan, *China's insurance premiums rose in 2012*, in "China Daily", 2013, http://www.chinadaily.com.cn/business/2013-01/23/content_16166628.htm, 31 Agosto 2013.

¹³⁸ La penetrazione assicurativa è il rapporto in forma percentuale tra l'ammontare totale dei premi pagati annualmente e il prodotto interno lordo.

¹³⁹ La densità assicurativa è il rapporto tra l'ammontare totale dei premi pagati e il numero di abitanti.

Alla fine del 2011 la penetrazione era del 3,8% contro una media mondiale di circa 8%, mentre la densità veniva valutata in 170 Dollari.¹⁴⁰

Figura 21. Densità assicurativa in Cina (\$)

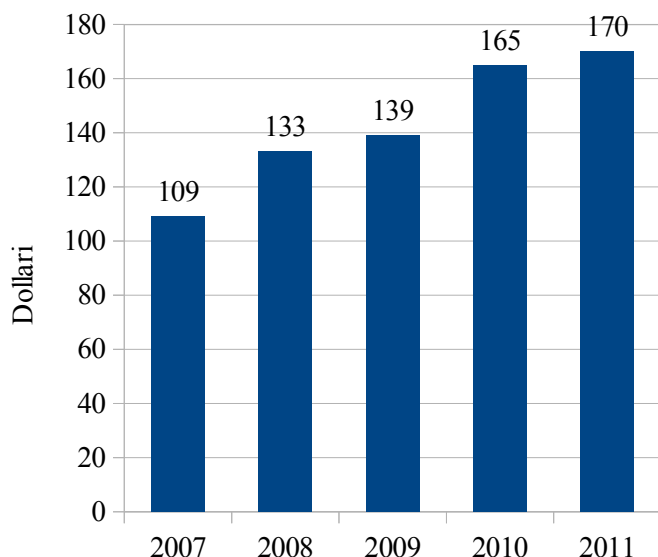
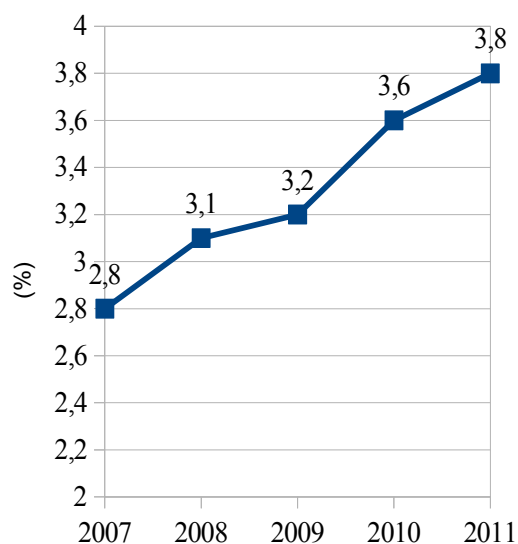


Figura 22. Penetrazione assicurativa in Cina (%)



Rimane ancora ridotta la fetta di mercato detenuta da compagnie assicurative straniere. Tra il 2008 e la fine del 2011 tale quota si è ulteriormente abbassata, passando dal 1,2% a solamente 1,1%.¹⁴¹

Dal punto di vista della tipologia di prodotto, si possono suddividere le polizze in quattro macro categorie: assicurazioni sanitarie, assicurazioni sulla vita, assicurazioni sulla proprietà e assicurazioni agricole.

In Cina attualmente il sistema di **assicurazione sanitaria** è composto di tre prodotti differenti: assicurazione sanitaria di base, assicurazione sanitaria supplementare per i lavoratori dipendenti e assicurazione sanitaria individuale supplementare. L'**assicurazione sanitaria di base** viene implementata e finanziata a livello locale dalle prefetture, le quali possono stabilire le varie clausole delle polizze e il budget annuale dedicato. A sua volta le assicurazioni sanitarie di base si suddividono in ulteriori tre parti: *assicurazione sanitaria di base per i lavoratori dipendenti delle città*, *assicurazione sanitaria di base per i residenti delle città* e la *new cooperative medical scheme*.

¹⁴⁰ Eric, GAO, *Market presentation China*, in "Lloyd's", 2013, http://www.lloyds.com/~media/Files/The%20Market/Tools%20and%20resources/New%20Market%20Intelligence/Market%20Presentations/Asia%20Pacific/cn_mi_2013_01_31_MARKET_PRESENTATION.pdf, 04 Settembre 2013.

¹⁴¹ Eric, GAO, *Market presentation China*, in "Lloyd's", 2013, http://www.lloyds.com/~media/Files/The%20Market/Tools%20and%20resources/New%20Market%20Intelligence/Market%20Presentations/Asia%20Pacific/cn_mi_2013_01_31_MARKET_PRESENTATION.pdf, 04 Settembre 2013.

L'assicurazione sanitaria di base per i lavoratori dipendenti delle città è obbligatoria per tutte le aziende e le organizzazioni non a scopo di lucro operanti in territorio urbano, mentre non risulta essere obbligatoria per le piccole ditte a conduzione familiare. Generalmente i dipendenti e i datori di lavoro contribuiscono rispettivamente con il 2% e 6% del premio assicurativo. Alla fine del 2011, questo prodotto assicurativo è stato applicato a 252 milioni di lavoratori cittadini.¹⁴²

L'assicurazione sanitaria di base per i residenti delle città è dedicata ai residenti urbani non coperti da assicurazione da lavoro dipendente e non è obbligatoria. Il premio assicurativo, che viene interamente versato dall'assicurato, risulta essere meno dispendioso ma allo stesso tempo garantisce minori indennizzi. Al termine del 2011, 221 milioni di cinesi residenti in città sottoscrissero tale polizza assicurativa. La *new cooperative medical scheme*, è una tipologia di polizza assicurativa medica di base introdotta nel 2002 allo scopo di ridurre gli effetti derivanti dalle malattie dovute alla povertà nelle zone rurali. La sua sottoscrizione è totalmente volontaria e il premio annuo di circa 300 Yuan viene finanziato quasi interamente dai governi locali. Verso la fine del 2011 832 milioni di cittadini cinesi (pari al 97,5% della popolazione agricola cinese) sottoscrissero tale polizza.¹⁴³ **L'assicurazione sanitaria supplementare per i lavoratori dipendenti** consiste nell'aggiunta di clausole di indennità sulle polizze obbligatorie per i lavoratori dipendenti. Possono essere acquistate direttamente presso le società assicurative e sono totalmente a carico del lavoratore dipendente.¹⁴⁴ Le **assicurazioni sanitarie individuali supplementari** sono polizze aggiuntive per i residenti di zone urbane e possono essere stipulate direttamente con le società di assicurazione. Attualmente costituiscono solo il 6,37% del mercato assicurativo dedicato alla persona (assicurazioni mediche e sulla vita).¹⁴⁵ Tali assicurazioni mediche sono finanziate quasi interamente dai governi locali, con un scarso contributo del governo di Pechino, ragion per cui i

¹⁴² *Shenji shu gonbu chengzhen zhigong jiben yiliao baoxian jijin shenji qingkuang* 审计署公布城镇职工基本医疗保险基金审计情况 (Revisione del fondo di assicurazione sanitaria di base per i lavoratori dipendenti delle città), in "People.Com", 2012, <http://finance.people.com.cn/n/2012/0802/c1004-18655118.html>, 04 Settembre 2013.

¹⁴³ *Shenji shu fabu xin nong he yiliao he chengzhen jumin yiliao baoxian jijin shenji qingkuang* 审计署发布新农合医疗和城镇居民医疗保险基金审计情况 (Revisione dei fondi per le nuove assicurazioni delle cooperative agricole e le assicurazioni di base per i residenti urbani). 2012, <http://finance.people.com.cn/n/2012/0802/c153180-18654980.html>, 04 Settembre 2013.

¹⁴⁴ Hanming FANG, Hanmin, *Insurance Markets in China*, in "University of Pennsylvania", 2013, <http://www.sas.upenn.edu/~hfang/publication/chinainurance/Fang%20Hanming%20insurance%20markets%20in%20China%20shortened%20final.pdf>, 04 Settembre 2013.

¹⁴⁵ "Zhongguo baoxian nianjian 2012" 中国保险年鉴 2012 (Annuario delle assicurazioni in Cina 2012), 2012, <http://www.chinabookshop.net/china-insurance-yearbook-series-1981-2011-electronic-version-p-2239.html>, 04 Settembre 2013.

limitati budget offrono una copertura limitata.

Al 2012, mercato cinese delle **assicurazioni sulla vita** erano presenti 61 compagnie, di cui 25 straniere. I ricavi totali del mercato al 31 Dicembre 2011 ammontavano a 640 miliardi di RMB, dei quali il 95% è rappresentato da compagnie assicurative cinesi. Il mercato è ancora molto concentrato, basti pensare che circa la metà del fatturato è registrato dalle sole tre più grandi compagnie cinesi: China Life, China Pacific e Ping An Insurance.¹⁴⁶ Nonostante la stabile crescita degli ultimi trent'anni, il tasso di penetrazione e l'indice di densità del mercato delle assicurazioni sulla vita rimangono ancora bassi se paragonati al resto del mondo. Al 2011 la Cina registra un tasso di penetrazione per le assicurazioni sulla vita del 2,62% contro una media globale del 4%, mentre l'indice di densità cinese è di 126 Dollari contro i 364 del resto del mondo.¹⁴⁷ La concentrazione del mercato in un numero così esiguo di società, ha comportato per il mercato assicurativo sulla vita una limitata innovazione dei prodotti offerti e in generale una bassa qualità dei servizi. Sovente si registrano tattiche di vendita appositamente escogitate per fuorviare i potenziali clienti, rincari non concordati nei contratti e procedure per ottenere risarcimenti eccessivamente lunghe.¹⁴⁸

Le compagnie operanti nel settore delle **assicurazione sulla proprietà**, alla fine del 2011 erano 59 di cui 21 registrate come estere. Nonostante la presenza straniera, anche questo ramo del settore assicurativo rimane molto concentrato nelle tre maggiori compagnie assicurative cinesi. People's Insurance, China Pacific Insurance Property e Ping An Property Insurance rappresentano i due terzi delle entrate dell'intero settore in Cina. Le compagnie straniere, con circa 5,2 miliardi di RMB di fatturato (838 milioni di Dollari) detengono una quota di solo 1%. Tale concentrazione, al momento non favorisce il miglioramento della qualità dei servizi offerti al pubblico, che al momento rimane piuttosto bassa. Sia il tasso di penetrazione che l'indice di densità sono decisamente bassi, sia in termini assoluti, sia se paragonati con gli altri Paesi. La penetrazione in Cina del mercato assicurativo sulla proprietà è di appena 1% del prodotto interno lordo, mentre si registra un tasso del 2,9% a livello globale e del 3% per quanto riguarda i soli Paesi emergenti. Al 2011 la densità di tale settore assicurativo registrava un indice di 56,5 Dollari, decisamente inferiore rispetto alla densità

¹⁴⁶ “*Zhongguo baoxian nianjian 2012*” 中国保险年鉴 2012 (Annuario delle assicurazioni in Cina 2012), 2012, <http://www.chinabookshop.net/china-insurance-yearbook-series-1981-2011-electronic-version-p-2239.html>, 04 Settembre 2013.

¹⁴⁷ “*Zhongguo baoxian nianjian 2012*” 中国保险年鉴 2012 (Annuario delle assicurazioni in Cina 2012), 2012, <http://www.chinabookshop.net/china-insurance-yearbook-series-1981-2011-electronic-version-p-2239.html>, 04 Settembre 2013.

¹⁴⁸ Hanming FANG, Hanmin, *Insurance Markets in China*, in “University of Pennsylvania”, 2013, <http://www.sas.upenn.edu/~hfang/publication/chinainsurance/Fang%20Hanming%20insurance%20markets%20in%20China%20shortened%20final.pdf>, 04 Settembre 2013.

registrata a livello mondiale di 263 Dollari e leggermente inferiore rispetto alla media dei Paesi emergenti.¹⁴⁹ Il mercato assicurativo dell'auto rappresenta la fetta principale delle assicurazioni sulla proprietà. L'impressionante numero dei veicoli immatricolati in Cina negli ultimi 15 anni ha dato certamente una spinta a questo settore. Nel 2006, un ulteriore aiuto al mercato arrivò dalla legge sulla sicurezza per il traffico stradale, nella quale l'articolo 11 stabiliva l'obbligatorietà per tutti i veicoli a motore di dotarsi di assicurazione.¹⁵⁰ A partire dal 2006, le assicurazioni automobilistiche hanno rappresentato il 77% di tutti gli introiti del settore assicurativo sulle proprietà.¹⁵¹ I profitti delle compagnie assicurative nel settore degli autoveicoli sono notevoli, nonostante sia la China Insurance Regulatory Commission che un'ordinanza del Consiglio di Stato cerchino di limitare gli squilibri a favore degli automobilisti cinesi. Nello specifico, la legge in questione è l'*ordinanza per l'assicurazione obbligatoria per la responsabilità civile per gli incidenti con veicoli a motore* (机动车交通事故责任强制保险条例) emanata nel Marzo 2006, ed emendata nel Marzo 2012, la quale, all'articolo 6, stabilisce il principio secondo cui le compagnie assicurative devono impostare i premi assicurativi in modo da non ottenere profitto né recare una perdita alla società.¹⁵² Vi sono in Cina 21 compagnie che offrono servizi destinati al comparto agricolo. Alla fine del 2010 l'ammontare dei premi derivante dalle **assicurazioni agricole** toccò quota 13,5 miliardi di RMB, coprendo 129 milioni di contadini e 680 milioni di acri coltivati. Il settore delle assicurazioni agricole registra il più alto tasso di concentrazione: 80% delle polizze sono state emesse dalle tre più grandi compagnie. Attualmente, lo sviluppo del comparto agricolo dell'industria assicurativa è interamente guidato dallo Stato e si sono verificati attriti tra i governi locali e Pechino in merito alla riluttanza delle autorità locali a promuovere prodotti assicurativi che verranno finanziati in parte con capitali locali.¹⁵³

¹⁴⁹ *Sigma: World insurance in 2011*, in “Swiss Re”, 2012, http://www.biztositasizemle.hu/files/201206/sigma3_2012_en.pdf, 04 Settembre 2013.

¹⁵⁰ “*Zhonghua renmingongheguo daolu jiaotong anquanfa*” 中华人民共和国道路交通安全法 (Legge sulla sicurezza stradale della Repubblica Popolare Cinese) art 11, 2005, http://www.gov.cn/banshi/2005-08/23/content_25575.htm, 04 Settembre 2013.

¹⁵¹ Xujin WANG, *Property Insurance*, Pechino, Peking University Press, p. 34.

¹⁵² *Jidongche jiaotongshigu zeren qiangzhi baoxian tiaoli* 机动车交通事故责任强制保险条例 (ordinanza per l'assicurazione obbligatoria per la responsabilità civile per gli incidenti con veicoli a motore) art 6, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2012, http://www.gov.cn/zwggk/2012-04/30/content_2125893.htm, 04 Settembre 2012.

¹⁵³ Hongbin, CAI et Ali, *The Effect of Microinsurance on Economic Activities: Evidence from a Randomized Natural Field Experiment*, in “Pennsylvania University”, 2012, <http://www.sas.upenn.edu/~hfang/WorkingPaper/sow/restat-revise-3.pdf>, 04 Settembre 2012.

Capitolo 2

Descrizione delle istituzioni che hanno guidato le riforme del mercato finanziario

2.1 Central Huijin Investment 中央汇金投资有限责任公司

Central Huijin Investment Ltd. è una società di investimento di proprietà dello Stato cinese. Venne creata il 6 Dicembre 2003 dalla People Bank of China come società interamente controllata con il nome di Central SAFE (successivamente sarà meglio conosciuta come “Huijin”).¹ Venne fondata con il compito principale di esercitare i diritti e i doveri dello Stato come possessore di quote azionarie di alcune tra le maggiori società finanziarie. Il suo quartier generale si trova a Pechino. Contemporaneamente alla Huijin venne creata dalla PBOC anche la China Jianyin Investments : una controllata della Huijin. Queste due società furono fondamentali per la ristrutturazione e ricapitalizzazione delle quattro grandi banche commerciali cinesi, incanalando nuovi capitali verso la Bank of China (BOC) e la China Construction Bank (CCB) nel 2004. Nel settore si iniziava a considerare la Huijin come l'alter-ego finanziario della SASAC, ovvero State Supervision and Administration Commission, l'agenzia fondata nel 2003 con lo scopo di esercitare i diritti dello Stato come azionista nelle società non finanziarie.² La Huijin sarebbe diventata il nodo cruciale nel progetto di ristrutturazione bancaria e venne istituita con l'esplicito compito di investire in titoli azionari delle “Big 4 Banks”, le quattro principali banche cinesi controllate dallo stato per circa il 60% delle loro azioni e rappresentanti il 45% di tutte le disponibilità finanziarie cinesi³. Verso la fine del 2003 investì liquidità per un totale di 45 miliardi di dollari nella China Construction Bank e nella Bank of China, acquisendone quasi il 100% del capitale societario. Nel 2005 investì ulteriori 15 miliardi di Dollari nella Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), pari al 50% del pacchetto azionario. Nel 2005 la Huijin era quindi l'azionista di maggioranza nei consigli di

1 Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 17.

2 Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 17 e 20

3 Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 29.

amministrazione della CCB e BOC e insieme al Ministero delle Finanze (MOF) anche nei consigli di amministrazione delle ICBC, CDB, ABC, oltre che ad una serie di istituzioni finanziarie minori.⁴ Nel Settembre 2007 il Ministero delle Finanze Cinese emettendo speciali bond di Stato, acquistò la totalità delle azioni della Central Huijin Investment dalla People Bank of China. Tali azioni vennero dirottate e divennero di proprietà della allora appena creata 'China Investment Corporation (CIC) come parte del capitale iniziale. Tuttavia i diritti di azionista della Central Huijin Investment sono esercitati dal Consiglio di Stato, il quale ha potere di nomina del Consiglio di Amministrazione e del '*Board of Supervisor*'.

Qui di seguito descriverò nello specifico come è avvenuto l'acquisizione della Huijin da parte della CIC.

Nel 2007 si innescò una rivalità tra il Ministero delle Finanze Cinese e la People Bank of China in merito alla gestione dell'enorme liquidità che stava affluendo in quel periodo in Cina, derivante dalla positività della bilancia commerciale, e che poteva innescare una bolla speculativa. Le due diverse proposte prevedevano l'introduzione di regolamenti amministrativi o l'utilizzo di strumenti monetari. Nel corso del dibattito il MOF colse l'occasione per mettere in evidenza che le finanze possedute dalla PBOC avevano una bassa redditività e chiese autorizzazione al Partito di poter iniziare un massiccio finanziamento del fondo d'investimento sovrano China Investment Corporation. Il MOF inoltre accusò la PBOC di essere la causa delle impennate di inflazione che colpivano la Cina: in precedenza infatti la PBOC aveva il duplice ruolo di dirigere la politica monetaria Cinese e allo stesso tempo di shareholder di riferimento nelle principali banche del Paese.⁵ Il Partito accolse con favore il piano di ristrutturazione presentato dal Ministero delle Finanze anche in virtù delle enormi risorse finanziarie a disposizione del Ministero che attendevano solo di essere gestite. Tuttavia, anziché iniettare direttamente il capitale nella CIC, come avvenne nel caso delle banche, il MOF preferì emettere 200 miliardi di Dollari in Special Treasury Bond: titoli di stato con scadenza decennale e quindicennale. L'emissione fu approvata dal Consiglio di Stato. Il Ministero delle Finanze vendette i bond alla People Bank of China in otto tranche tramite l'Agricultural Bank of China (ABC). L'intermediazione della ABC fu necessaria in quanto gli scambi diretti tra PBOC e MOF erano stati proibiti fin dal 1994 con l'entrata in vigore della Central Bank Law per evitare il finanziamento forzoso dello Stato da parte della Banca Centrale. La PBOC acquistò i bond dalla ABC per poi rivenderli alle banche commerciali che a loro volta li avrebbero

4 Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 193

5 *A simmering CIC-Huijin separation*, in "China Stakes", 2008, <http://www.chinastakes.com/2008/7/a-simmering-cic-huijin-separation.html>, 29 Gennaio 2013.

introdotti parzialmente nel mercato. Il Ministero delle Finanze, sempre servendosi della ABC come tramite, utilizzò i Renmimbi derivanti dalla vendita dei bond (1,55 trilioni RMB) per acquistare 200 milioni di Dollari dalla Banca Centrale. Il Ministero quindi utilizzò tale valuta straniera per finanziare la China Investment Corporation. L'effetto finale fu quello di ridurre il potere finanziario della PBOC. Dei 200 miliardi di Dollari ricevuti dal CIC, 67 furono utilizzati per acquistare dalla People Bank of China la Central Huijin. Tale prezzo rappresentava il valore patrimoniale degli investimenti della Huijin nelle banche e nelle società d'investimento. Nel 2008 alla fine dell'anno fiscale, il valore di mercato della Huijin aveva già raggiunto i 171 miliardi di Dollari a fronte dei soli 67 spesi dalla CIC.

Prima del 2007 la ricapitalizzazione delle 4 maggiori banche da parte della Huijin (allora posseduta dalla PBOC), aveva fatto sì che tali banche uscissero dalla sfera d'influenza del Ministero delle Finanze Cinese. Tale situazione venne ribaltata con l'acquisizione della Huijin da parte della CIC.⁶

Attualmente la Central Huijin Investment, seguendo le direttive del Consiglio di Stato, investe nelle maggiori società finanziarie di proprietà Statale e in base alle leggi vigenti e al suo contributo finanziario, esercita i diritti e i doveri dello Stato. L'obiettivo dichiarato è quello di preservare il patrimonio statale nelle maggiori società finanziarie Cinesi. La Central Huijin Investment non svolge nessun'altra attività commerciale o finanziaria e non interviene nella gestione ordinaria delle aziende nelle quali ha investito.

Lo statuto della Huijin dichiara che l'azienda deve prevedere un consiglio di amministrazione composto da almeno cinque amministratori e un presidente che ricopre la carica di rappresentante legale della società. Tutti gli amministratori e il presidente sono nominati dal Consiglio di Stato e restano in carica per tre anni con la possibilità di rinnovo. Lo statuto prevede anche che vi sia un Consiglio dei Supervisor formati da almeno tre supervisori. Anch'essi sono nominati dal Consiglio di Stato e restano in carica per tre anni con possibilità di rinnovo. L'influenza che il potere Esecutivo esercita nei confronti della Central Huijin è facilmente intuibile anche dal fatto che una qualsiasi modifica dello Statuto deve prima essere approvata dal Consiglio di Stato.

Nonostante nello Statuto si dichiara che il potere decisionale sia detenuto dal Consiglio di Amministrazione nominato dal Consiglio di Stato, uno dei maggiori problemi della Huijin sembra essere la trasparenza di gestione. Secondo uno studio condotto da Edwin Truman nel 2007 che valutava la trasparenza, la governance, la struttura e la condotta di 32 dei maggiori fondi sovrani, la Central Huijin si classificava al 20° posto. Tale ricerca assegnava un punteggio massimo di 25 punti. Il punteggio complessivo della Central Huijin fu di soli 6 punti, ben al di sotto della media di

⁶ Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 148-152

10,27. Si può notare che il punteggio più bassi la Huijin li ha ottenuti nella trasparenza, nella governance e nella condotta.⁷

		Structure	Governance	Transparency & Accountability	Behavior	Total
New Zealand	Superannuation Fund	8.00	4.00	12.00	0.00	24.00
Norway	Government Pension Fund – Global	7.50	4.00	10.50	1.00	23.00
Timor-Leste	Petroleum Fund	8.00	2.00	11.75	0.00	21.75
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	7.50	3.00	9.00	0.00	19.50
United States	Alaska Permanent Fund	7.50	2.00	8.50	0.00	18.00
Australia	Future Fund	8.00	2.00	7.00	0.00	17.00
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	5.00	2.00	9.50	0.00	16.50
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	7.00	2.00	6.50	0.00	15.50
Botswana	Pula Fund	5.50	2.00	7.00	0.00	14.50
Kazakhstan	National Oil Fund	6.00	2.00	6.50	0.00	14.50
Singapore	Temasek Holdings	4.00	1.50	8.00	0.00	13.50
São Tomé and Príncipe	National Oil Account	8.00	2.00	2.25	0.00	12.25
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	6.50	2.00	3.75	0.00	12.25
Kuwait	Kuwait Investment Authority	6.00	3.00	3.00	0.00	12.00
Malaysia	Khazanah Nasional	4.00	1.50	4.00	0.00	9.50
Russia	Stabilization Fund of the Russian Federation	4.00	2.00	3.50	0.00	9.50
Korea	Korea Investment Corporation	6.00	2.00	1.00	0.00	9.00
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	5.00	2.00	0.50	0.00	7.50
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	5.00	0.00	2.00	0.00	7.00
China	Central Huijin Investment Company	5.50	0.00	0.50	0.00	6.00
Venezuela	National Development Fund	1.50	0.50	4.00	0.00	6.00
Iran	Oil Stabilization Fund	4.00	1.00	0.50	0.00	5.50
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	3.00	0.50	2.00	0.00	5.50
Oman	State General Reserve Fund	3.00	0.00	2.00	0.00	5.00
Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	4.00	0.00	1.00	0.00	5.00
Algeria	Revenue Regulation Fund	3.00	1.00	0.50	0.00	4.50
United Arab Emirates	Istithmar	3.00	0.50	0.25	0.00	3.75
United Arab Emirates	Mubadala Development Company	3.00	0.50	0.00	0.00	3.50
Brunei	Brunei Investment Agency	1.00	0.50	1.00	0.00	2.50
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	1.50	0.00	0.75	0.00	2.25
Qatar	Qatar Investment Authority	2.00	0.00	0.00	0.00	2.00
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority and Corporation	0.50	0.00	0.00	0.00	0.50
Total Possible Points		8.00	4.00	12.00	1.00	25.00
Average Number of Points		4.80	1.42	4.02	0.03	10.27
United States	California Public Employees' Retirement System	8.00	3.00	10.25	0.50	21.75

Figura 23. Punteggi fondi sovrani

Vale la pena inoltre notare che il Capo del Consiglio di Amministrazione della Huijin, Lou Jiwei, è allo stesso tempo il Chief Executive Officer della CIC e che Peng Chun, Presidente della Huijin, è anche Vice Presidente Esecutivo della stessa società controllante.⁸

Ci sono inoltre alcuni analisti che ritengono conflittuali gli interessi della China Investment Corporation e della Central Huijin. L'obiettivo della CIC di massimizzare il profitto sembra infatti in contrasto con i compiti della Huijin di finanziare il sistema bancario cinese e di preservare ed aumentare le partecipazioni statali nel sistema finanziario cinese. La CIC sembra inoltre orientata ad investire all'estero, mentre la Huijin si concentra sulla finanza nazionale.⁹ Altri invece (soprattutto statunitensi), sono preoccupati che i finanziamenti della Huijin alle banche cinesi e ad altre

⁷ Edwin, TRUMAN, *The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard*, in "Institute for International Economics", 2007, <http://www.iie.com/publications/papers/truman1007.pdf>, 22 Luglio 2007.

⁸ *Dongshihui* 董事会 (Consiglio di amministrazione), in "Central Huijin", 2008, http://www.huijin-inv.cn/governance/governance_bod.html, 06 Marzo 2008; *Zhixingweiyuanhui* 执行委员会 (comitato esecutivo), in "CIC", 2008, http://www.china-inv.cn/governance/management_executive.html, 06 Marzo 2008.

⁹ About Us, in "Central Huijin", 2008, http://www.huijin-inv.cn/hjen/aboutus/aboutus_2008.html, 06 Marzo 2008.

istituzioni finanziarie facciano parte di una più ampia strategia del Governo Cinese di aumentare la propria influenza in alcuni mercati strategici.¹⁰ È da notare infatti che la controllante della Huijin a partire dal 2009 ha iniziato a dirottare i propri investimenti dalle società finanziarie al settore delle energie e delle risorse naturali. Inoltre, sebbene la Central Huijin non abbia mai investito in settori non legati alla finanza, è stato congetturato che essa abbia indirettamente finanziato le grandi società di proprietà statale e le loro acquisizioni nei mercati strategici esteri. Un esempio può essere il finanziamento che la China Development Bank (di cui la Huijin è il maggiore azionista) ha garantito all'azienda statale Chinalco per vincere l'asta per la parziale acquisizione dell'azienda australiana operante nel settore delle estrazioni minerarie Rio Tinto.¹¹

Nel periodo in cui la Huijin fu controllata dalla PBOC, l'intenzione di quest'ultima era di acquistare, tramite la sua controllata, società finanziarie prossime alla bancarotta per poter garantire la stabilità finanziaria Cinese. Negli anni precedenti alla fondazione della Huijin, la strategia della PBOC era differente: si limitava soltanto a fornire i cosiddetti “*coffin money*” ovvero fondi che servivano a compensare i piccoli risparmiatori che avevano visto svanire i loro risparmi in seguito al fallimento delle società finanziarie. Con l'avvento della Huijin, l'approccio della PBOC si orientò al mercato: iniziò ad acquistare partecipazioni azionarie in società finanziarie prossime al collasso con l'intento di risanarle e rivenderle a nuovi investitori (anche banche straniere) ad un prezzo tale che potesse consentire un utile netto dall'intera operazione. Nell'estate del 2005 la Huijin e la sua sussidiaria Jianyin acquistarono partecipazioni azionarie in 17 società finanziarie: dalle enormi Galaxy Securities e Guotai Junan alle più piccole Minzu e Xiangcai.¹²

Un'altra differenza tra il modello di gestione della Huijin da parte della People Bank of China e quello del China Investment Corporation sta nell'amministrazione dei dividendi pagati dalle Banche. Prima del 2007 la Huijin aveva la facoltà di ricevere i dividendi della CCB, BOC e ICBC. Queste enormi fonti di liquidità venivano usate dalla PBOC per compensare i prestiti insolubili fatti alle Asset Management Companies in virtù della ristrutturazione bancaria. La Huijin fungeva come una sorta di tassazione informale che nel lungo periodo avrebbe ridotto le perdite della PBOC riguardanti i non profitable loans (NPL). Quando verso la fine del 2007 la CIC acquistò la Huijin, il Ministero delle Finanze acquisì il controllo economico diretto sulle maggiori banche Cinesi attraverso i suoi voti decisivi nei Consigli di Amministrazione. In definitiva il MOF poteva decidere

¹⁰ Wayne, MORRISON e Mark, LABONTE, *China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*, in “Federation of American Scientists”, 2012, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf>, 1 Luglio 2013.

¹¹ Michael, MARTIN, *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

¹² Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 19

autonomamente quanti dividendi avrebbe ricevuto senza dover lottare con i segretari di partito. I capitali derivanti dalle tre banche posseduta dalla Huijin sarebbero stati inoltre impiegati per pagare gli interessi sugli Special Treasury Bonds emessi dal Ministero delle Finanze per finanziare la ricapitalizzazione delle banche. L'onere di pagare tali interessi, il cui ammontare era di circa 10 miliardi di Dollari all'anno, ricadeva interamente sulla China Investment Corporation e non sul MOF.¹³

Nel Luglio 2008, alcune fonti in Cina riportavano la notizia secondo cui il Governo Cinese stava valutando l'ipotesi di separare la China Investment Corporation e la Huijin. Il principale fattore che spingeva per tale ipotesi era la conflittualità tra l'orientamento al mercato degli investimenti della CIC e gli obblighi politici che la Huijin esercita per conto dello Stato. Lo stretto legame tra le due istituzioni aveva in quel recente passato già creato alcuni problemi: la Federal Reserve americana aveva posticipato l'autorizzazione alla China Construction Bank e alla Industrial and Commercial Bank of China ad aprire filiali a New York a causa della doppia e ambigua proprietà da parte della CIC e Huijin.¹⁴ Le voci riguardanti lo scorporo tra CIC e Huijin si ripresentarono nell'estate 2010¹⁵ quando le autorità cinesi sembravano aver intenzione di separare la China Investment Corporation da tutte le holding finanziarie incentrate al mercato interno. Ciò avrebbe inoltre potuto liberare la CIC da molte delle restrizioni negli investimenti d'oltreoceano (in particolare negli USA). Era ancora incerto se la Central Huijin avrebbe fatto capo al Consiglio di Stato o alla State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC).¹⁶ Attualmente sappiamo che queste ipotesi non si sono realizzate e che la proprietà della Huijin resta detenuta dalla CIC.

Queste sono alcuni delle operazioni più importanti che hanno caratterizzato la Central Huijin negli ultimi anni:

2008. Il 28 Marzo 2008 la Central Huijin trasferisce a titolo gratuito tre miliardi di azioni H, ovvero azioni di aziende cinesi scambiate nei mercati finanziari esteri, della Bank of Communication al Ministero delle Finanze Cinese. Ciò costituiva l'intero patrimonio di azioni H della Bank of Communication posseduto dalla Huijin.

Nel 2008 a più riprese la Bank of America acquistò dalla Huijin 25 miliardi di azioni H della

¹³ Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 153-158

¹⁴ *A simmering CIC-Huijin separation*, in “China Stakes”, 2008, <http://www.chinastakes.com/2008/7/a-simmering-cic-huijin-separation.html>, 29 Gennaio 2013.

¹⁵ *CIC restructuring plan under discussion: Report*, in “People's Daily”, 2010, http://www.chinadaily.com.cn/business/2010-09/10/content_11285840.htm, 12 Marzo 2013.

¹⁶ Jun, LIANG, *Sovereign fund spin-off 'Considered'*, in “People's Daily”, 2010, <http://english.people.com.cn/90001/90776/90882/7055020.html>, 28 Marzo.

Construction Bank Corporation.

La Huijin, ha continuato l'acquisto di azioni della Industrial and Commercial Bank of China, della Bank of China e della China Construction Bank per aumentare la quota del di partecipazione dello Stato e soprattutto del Ministero delle Finanze.

2009. Tra Maggio e Ottobre 2009 venne effettuato il trasferimento gratuito di 20 miliardi di azioni H della China Construction Bank dalla Jinyin alla Central Huijin.

L'acquisto di azioni delle 4 banche commerciali da parte della Huijin è continuato per tutto il 2010 a dimostrazione del fatto che il Governo di Pechino voleva ancora mantenere saldamente nelle proprie mani il controllo delle più importanti istituzioni finanziarie Cinesi. Tale situazione fu determinata dal fatto che dopo l'acquisizione della Huijin da parte del CIC/MOF e la conseguente iniezione di liquidità nelle maggiori banche del Paese, l'ammontare dei prestiti emessi dalle 4 maggiori banche (ABC, CCB, ICBC, BOC) aumentò enormemente: 20% per ABC, CCB e ICBC nel 2010 e 43% per BOC nel 2010. Ciò, combinato con i dividendi nell'ordine del 50% che le banche erano costrette a pagare alla Huijin (e di conseguenza alla CIC e al Ministero delle Finanze), fece sì che il totale dei prestiti forniti divenne troppo grande per la base patrimoniale delle banche. Le banche quindi decisero di emettere azioni per 50 miliardi di Dollari. Non è quindi sorprendente che il MOF tramite la Huijin abbia cercato di mantenere inalterato il suo potere all'interno dei consigli di amministrazione delle banche. Per fare ciò ovviamente lo Stato avrebbe dovuto infondere nuova liquidità nel sistema. Nel 2009 la Central Huijin avanzò la richiesta di investire circa 50 miliardi di Dollari nelle Banche cinesi da lei controllate in modo da non diluire il controllo dello stato nei maggiori istituti finanziari del Paese. La richiesta della Huijin al MOF venne, in fase di approvazione, ridotta a 28 miliardi di Dollari che vennero raccolti tramite Bond che la stessa Huijin avrebbe dovuto a sua volta emettere in più tranche fino alla fine del 2011. La prima tranche di 7,9 miliardi di Dollari in Bond emessi dalla Huijin venne completata nell'Agosto 2010, diffondendo un certo malumore tra gli altri investitori delle banche, infastiditi dalle strategie finanziarie aggressive della Huijin.¹⁷

In definitiva a tutt'oggi la Huijin si trova nella posizione di poter controllare le decisioni delle maggiori banche cinesi (CCB, ICBC, CBD, ABC) con la forza dei suoi voti nei consigli di amministrazione. Ovviamente le politiche della Central Huijin devono essere in linea con le direttive del Partito. Tuttavia, l'operato degli ultimi anni, sembra valutato in maniera positiva dai vertici del Partito Comunista Cinese (PCC).

¹⁷ Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 153-158

2.2 CIC – China Investment Corporation – 中国投资有限责任公司

La China Investment Corporation è un fondo d'investimento sovrano Cinese. Secondo una stima del Sovereign Wealth Fund Institute è il quinto più grande fondo sovrano al mondo per disponibilità patrimoniale dopo il Government Pension Fund (Norvegia), Abu Dhabi Investment Authority (Emirati Arabi), SAFE Investment Company (Cina) e SAMA Foreign Holdings (Arabia Saudita).¹⁸ Fu costituito il 28 Settembre 2007 tramite l'emissione di bond del Ministero delle Finanze per 1,55 trilioni di RNB i quali vennero usati per acquistare 200 milioni di Dollari dalle riserve monetarie estere della People's Bank of China che andarono a formare il capitale registrato del fondo. Secondo quanto citato nel sito web del CIC, i suoi investimenti non sono limitati a nessuna particolare area geografica, settore o tipologia di titoli finanziari. Il suo Statuto prevede una governance formata da un Consiglio di Amministrazione (11 membri), un Board of Supervisors (5 membri) e un Comitato Esecutivo incaricato della gestione ordinaria.¹⁹ In base a quanto affermato dal report annuale del 2011, la CIC nella gestione dei suoi investimenti fa uso sia del suo staff interno (405 al Giugno 2012) sia di un numero non ben definito di società d'investimento esterne ed estere. Al 31 Dicembre 2011 il patrimonio della CIC risultava gestito per il 57% da società esterne.²⁰ Secondo lo Statuto della CIC, l'obiettivo del fondo è di massimizzare i profitti mantenendo un margine di rischio accettabile. Il CIC sebbene sia stato posizionato allo stesso rango dei ministeri e debba riportare direttamente al Consiglio di Stato, si può affermare che appartenga al MOF in quanto tutti i vertici dirigenziali provengono dal sistema del Ministero delle Finanze. L'esempio più lampante è Lou Jiwei, attuale presidente della China Investment Corporation che in passato ricoprì il ruolo di vice ministro delle finanze.²¹ La China Investment Corporation, secondo quanto dichiarato nei suoi report annuali, basa la sua attività su quattro principi fondamentali: primo, seleziona i suoi investimenti in base a criteri commerciali; secondo, la CIC è un investitore passivo e non cerca il controllo su alcun settore o società ma solo partecipazioni azionarie che possano garantire un ritorno economico; terzo, la CIC si conforma alle leggi del Paese in cui investe; quarto, gli investimenti sono selezionati basandosi su ricerche e standard di valutazione. Inoltre la China

¹⁸ *Sovereign wealth fund rankings*, in “Sovereign Wealth Fund Institute”, 2013, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, 16 Marzo 2013.

¹⁹ Overview, in “CIC”, 2008, http://www.china-inv.cn/cicen/about_cic/aboutcic_overview.html, 17 Marzo 2013.

²⁰ *2011 nian niandu baogao* 2011 年年度报告 (Report annuale 2011), in “China investment Corporation, 2012”, http://www.china-inv.cn/include/resources/CIC_2011_annualreport_cn.pdf, 15 Marzo 2013.

²¹ Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 149

Investment Corporation è un membro fondatore dell'*International Forum of Sovereign Wealth Funds* (IFSWF) e aderisce ai Principi di Santiago emessi dallo stesso Forum nel 2008²², che stabiliscono le linee guida per la condotta dei fondi sovrani.²³ La creazione China Investment Corporation è il risultato delle lotte politiche interne tra il Ministero delle Finanze e la People's Bank of China. Tale rivalità era sempre esistita, tuttavia nella prima metà degli anni 2000 essa era aumentata esponenzialmente anche a causa del deprezzamento dello Yuan sul Dollaro e dei suoi effetti sull'inflazione cinese. Nel 2002 iniziarono delle dispute interne tra coloro che patrocinavano le riforme di mercato e i conservatori su come gestire l'incalzante inflazione Cinese. La creazione di un fondo sovrano era ritenuta necessaria per gestire la grande quantità di Dollari detenuti nelle casse del Governo Cinese. La Banca Centrale, a più riprese, impose un aumento delle riserve frazionarie²⁴ delle banche ed aumentò i tassi d'interesse. Tali misure tuttavia ebbero soltanto effetti temporanei e nel 2007 l'aumento delle riserve monetarie estere Cinesi riproposero la sfida dell'inflazione. Al momento della creazione della CIC, la Cina possedeva già un proprio Fondo Sovrano d'Investimento: la SAFE Investment Co. Ltd di Hong Kong, una sussidiaria della State Administration of Foreign Exchange. Risulta naturale domandarsi per quale ragione venne creato un secondo fondo. La risposta sta nel fatto che la SAFE Investment era posseduta dalla PBOC mentre il CIC sarebbe stato di proprietà del Ministero delle Finanze.²⁵ La PBOC aveva guadagnato ancor più potere derivante dagli enormi capitali derivati dalla bilancia commerciale cinese in netto positivo. Nel 2004 e 2005 la PBOC utilizzò le riserve monetarie per ricapitalizzare la Bank of China e la China Construction Bank; di conseguenza il MOF perdette ulteriore controllo su tali riserve. La risposta del Ministero fu nel ricapitalizzare la Industrial and Commercial Bank of China con 15 miliardi di Dollari. Tuttavia il MOF bramava un maggiore controllo sulle riserve straniere e l'idea della creazione di un fondo sovrano sotto il suo controllo nacque verso la fine del 2006. Vale comunque la pena di notare che la proposta di creare un fondo sovrano cinese era già stata più volte

22 *Santiago Principles*, in "International Working Group of Sovereign Wealth Funds", 2008, <http://www.iwgswf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>, 1 Luglio 2013.

23 *2011 nian niandu baogao* 2011 年年度报告 (Report annuale 2011), in "China Investment Corporation, 2012, http://www.china-inv.cn/include/resources/CIC_2011_annualreport_cn.pdf, 15 Marzo 2013.

24 Il glossario del sito ufficiale della Borsa Italiana definisce le riserve frazionarie: "è uno strumento di politica monetaria cui sono assoggettate tutte le banche. Essa ha come funzioni ufficiali la garanzia a tutela dei depositanti sulla liquidità dei depositi bancari e la regolazione della base monetaria presente nel sistema. La riserva rappresenta quindi la porzione dei depositi che le banche raccolgono ma non impiegano per concedere prestiti.", <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/lariservafrazionaria135.htm>

25 Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 145 - 147

avanzata a partire dal 2003, venendo sempre ostacolata dalla PBOC. I tempi per la fondazione del fondo maturarono nell'Ottobre 2006 quando le riserve in valuta estera cinesi raggiunsero la ragguardevole somma di un trilione di Dollari. Uno dei motivi che spingevano la PBOC a opporre resistenza alla creazione della CIC era il fatto che la Banca Centrale a sua volta possedeva già un vettore d'investimento: la Central Huijin. La PBOC riteneva che la soluzione migliore fosse quella di espandere le competenze della sua controllata piuttosto che creare un nuovo fondo ad hoc.

A partire dal Novembre 2006 Lou Jiwei, all'epoca vice ministro delle Finanze, fu incaricato di progettare la creazione di un fondo sovrano d'investimento all'interno del Ministero delle Finanze Cinese.

Nei primi giorni del 2007 in Cina iniziò a spargersi la voce che la leadership cinese stava progettando la creazione di un Fondo Sovrano d'Investimento. Molti leader pensavano che ciò sarebbe stata una buona risposta alla domanda su come investire più di un trilione di dollari di riserve monetarie straniere. La leadership riteneva che un fondo sovrano fosse necessario per centralizzare e valorizzare al meglio tali fondi che accrescevano alla velocità di circa 1 miliardo al giorno. Alcuni economisti ritenevano che alla Cina fosse necessario mantenere soltanto tra i 700 e i 900 miliardi in valuta estera.²⁶

Successivamente all'annuncio della creazione del nuovo fondo sovrano, si sparse la voce che la Huijin (controllata dalla PBOC) stesse preparando la formazione di un proprio veicolo d'investimento che avrebbe avuto il nome di State Investment Company. E' plausibile pensare che tali dicerie fossero state divulgate dalla PBOC stessa.²⁷

Il primo annuncio ufficiale che confermava la volontà della leadership cinese di creare il fondo sovrano arrivò solo durante il plenum dell'Assemblea nazionale del Popolo, nell'Ottobre 2007, quando Jin Renqing, Ministro delle finanze cinesi dal 2003 al 2007, fece la seguente dichiarazione alla stampa:

*“The State Council has already made research into separating the management of normal foreign exchange reserves and a portion allocated for investment, this company is now under construction.”*²⁸

Nel Marzo 2007 la proposta che ottenne la maggiore approvazione tra la leadership cinese prevedeva la creazione di due differenti istituzioni: la prima, guidata da Lou Jiwei, sarebbe stata

²⁶ *The creation of the China Investment Corporation*, in “Taighde”, 2008, <http://taighde.com/reportfiles/TheCreationoftheChinaInvestmentCorporation.pdf>, 21 Marzo 20013.

²⁷ *US\$1 trillion looking for a home*, in “New Zeland Herald”, 2007, http://www.nzherald.co.nz/topic/story.cfm?c_id=203&objectid=10429687, 24 Marzo.

²⁸ Yannis, MOSTROUS et Alii, *The rise of the state*, New Jersey, Pearson Education Inc, 2011, p. 56.

responsabile per gli investimenti all'estero, la seconda avrebbe operato investimenti nel mercato interno. L'elemento che comunque traspariva chiaramente era che a prescindere della struttura delle nuove istituzioni, Lou Jiwei ne sarebbe stato la persona chiave. Lou lasciò la carica di Viceministro delle Finanze per assumere il ruolo di Vice Segretario Generale del Consiglio di Stato in modo da poter pianificare al meglio la creazione della CIC e convincere i membri del Consiglio dell'assoluta necessità di tale operazione.

A due settimane dall'annuncio ufficiale di Jin Renqing, si tenne il primo meeting interministeriale per discutere la struttura, la strategia di investimento, il management della CIC e il destino della Central Huijin. Tra le varie consultazioni con commissioni ed esperti, Lou Jiwei si avvalse anche della collaborazione di società multinazionali di consulenza McKinsey Consulting e Booz Allen Hamilton per ottenere ulteriori pareri su quella che sarebbe stata la futura struttura della CIC. McKinsey propose che il fondo avrebbe dovuto investire in settori strategici che rappresentassero l'interesse nazionale e che investisse anche in aziende già quotate nei mercati azionari.²⁹ Restava da definire come il nuovo fondo sovrano avrebbe ricevuto il finanziamento necessario di 200 miliardi di Dollari. Durante gli incontri che si tennero nella Primavera del 2007, si pensava che la futura CIC sarebbe stata finanziata tramite un trasferimento dalle riserve monetarie estere o tramite la vendita dei Buoni del Tesoro Statunitensi. La People's Bank of China si oppose fermamente a tali ipotesi e il team di discussione fu costretto a far uso dell'emissione di bond per coprire il finanziamento iniziale. La proposta prevedeva che fosse il Ministero delle Finanze a farsi carico dell'emissione. Gli interessi che gravano su tali bond, sarebbero stati pagati dal CIC. Si calcola che essi ammontassero a circa 10 miliardi di Dollari all'anno, pari a 300 milioni di Dollari al giorno.³⁰ Per la prima volta inoltre, si fece specifico riferimento al fondo sovrano con il nome di China Investment Corporation.³¹

Il 20 Maggio 2007 la Blackstone Group, una delle maggiori società finanziarie Statunitensi specializzata nel settore del private equity, annunciò che la Central Huijin aveva acquistato per conto della CIC 3 miliardi di dollari in azioni della Blackstone pari al 10% dell'intero capitale sociale. Tali azioni, acquistate in seguito ad un'offerta pubblica iniziale, non garantivano diritto di voto e la CIC si impegnò a non rivenderle per almeno 4 anni. L'accordo inoltre vincolava la CIC a

²⁹ Richard, DOBBS, *China's rising stature in global finance*, in "McKinsey", 2013, http://www.mckinsey.com/insights/winning_in_emerging_markets/chinas_rising_stature_in_global_finance, 07 Agosto 2013.

³⁰ Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 150

³¹ *The creation of the China Investment Corporation*, in "Taighde", 2008, <http://taighde.com/reportfiles/TheCreationoftheChinaInvestmentCorporation.pdf>, 21 Marzo 20013.

non investire in altre società di private equity per almeno un anno.³² Visto che la CIC non era ancora stata fondata ufficialmente, toccò alla Huijin (in quel periodo già si prevedeva che la Huijin sarebbe stata acquistata dalla CIC) portare avanti l'operazione. Tale investimento attirò l'attenzione dei media e degli esperti dei settori finanziario. Forse questo era proprio lo scopo di Lou Jiwei, che intendeva perseguire un investimento che sciogliesse gli ultimi possibili dubbi della Leadership Cinese in merito al fondo d'investimento. Tuttavia, dopo l'offerta pubblica iniziale, il valore delle azioni della Blackstone discese di circa il 40%. Anziché placare le preoccupazioni dei vertici di Governo, l'investimento di Lou nella Blackstone si rivelò essere disastroso. Nonostante Lou più volte dichiarò che la China Investment Corporation investiva con una visione a medio-lungo periodo, ciò creò un certo allarme in fase di finalizzazione del progetto CIC.³³

Nel Giugno 2007 il Consiglio di Stato approvò la creazione della China Investment Corporation e l'emissione di “special Bond” per 1,55 trilioni di Yuan. La prima tranche di bond venne emessa dal Ministero delle Finanze il 28 Agosto 2007, per un valore di 600 miliardi di Yuan (79 miliardi di Dollari). I bond furono trasferiti alla PBOC attraverso l'Agriculture Bank of China ed avevano scadenza a 10 anni ad un tasso del 4,3%. Tali bond poi sarebbero stati a loro volta ceduti alle “Big 4 Banks” prelevando una quota considerevole di capitali dal sistema finanziario Cinese. Fondamentalmente, il capitale ricavato da questa tranche fu utilizzato per l'acquisizione della Central Huijin. La vendita dei “special Bond” del Ministero fu completata in otto tranche la cui ultima avvenne il 12 Dicembre per un totale di 208 miliardi di Dollari, di cui circa 26 furono distribuiti al pubblico. Tuttavia, ancor prima di ricevere i 200 miliardi di Dollari, tale capitale venne già preventivato: solo un terzo per le attività di investimento e due terzi per finanziare le banche (ABC e CBD) ed acquistare la Central Huijin.³⁴ Acquisendo la Huijin, il CIC avrebbe potuto controllare indirettamente le più grandi banche cinesi: CCB, BOC, ICBC, e la China Everbright Bank.³⁵ In Settembre, poche settimane prima del lancio ufficiale, la leadership della CIC fu confermata e Lou Jiwei fu nominato Presidente.³⁶ La China Investment Corporation fu

³² *China to invest 3\$ billion with Blackstone Group*, in “Market Watch”, 2007, <http://www.marketwatch.com/story/china-to-invest-3-billion-with-blackstone-group>, 15 Marzo 2013.

³³ *The creation of the China Investment Corporation*, in “Taighde”, 2008, <http://taighde.com/reportfiles/TheCreationoftheChinaInvestmentCorporation.pdf>, 21 Marzo 2013.

³⁴ Carl, WALTER e Fraser, HOWIE, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012, p. 150

³⁵ Patrick, SCHENA, *The China Investment Corporation at 4 Years: An Evolving Legacy of Capitalization and Control*, in “Tufts University”, 2012, <http://fletcher.tufts.edu/SWFI/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/P%20Schena%20CIC%20Mar%20Bulletin%20Final.pdf>, 22 Marzo 2013.

³⁶ *The creation of the China Investment Corporation*, in “Taighde”, 2008,

ufficialmente fondata il 28 Settembre 2007, il giorno successivo si tenne la cerimonia di apertura alla quale la stampa estera non fu invitata. In tale occasione il presidente Lou Jiwei durante il suo discorso chiarì quali sarebbero stati gli obiettivi della CIC:

“The Company will focus on overseas financial products to diversify investment and improve investment returns. Second is to inject capital into domestic financial institutions ... (to) increase the value of state-owned financial assets... At the current stage, the company's investment will be focused on financial portfolios, trying to improve long-term investment returns while keeping risks in an acceptable range.”³⁷

In quel periodo Lou Jiwei ha inoltre ribadito a più riprese che il CIC non avrebbe investito nei settori delle risorse naturali come il petrolio o in aziende di telecomunicazione e trasporti.³⁸

Nell'Ottobre 2007 si concretizzò l'acquisizione della Huijin da parte della CIC per 67 miliardi di Dollari, pagati interamente alla People's Bank of China. Il 19 Dicembre 2007, la Morgan Stanley annunciò che la China Investment Corporation avrebbe acquistato circa 5 miliardi di Dollari in azioni della banca americana equivalente al 9,9% del totale delle azioni. La CIC avrebbe ricevuto interessi del 9% pari a circa 450 milioni di Dollari all'anno. La Morgan Stanley fece l'annuncio lo stesso giorno in cui aveva comunicato perdite collegate ai debiti subprime per circa 9,4 miliardi di Dollari.³⁹ Fortunatamente, la CIC poteva contare sul flusso di denaro derivante dai dividendi di oltre il 50% che pretendeva alle banche tramite la Huijin. Ciò permetteva di pagare anche gli interessi sugli Special Bonds emessi dal Ministero delle Finanze.

Sebbene la CIC, tramite la sua pagina web ufficiale e lo Statuto, dichiarò di essere un investitore istituzionale con il solo scopo di massimizzare il profitto, alcuni osservatori ritengono che il fondo sovrano Cinese possa essere un vettore attraverso il quale il Governo Cinese possa completare la sua strategia di controllo sulle risorse strategiche necessarie ad alimentare la crescente economia Cinese.⁴⁰ In seguito alla crisi finanziaria del 2008, le preoccupazioni in merito all'operato dei fondi

<http://taighde.com/reportfiles/TheCreationoftheChinaInvestmentCorporation.pdf>, 21 Marzo 20013.

³⁷ Shirley, YAM, *Board shows true colours of nation's new sovereign fund*, in “South China Morning Post”, 2007, <http://www.scmp.com/article/610489/board-shows-true-colours-nations-new-sovereign-fund>, 25 Marzo 2013.

³⁸ Shirley, YAM, *Board shows true colours of nation's new sovereign fund*, in “South China Morning Post”, 2007, <http://www.scmp.com/article/610489/board-shows-true-colours-nations-new-sovereign-fund>, 25 Marzo 2013.

³⁹ Christian, PLUMB, *China Investment Corp buys \$5 bln in M. Stanley units*, in “Reuters”, 2007, <http://www.reuters.com/article/2007/12/19/morganstanley-china-idUSN1957628320071219>, 26 Marzo 2013.

⁴⁰ Michael MARTIN, *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

sovrani diminuì in quanto molti dei maggiori fondi sovrani (incluso la CIC) iniziarono a ridurre il volume degli investimenti. Tuttavia, a partire dal 2009, il China Investment Corporation cambiò la sua strategia d'investimento concentrandosi proprio sul settore dell'energia e delle risorse naturali.⁴¹ La China Investment Corporation continua a ribadire che tutti i suoi investimenti sono effettuati su basi puramente commerciali e di profitto, tuttavia alcuni suoi investimenti nel settore delle risorse naturali sollevano alcuni dubbi in merito e sembra indicare che il fondo sovrano investa per ragioni macroeconomiche.⁴² Tra gli investimenti esteri nel settore delle risorse naturali vale la pena citare la Brazilian Oil and Gas Company, Canadian Miner Teck Resource, Bumi Resources (carbone, Indonesia) e la Mongolian miner South Gobi Resource. Fei Zou direttore dello Special Investment Department del CIC dichiarò inoltre che le aree chiave in cui si concentreranno gli investimenti dei prossimi anni saranno l'Africa e l'America Latina.⁴³

Gli investimenti della CIC possono essere suddivisi in tre ben distinti periodi. Il periodo immediatamente successivo alla sua creazione il fondo sovrano Cinese concentrò i propri investimenti verso le istituzioni finanziarie come ad esempio le banche e la Central Huijin. Durante il secondo periodo, durato all'incirca tutto il 2008, si ebbe una relativa inattività a causa della nascente incertezza dovuta alla crisi finanziaria. A partire dal 2009, iniziò una nuova fase di investimenti. In quest'ultimo periodo, al contrario dei due periodi precedenti, gli investimenti si concentrarono verso aziende del settore dell'energia e delle risorse naturali. Tale cambiamento di strategia fu la causa delle preoccupazioni riguardanti la strategia d'investimento cinese.⁴⁴ Le due principali preoccupazioni, soprattutto per gli analisti dei governi occidentali, sono se la CIC stia investendo secondo criteri commerciali o strategici Nazionali e se il fondo d'investimento cinese continuerà ad essere un investitore “passivo”.⁴⁵ Nel 2007 la CIC volontariamente rifiutò una poltrona nei consigli di amministrazione della Blackstone e della Morgan Stanley per poter continuare a mantenere l'immagine di un fondo sovrano che non nutrisse aspirazioni di controllo

41 Michael MARTIN, *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

42 Michael MARTIN, *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

43 *China's Pearl*, in “Markit”, 2012, http://www.markit.com/assets/en/docs/markit-magazine/issue-16/MM16_In%20Practice.pdf, 27 Marzo 2013.

44 Clark, GORDON e Monk, ASHBY, *Nation-state Legitimacy, Trade, and the China Investment Corporation*, in “Social Science Research Network”, 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1582647, 22 Luglio 2013.

45 Michael MARTIN, *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

sulle società nelle quali investiva.⁴⁶ Tuttavia altre fonti affermano che la CIC abbia promesso alla Securities Exchange Commission americana di nominare al massimo un consigliere della Morgan Stanley in modo da poter ottenere l'autorizzazione ad acquisire più del 10% del capitale sociale della banca d'affari statunitense.⁴⁷ Inoltre il fondo sovrano ha esercitato il diritto di nominare i consiglieri nei consigli d'amministrazione di altre società del settore dell'energia, tra le quali la AES Corp (Energia, USA).

Secondo quanto dichiarato nel Febbraio 2010 dalla China Investment Corporation alla Securities and Exchange Commission (SEC) americana, il fondo sovrano cinese possiede partecipazioni in almeno 82 diverse società statunitensi, tra le quali figurano: Coca Cola Company, Wells Fargo, Apple, Morgan Stanley, Visa, Citigroup e Motorola. Il valore totale era di 9,627 miliardi di Dollari.⁴⁸ Questo cambiamento di strategia, fu anche esplicitamente confermato da Lou Jiwei nel Gennaio 2010, quando dichiarò che la CIC stava valutando possibili investimenti nelle industrie estrattive del Brasile e Messico.⁴⁹ Anche se non vi sono state politiche apertamente contrarie ai fondi sovrani da parte dell'amministrazione Obama, il Presidente Americano durante la campagna elettorale del 2008 dichiarò:

*“I am concerned if these ... sovereign wealth funds are motivated by more than just market considerations, and that’s obviously a possibility”.*⁵⁰

Marisa Lago, Assistente Segretario del *International Markets and Development for the U.S. Department of the Treasury* in merito allo stesso argomento rilasciò la seguente dichiarazione:

*“Sovereign wealth funds are not just a private sector investor, but rather are arms of government”.*⁵¹

Tuttavia, alcuni esperti ritengono che l'inasprimento delle costrizioni nei confronti dei fondi sovrani

⁴⁶ Michael MARTIN, *China’s Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

⁴⁷ *CIC to Expand Morgan Stanley Stake*, in “Zacks Equity Research”, 2010, <http://www.zacks.com/stock/news/39586/CIC-to-Expand-Morgan-Stanley-Stake>, 28 Marzo 2013.

⁴⁸ Michael MARTIN, *China’s Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

⁴⁹ *CIC Planning More Resources Investments*, in “China Daily”, 2010, http://www.chinadaily.com.cn/business/2010-01/28/content_9390095.htm, 30 Marzo 2013.

⁵⁰ Jeff, MASON, *Obama Says Concerned about Sovereign Wealth Funds*, in “Reuters”, 2008, <http://www.reuters.com/article/2008/02/08/us-usa-sovereignwealth-obama-idUSN0742347120080208>, 28 Febbraio 2013.

⁵¹ Michael MARTIN, *China’s Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

possa condurre a un periodo di protezionismo finanziario globale.⁵² A dimostrazione di ciò, il 9 Maggio 2012 il Federal Reserve Board (FRB) annunciò che avrebbe approvato le richieste delle Industrial and Commercial Bank of China, China Investment Corporation e Central Huijin di diventare holding bancarie nel mercato americano ed acquistare l'80% delle azioni aventi diritto al voto nella Bank of East Asia (U.S.A.) National Association of New York. Nella stessa occasione, il FRB comunicò che aveva accettato la richiesta della Bank of China e della Agricultural Bank of China di aprire delle filiali rispettivamente a Chicago e New York.

Sin dalla sua costituzione nel Settembre 2007, il patrimonio della China Investment Corporation è cresciuto dagli iniziali 200 miliardi di Dollari fino ai 482,67 miliardi del 31 Dicembre 2011.⁵³ Sempre nel 2011, in uno scenario di prolungate difficoltà finanziarie a livello globale, il profitto del portafoglio finanziario della CIC ha registrato un passivo del -4,3%, mentre il margine di profitto sin dal 2007 è cresciuto dello 3,8%.⁵⁴

Tra la fine del 2008 e la fine del 2009, la China Investment Corporation ha ridotto la quota di liquidità a favore dei titoli azionari. Ciò è dovuto al fatto che la CIC riuscì ad acquisire personale più qualificato ed esperto in grado di allocare in modo più efficiente i capitali sul mercato. Inoltre il protezionismo Europeo e Statunitense in quegli anni andò a diminuire, favorendo l'attività del fondo sovrano Cinese.⁵⁵

Figura 24. Portfolio d'investimento globale delle China Investment Company

Tipo d'investimento	2008	2009	2010	2011
Titoli a medio/alto rischio (azioni, futures ecc..)	3,2%	36%	48%	37%
Titoli a reddito fisso (obbligazioni, titoli di stato...)	9%	26%	27%	21%
Depositi bancari	87,4%	32%	4%	11%
Altri investimenti	0,4%	6%	21%	
Investimenti a lungo termine				31%

Questo trend di riduzione del rapporto di liquidità è continuato anche per tutto il 2010⁵⁶, mentre si è assistito ad un parziale aumento nel corso del 2011. Al 31 Dicembre 2011 la quota di liquidità è

⁵² Edwin, TRUMAN, *The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard*, in "Institute for International Economics", 2007, <http://www.iie.com/publications/papers/truman1007.pdf>, 22 Luglio 2007.

⁵³ *2011 nian niandu baogao 2011 年年度报告* (Report annuale 2011), in "China investment Corporation, 2012, http://www.china-inv.cn/include/resources/CIC_2011_annualreport_cn.pdf, 15 Marzo 2013.

⁵⁴ *2011 nian niandu baogao 2011 年年度报告* (Report annuale 2011), in "China investment Corporation, 2012, http://www.china-inv.cn/include/resources/CIC_2011_annualreport_cn.pdf, 15 Marzo 2013.

⁵⁵ *CIC's Head Thanks Western Protectionism for Preventing Investment Losses*, in "China Stakes", 2009, <http://www.chinastakes.com/2009/4/cics-head-thanks-western-protectionism-for-preventing-investment-losses.html>, 03 Marzo 2013.

⁵⁶ *Fund Profile: China Investment Corporation*, in "Tufts University", 2012, http://fletcher.tufts.edu/SWFI/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/profiles/CIC%20Fund%20Profile_Final.pdf, 18 Aprile 2012.

salita fino al 11%.⁵⁷

Per quanto riguarda la trasparenza invece, secondo gli standard di Linaburg-Maduell, la China Investment Corporation raggiunge un punteggio di 7 su 10, leggermente al di sopra della media dei maggiori 20 fondi sovrani mondiali di 6,35 punti.⁵⁸

Figura 25. Indice di trasparenza China Investment Company

Linaburg-Maduell	Truman Scoreboard	Santiago Principles
7,0/10	57/100	60/100

2.3 China Securities Regulatory Commission 中国证券监督管理委员会

La China Securities Regulatory Commission è un istituzione di livello ministeriale posta sotto le direttive del Consiglio di Stato. È l'agenzia esecutiva dello State Council Securities Commission (SCSC) ed è responsabile per la supervisione e la regolamentazione dei mercati finanziari in base alle leggi vigenti.⁵⁹ Funge da regolatore per quanto riguarda il mercato dei titoli azionari e dei futures in Cina e garantisce la legalità delle operazioni svolte nel mercato. Essa opera in base alle leggi vigenti e alle disposizioni del Consiglio di Stato. Fu fondata verso la fine del 1992. Per tutto il decennio acquisì notevole rilievo e poteri istituendo anche i propri uffici locali e acquisendo poteri che prima erano detenuti da altre istituzioni (come la People's Bank of China). È riconosciuta come uno degli organi più professionali a livello ministeriale pur tuttavia non facendo parte del Consiglio di Stato. Si finanzia tramite le tasse che essa stessa recupera dal mercato e non tramite finanziamenti governativi.⁶⁰

Oltre alla sua sede principale di Pechino, vi sono suoi altri 36 uffici dislocati in tutto il territorio Nazionale Cinese più i due Commissioner Office di Shanghai e Shenzhen. Il presidente della CSRC

⁵⁷ 2011 nian niandu baogao 2011 年年度报告 (Report annuale 2011), in “China investment Corporation, 2012, http://www.china-inv.cn/include/resources/CIC_2011_annualreport_cn.pdf, 15 Marzo 2013.

⁵⁸ *Fund rankings*, in “Sovereign Wealth Fund Institute”, 2013, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, 23 Marzo 2013.

⁵⁹ Weihuang, CHI, *Worldwide Corporate Governance Convergence within a Pluralistic Business Legal Order – Company Law and Independent Director System in Contemporary China*, 2007, http://www.google.it/url?sa=t&rc=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CDkQFjAA&url=http%3A%2F%2Fworks.bepress.com%2Fcontext%2Fchi_wei_huang%2Farticle%2F1000%2Ftype%2Fnative%2Fviewcontent&ei=DbIOUs7mFcajhg44DoDA&usg=AFQjCNFQOnr2UYGxE1rMo6KxyITAiaCICg&sig2=T2ler77mgvIaZ5xElSraaw&bvm=bv.53537100,d.bGE, 21 Marzo 2013.

⁶⁰ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 225

viene nominato direttamente dal Consiglio di Stato. Al di sotto vi sono 18 dipartimenti funzionali e in base alla Securities Law del 1998, vi è un '*Public offering review committee*' incaricato di esaminare e emanare opinioni di tutte le richieste di emissione di titoli azionari.

In base a quanto dichiarato dal sito internet ufficiale della China Securities Regulatory Commission, essa svolge i seguenti compiti principali:

- Formulare piani di sviluppo per il mercato dei titoli azionari e dei futures; redigere leggi e regolamenti riguardanti i suddetti mercati.
- Esercitare un'amministrazione verticale al di sopra di tutte le istituzioni regolatrici dei mercati e supervisionare i mercati azionari e dei futures; supervisionare il management delle più importanti securities company.
- Supervisionare all'emissione, la quotazione e il commercio di azioni e bonds.
- Controllare la condotta delle società quotate nei mercati azionari e dei loro azionisti i quali devono rispettare i doveri imposti dalle leggi vigenti.
- Supervisionare la quotazione, il commercio e la liquidazione dei futures emessi nel territorio Cinese; controllare l'operato delle istituzioni Cinesi che operano in futures nei mercati esteri in base alle leggi vigenti.
- Supervisione sulle borse di scambio cinesi e sui senior managers a capo di tali istituzioni.
- Esamina ed approva le qualifiche dei fondi di deposito e supervisiona le operazioni svolte con i fondi in custodia. Redige gli standard per il reclutamento del management delle maggiori istituzioni legate ai mercati finanziari.
- Supervisiona l'emissione diretta o indiretta e la quotazione da parte di società cinesi nei mercati esteri.
- Si fa carico della gestione delle statistiche e della diffusione di informazioni riguardanti i mercati azionari e dei futures.
- Condurre indagini e applicare sanzioni ai trasgressori delle leggi vigenti.⁶¹

La China Securities Regulatory Commission regola non solo i mercati azionari ma anche i mercati dei futures in Cina. Nell'Aprile 1994 il Consiglio di Stato piazzò la supervisione dei mercati dei futures sotto la State Council Securities Commission (SCSC), un organo ministeriale che sovrintendeva la regolamentazione dei mercati fin dal 1992. La responsabilità della regolamentazione giornaliera fu data alla CSRC.

⁶¹ *China Securities Regulatory Commission*, 2008, http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/about/who/intro/, 21 Aprile 2013.

La China Securities Regulatory Commission venne creata all'indomani della Rivolta di Shenzhen dell'Agosto 1992 in cui la corruzione e la mala gestione da parte del Governo locale di un'offerta pubblica iniziale portarono più di mille persone a protestare nelle piazze (vedi pag. 8). I manifestanti protestavano per il fatto che tutte le azioni di un'offerta pubblica iniziale, il cui prezzo sarebbe di certo salito abbondantemente nei giorni seguenti, furono tutte allocate ai funzionari governativi e delle banche. Le indagini condotte da parte del Governo Centrale rivelarono la dilagante corruzione del Governo di Shenzhen e l'istituzione di un organo regolatore dei mercati divenne necessaria.⁶² Fino a quel momento la responsabilità di regolare i mercati finanziari era spettata alla People's Bank of China. Tuttavia nei primi anni il coordinamento tra la China Securities Regulatory Commission la SCSC non era sufficiente, inoltre il regolatore operava con personale ridotto rispetto alle esigenze e mancava di autorità. Inoltre soffriva la concorrenza di altre istituzioni quali la PBOC e la State Planning Commission per quanto riguarda i poteri di regolamentare e di sanzionare i comportamenti scorretti delle società coinvolte nel mercato. La conseguenza fu una sostanziale inefficacia. Il problema principale rimaneva il fatto che la CSRC non aveva potere di nomina su i presidenti degli stock exchange, il quale rimaneva nelle mani dei governi locali che potevano anche controllare il processo di emissione di titoli. Tale situazione portò a notevoli mancanze nell'apparato regolatore dei mercati.⁶³

Lo scandalo dei “*Treasury Bond Futures 327*” scoppiato nel 1995 (vedi cap 1.2), in cui la società finanziaria Wanguo Securities cercò di manipolare a proprio vantaggio il prezzo dei treasury bond futures, fu la causa che portò alla rimozione del capo della CSRC Liu Hongru. Liu, che probabilmente servì come capro espiatorio dello scandalo. Fu sostituito dal più conservatore Zhou Daojiong. Cavalcando l'onda dello scandalo, la CSRC riuscì ad ottenere maggiori poteri, che tuttavia risultavano ancora inadeguati.⁶⁴

Nel mercato azionario cinese, che fu creato come un “esperimento” verso la metà degli anni '80 il governo centrale non era direttamente coinvolto e il potere di emanare regolamenti e controllare il mercato era stato dirottato verso le autorità locali. Tra il 1990 e il 1997 gli stockmarkets di Shanghai e Shenzhen e i rispettivi governi locali ottennero ampi poteri per sviluppare e regolare i mercati ottenendone grandi introiti. Alcune governi locali, in aperta contrapposizione alle direttive del Consiglio di Stato, crearono dei Centri di Commercio Finanziari (Securities Trading Center) in cui

62 *Shenzhen police use tear gas as stock buyers riot*, 1992, <http://www.apnewsarchive.com/1992/Shenzhen-Police-Use-Tear-Gas-As-Stock-Buyers-Riot/id-74457b4c3b898b5da217f241eccc580d>, 15 Aprile 2013.

63 Shen, HU e Zheng FEI, *For Government Bonds, It's Back to the Futures*, in “*Caixin Online*”, 2012, <http://english.caixin.com/2012-03-22/100371746.html>, 26 Maggio 2013.

64 Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 20

commerciare le azioni quotate nei mercati di Shanghai e Shenzhen e dove le aziende locali che non avevano i requisiti per potersi quotare nei mercati ufficiali potessero facilmente accedere a tale fonte di credito. Tale mancanza di regolamentazione da parte del Governo Centrale terminò nel 1997 con la crisi finanziaria Asiatica che ebbe l'effetto di intimorire i dirigenti Cinesi riguardo i rischi derivanti da una finanza deregolamentata. Alla CSRC fu ordinato di chiudere tutti i 25 Securities trading center che si erano formati in tutta la Cina.⁶⁵ Verso la fine del 1996 e i primi mesi e i primi mesi del 1997, si innescò una grande competizione tra i mercati azionari di Shanghai e Shenzhen a chi quotava il maggior numero di società. La speculazione unita alla corruzione e al diffuso entusiasmo verso i mercati azionari fece sì che i prezzi delle azioni aumentassero. Si stima che nei mercati affluissero circa un miliardo di RMB di capitali bancari attraverso il mercato dei Repurchase Agreement (repo, pronti contro termine)⁶⁶, operazioni vietate dal Governo Centrale ma che furono incoraggiate dai Governi Locali. Tale situazione che si stava sviluppando in contemporanea alla crisi finanziaria asiatica stava diventando potenzialmente ingestibile. I dirigenti cinesi presero atto che la regolamentazione dei mercati azionari andava rivisitata.⁶⁷ Durante la National Financial Work Conference dell'Ottobre 1997 in cui parteciparono membri del Partito e del Governo, furono annunciati diversi cambiamenti. Alle banche commerciali fu vietato il commercio di bonds nei mercati azionari per prevenire che le aziende ottenessero prestiti di denaro attraverso contratti di pronti contro termine: avrebbero potuto scambiarli soltanto in un mercato interbancario separato. Molti più poteri vennero concentrati nelle mani della China Securities Regulatory Commission e il controllo da parte dei governi locali venne meno. La CSRC ottenne il diritto di nominare i due presidenti delle borse di Shanghai e Shenzhen. I nuovi presidenti furono entrambi scelti tra lo staff della CSRC.⁶⁸ Nel 1998 la CSRC venne promossa al livello di “*an organ operating directly under the State Council*” e Zhou Zhenqing, un alleato del Premier Zhu Rongji, ne fu nominato presidente. A partire dal 1998 quindi, la China Securities Regulatory Commission diventa

65 Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 157

66 Il Sole 24 Ore definisce i Repurchase agreement: “ Sono uno strumento di gestione del danaro a breve termine: dei due contraenti, uno vende un titolo contro contanti, e allo stesso tempo si impegna a riacquistare quel titolo allo scadere di un breve periodo dietro pagamento del prezzo originario aumentato dell'interesse. Questo mercato è vastissimo, e utilizzato sia da privati che da aziende e società finanziarie. Le Banche centrali utilizzano il pronti contro termine per aggiungere o togliere liquidità al sistema bancario.”, <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/R/Repo.shtml?uuid=11ed0626-5807-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>

67 Eric, GIARDIN e Zhenya, LIU, “The Chinese Stock Market: A Casino with ‘Buffer Zones’?”, *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 1, 1, 2003, pp. 57–70

68 Chen, JI e Stephen, THOMAS, “National Financial Work Conference”, *The China Business Review*, 35, 2, 2008.

l'organo istituzionale più autorevole dei mercati finanziari, con il potere di regolare i mercati e sanzionare i trasgressori. Dalle Borse inoltre ottiene ingenti capitali derivanti dalle tassazioni sulle transazioni. La sua ascesa al potere portò numerosi benefici agli stockmarkets cinesi: l'allontanamento dalla scena dei governi locali fece sì che gli standard delle società che venivano quotate fossero più alti. Inoltre, nel passato, i governi locali tendevano a sorvolare sulle violazioni delle regole da parte delle società compiacenti; tale tendenza si ridusse drasticamente. In aggiunta, tutte le decisioni riguardo la quotazione o la rimozione di azioni dal mercato e le politiche da intraprendere venivano decise dalla stessa CSRC, rendendo più difficile infrangere le regole.⁶⁹

Internamente, l'organo della CSRC che prende le decisioni a riguardo l'emissione di nuove azioni è il Issuance Examination and Approval Committee (IEAC). Tale comitato fu fondato dalla CSRC nel Giugno 1993 ma fino all'implementazione della '*Securities Law*' nel 1998 di fatto rimase senza potere. Inizialmente composto da 20 persone, ora è composta da circa 80 membri provenienti dalla CSRC stessa ma anche dal mondo accademico, finanziario e industriale. Ufficialmente, a tale organo spetta la decisione finale in merito a tutte le richieste di emissione di titoli, e sebbene l'identità dei membri, almeno in teoria, dovrebbe essere segreta, i loro nomi sono ben noti e vi sono state notizie di corruzione.⁷⁰

Nella seconda metà del 2001 la CSRC partecipò attivamente all'instaurazione di misure restrittive nei confronti dei mercati azionari gonfiati dalle bolle speculative e dalla corruzione nei precedenti anni. Inoltre ha attivamente supportato lo sviluppo e la regolamentazione del mercato delle obbligazioni convertibili. Le obbligazioni convertibili sono delle semplici obbligazioni emesse da una società che prevedono la possibilità di essere convertite in azioni ad una data e prezzo prefissati. Nel 2001 la CSRC emanò nuove regole che dimostravano l'intenzione di far crescere tale mercato pur mantenendolo strettamente controllato. Limitò l'emissione di obbligazioni convertibili solo alle società quotate (in precedenza potevano emetterle anche le società non quotate in borsa), le società doveva aver distribuito i dividendi negli anni precedenti, non dovevano aver subito riorganizzazioni nei mesi precedenti e nei tre anni precedenti dovevano aver ottenuto sufficienti profitti da pagare gli interessi sulle obbligazioni societarie. Il profitto delle azioni doveva essere del 10% (7% per aziende legate al settore dell'energia) e il rapporto debito/azioni doveva essere meno del 70%. Delle 1160 società quotate nel 2001 solo 85 soddisfacevano tali requisiti. Di queste, 65

⁶⁹ Stephen, GREEN, *Better than a casino: Some good news from the frontline of China's capital market reforms*, in "Royal Institute of International Affairs", 2003, <http://www.chathamhouse.org/publications/papers/view/107713>, 13 Aprile 2013.

⁷⁰ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 161

ottennero dal CSRC l'approvazione per emettere 40 miliardi di RMB in obbligazioni convertibili. Alcuni analisti ritenevano che tali misure fossero troppo restrittive, tuttavia vista l'im maturità del mercato Cinese, la CSRC volle diffondere il messaggio che le obbligazioni convertibili erano strettamente controllate.⁷¹

Nel 2002 Shang Fulin fu nominato nuovo presidente della CSRC. Già a partire dal 2000 iniziò un processo regolamentazione dei mercati azionari: lo scopo era di modificare le regole dei mercati azionari in modo da favorire l'ingresso di una moltitudine di investitori (anche stranieri) e ridurre le possibilità dello Stato di intervenire. I mercati azionari divennero fondamentali per le imprese cinesi nel momento in cui agli inizi del 2000, lo Stato Cinese decise di iniziare a vendere molte delle State Owned Enterprises facendo venir meno i finanziamenti che lo Stato garantiva indirettamente attraverso le sue banche commerciali. In tale processo di rinnovamento la CSRC giocò un ruolo fondamentale.⁷²

Allo scopo di perseguire le violazioni delle regole di mercato, nel Luglio 2001 la CSRC e il Ministero della Pubblica Sicurezza (MOPS) fondarono un secondo Enforcement Bureau esterno alla CSRC. Questo bureau che venne dislocato in tutto il territorio cinese, godeva di ampi poteri, quali l'accesso ai dettagli dei conti corrente e la possibilità di congelarli. Tali erano i poteri che a lungo furono stati negati alla CSRC. Tra Luglio ed Ottobre 2001 almeno 11 società quotate vennero indagate e punite dalla CSRC per false divulgazioni al momento della quotazione in borsa.⁷³

La China Securities Regulatory Commission si impegnò anche a migliorare la corporate governance delle società quotate. Introdusse, per esempio, nuove regole riguardo la divulgazione di informazioni, nuovi standard di bilancio e impose alle ex SOE di completare la ristrutturazione della governance da almeno un anno prima di quotarsi. Ciò era necessario per evitare che debiti nascosti al pubblico emergessero subito dopo l'ammissione alla borsa (evento per nulla raro prima del 1998). Un ulteriore settore in cui la CSRC concentrò i propri sforzi fu la supervisione dei fondi racimolati tramite i mercati azionari. Si voleva evitare che società bisognose di capitali non mantenessero le promesse di investimento fatte all'atto dell'emissione. Accadeva spesso infatti che queste deviassero i capitali raccolti in investimenti più redditizi ma non concernenti il loro core-business come la speculazione edilizia.

Grazie alla CSRC vi furono anche importanti miglioramenti nella gestione delle società quotate in

⁷¹ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 36

⁷² Zhiwu, CHEN, *Stock Market in China's Modernization Process - Its past, present and future prospects*, in "Yale School of Management", 2006, www.ckgbs.edu.cn, 6 Aprile 2013. p. 23

⁷³ Michael, JONES, *Creative Accounting, Fraud and International Accounting Scandals*, Londra, Wiley, 2010.

borsa ma con bilanci in perdita. Tra le varie misure adottate, nel Luglio 1999 sotto la guida della CSRC venne creata la Particular Transfer Category nei mercati di Shanghai e Shenzhen. In tale categoria venivano quotate le società statali con bilanci in perdita da tre anni e con la prospettiva di essere ristrutturate dallo stato. I titoli venivano scambiati soltanto un giorno alla settimana (Venerdì) e le variazioni erano soggetta al limite del 5%. Alla fine del 2000 figuravano nella PT Category 61 aziende.⁷⁴ Tuttavia questa situazione creò degli effetti bizzarri: gli investitori, prevedendo che tali SOE venissero ristrutturate e salvate dalla bancarotta, erano incentivati ad acquistare le azioni PT, influenzando al rialzo il loro prezzo. Nel Dicembre 2001, la CSRC rivisitò le regole e impose che le società quotate e in perdita da tre anni venissero automaticamente rimosse dagli Stockmarket di Shanghai e Shenzhen. Le società potevano comunque ottenere una proroga esponendo e convincendo i dirigenti della CSRC come avrebbero ristrutturato e risanato l'azienda. Inoltre le società che venivano rimosse dalle borse potevano venire quotate nei mercati non regolamentati "Over The Counter", in pratica la quotazione veniva spostata da un mercato ad un altro. Tale compromesso fu raggiunto per attenuare le opposizioni dei governi locali, per i quali le aziende quotate rappresentavano una grande fonte di finanziamento, e dei piccoli investitori. Si registrarono anche proteste davanti agli uffici della CSRC in occasione delle rimozioni di società quotate.⁷⁵

Come tutti gli organi statali, anche la CSRC non può essere considerata immune dalla corruzione. Attualmente è compito del Partito Comunista attraverso il Financial and Economic Committee e la Financial Work Commission controllarne l'operato. Tuttavia, anche i tribunali, l'Assemblea Nazionale del Popolo e i media potranno avere un ruolo come garanti dell'operato della CSRC. Per quanto riguarda le corti, sono ancora rari i casi in cui vi siano sentenze sfavorevoli ad un organo di così alto rango come la CSRC, tuttavia nel 2001 l'Alta Corte del Popolo di Pechino, sentenziò in sfavore della CSRC dando ragione alla Hainan Kali Central Development che aveva accusato l'organo regolatore di non aver gestito correttamente e respinto la richiesta di offerta pubblica iniziale. La CSRC fu obbligata a riconsiderare la richiesta della Kali.⁷⁶ Anche l'ANP può giocare un ruolo di controllore: nel meeting di Marzo 2002, essa criticò la CSRC per aver permesso ad aziende non qualificate l'accesso ai mercati azionari e non aver contrastato efficacemente la manipolazione dei bilanci e la speculazione.⁷⁷ La stampa dal canto suo, tramite accurate indagini giornalistiche può

⁷⁴ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 187

⁷⁵ Stephen, GREEN, *Development of China's Stockmarket, 1984-2002*, Londra, Routledge Curzon, 2004. p. 212

⁷⁶ Zhongle, ZHANG, e Fengying, LI, "Securities supervisione and juridical review in China", *Pacific Rim Law & Policy Journal*, 13, 2, 2004, pp. 329-350.

⁷⁷ Berry NAUGHTON, The Politics of the Stock Market, *China Leadership Monitor*, 3, 2002, p. 9

spingere la CSRC a perseguire la corruzione e le truffe a danno dei risparmiatori.⁷⁸

2.4 People's Bank of China 中国人民银行

La People's Bank of China (PBOC) è la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese. Venne incaricata di tale funzione dal Consiglio di Stato il 17 Settembre 1983. Nel 1978, all'inizio dell'era di apertura e di riforma della Cina, la PBOC era l'unica banca in tutto il Paese. Fin dal 1 Gennaio 1984 la PBOC iniziò ad esercitare le sue funzioni di banca centrale, focalizzando la sua attenzione nell'implementazione delle politiche macroeconomiche della finanzia nazionale e rafforzando il proprio controllo sull'intero sistema creditizio per mantenere la stabilità monetaria. Le sue precedenti funzioni di principale banca commerciale e industriale così come la funzione di raccolta dei risparmi vennero dirottate verso la Industrial and Commercial Bank of China. La PBOC inoltre venne creata anche come organo organizzativo e regolatore del sistema finanziario cinese. In base alle decisioni prese dal Consiglio di Stato durante la riforma del sistema finanziario, la PBOC, nel 1993, rafforzò i propri poteri di controllo e supervisione. Il 18 Marzo 1985 l'Assemblea Nazionale del Popolo passò la “*Law of the People's Bank of China*” sancendone ufficialmente lo status di banca centrale. In seguito alla Central Financial Work Conference del 1998, venne deciso di riorganizzare il sistema manageriale della PBOC, revocarne le filiali provinciali e di sostituirli con i “*cross-provincial branches*” mentre dei comitati di partito venivano creati per gestire verticalmente la banca. Per tutti gli anni '80 e '90 i dirigenti locali del Partito Comunista avevano il potere di nominare i managers delle filiali locali della Banca Centrale. Durante la seconda sessione del 16° comitato centrale del Partito Comunista Cinese si auspicò che nella PBOC venissero separate le funzioni di supervisione sulle banche, le trust e investment companies, le asset management companies e le altre istituzioni finanziarie e allo stesso tempo creare la China Banking Regulatory Commission (CBRC). Il Consiglio di Stato approvò tali misure nel 2003, durante la prima sessione del 10° plenum dell'Assemblea Nazionale del Popolo. Il 27 Dicembre dello stesso anno la 6° sessione del 10° plenum del comitato permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo emendò la “*Law of the People's Bank of China*” modificando nuovamente le funzioni e la gestione della PBOC. Attualmente, in base a tale legge le funzioni della PBOC sono:

- redigere i regolamenti concernenti
- implementare le politiche monetarie in base alla legge

⁷⁸ Stephen, GREEN, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003, p. 193

- supervisionare il mercato dei prestiti e dei bond Inter-bancari, i tassi di cambio con le valute estere e il mercato dell'oro.
- Prevenire e risolvere rischi per il sistema finanziario cinese e mantenere la stabilità finanziaria.
- Impostare la politica di cambio del RMB. Mantenere un ragionevole tasso di cambio del RMB. Amministrare i tassi di cambio con le valute estere. Gestire le riserve nazionali in valuta estera e in oro.
- Stampare ed immettere nel mercato nuova moneta e controllarne la circolazione.
- Gestire la Tesoreria di Stato.
- In collaborazione con altri dipartimenti, formulare le regole di transazione e pagamento, mantenere la trasparenza delle operazioni di pagamento.
- Implementare un sistema statistico e di gestione dei dati riguardante la finanza. È responsabile per la raccolta, la semplificazione, l'analisi dei dati e dei forecast.
- Coordinare le azioni antiriciclaggio in ambito finanziario.
- Farsi carico di compiti di rilevanza internazionale in quanto banca centrale.
- Qualsiasi altro incarico affidatole dal Consiglio di Stato.⁷⁹

Zhou Xiaochuan, che in precedenza fu presidente della CSRC, fu nominato governatore della People's Bank of China nel 2002. Egli fu uno dei principali artefici delle riforme finanziarie auspicate da Zhu Rongji, quali risanare mercato azionario e sviluppare un ampio mercato obbligazionario. Zhou iniziò la sua campagna di riforme dalle banche, sia perché era l'ambito in cui la PBOC era maggiormente coinvolta, sia perché la loro precaria situazione finanziaria era un pericolo per l'intero sistema Paese. Inoltre, gli ancora poco sviluppati mercati azionari e obbligazionari facevano sì che la maggior parte dei rischi si concentrasse proprio sulle banche. Zhou quindi cercò di sviluppare il mercato dei bonds, i quali avrebbero permesso alle società di attingere capitali direttamente dai risparmiatori e che avrebbe costituito uno sbocco qualora il mercato azionario fosse risultato nuovamente poco attraente.⁸⁰ Zhou inoltre nel 2004 partecipò attivamente alla stesura dei “Nove Articoli” con i quali i vertici del Partito Comunista Cinese affermavano il ruolo chiave dei mercati (includendo sia le azioni che le obbligazioni).⁸¹ Potendo contare sulla fiducia dei vertici del partito, Zhou poté dare inizio alla creazione dell'infrastruttura

⁷⁹ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi* 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese), Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010. p. 264

⁸⁰ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red Capitalism*, Singapore, Wiley, 2012, p. 15

⁸¹ Berry, NAUGHTON, “Financial Reconstruction: Methodical Policymaking Moves into the Spotlight”, *China leadership monitor*, 10, 2004, p.6

necessaria a supportare le banche. Nel Settembre 2003 fu stabilito un nuovo Financial Markets Department all'interno della PBOC con lo scopo di guidare lo sviluppo delle politiche per il mercato obbligazionario. Il 6 Dicembre 2003 la PBOC fondò due istituti da lei interamente controllati: la Central SAFE Investment (meglio conosciuta come Huijin) e la China Jianyin Investment, una sussidiaria interamente posseduta dalla stessa Huijin. Queste due società diverranno il perno attraverso cui ristrutturare le 4 grandi banche commerciali cinesi, incanalando capitale. Le prime banche che ricevettero fondi tramite queste controllate furono la China Construction Bank e la Bank of China nel 2004.⁸² Secondo Carl Walter e Fraser Howie, il modello di ristrutturazione delle banche impostato dalla People's Bank of China risultò il più efficace. Per prima cosa, nel 1998, venne imposto alle banche commerciali di aumentare il capitale sociale in base agli standard internazionali. Successivamente, 170 miliardi di Dollari in prestiti non remunerativi vennero ceduti dalle banche commerciali alle Asset Management Companies create per l'occasione, che acquistarono il portafoglio di crediti pagandoli in contanti. Le AMC vennero in parte finanziate dal Ministero delle Finanze tramite la cessione alle stesse di 40 miliardi di RMB in bonds e dalla PBOC la quale prestò loro altri 75 miliardi di Dollari provenienti dalle sue riserve di valuta estera. Allo stesso tempo, per scongiurare un ulteriore aumento dell'inflazione, la PBOC congelò i capitali ricevuti dalle banche commerciali imponendo loro di acquistare i suoi bond non trasferibili. Dopo che la prima tranche di crediti non riscuotibili furono eliminati dai bilanci delle banche commerciali nel 2000, si stima che ancora rimanessero circa 260 miliardi di Dollari in NPL (Non Profitable Loans).⁸³ Secondo Zhou Xiaochuan, l'unico modo per rafforzare le banche cinesi era quello di far confluire ancor più capitale nelle loro casse, e gli unici in grado di farlo sarebbero stati gli investitori esteri. Rimaneva il problema di come rendere le banche cinesi attrattive per i capitali esteri. La People's Bank of China ritenne che solo la Bank of China e la China Construction Bank ottenevano guadagni sufficientemente alti e avevano un capitale registrato sufficientemente ampio da poter sostenere la completa cancellazione degli NPL dai loro conti. La proposta di Zhou di finanziare le due banche utilizzando le riserve di valuta estera fu approvata dal Consiglio di Stato e il 31 Dicembre 2003: le due banche trasferirono tutto il loro capitale e i loro guadagni in un fondo destinato agli NPL. In altre parole la quota di capitale delle due banche detenuto dal Ministero delle Finanze venne completamente cancellata. I rimanenti crediti non esigibili della BOC e della CCB

⁸² Edwin, TRUMAN, *The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard*, in "Institute for International Economics", 2007, <http://www.iie.com/publications/papers/truman1007.pdf>, 22 Luglio 2007.

⁸³ Franklin, ALLEN et Alii, "China's Financial System: Past, Present, and Future", in Loren Brandt (a cura di), *The Transition that Worked: Origins, Mechanism, and Consequences of China's Long Boom*, Pittsburgh, National Science Foundation, 2001. p. 18

(12 miliardi di Dollari) vennero ceduti alle AMC. La BOC e la CCB vennero quindi rifinanziate con le riserve di valuta estera, ovvero circa 22,5 miliardi di Dollari ciascuna provenienti dalla Huijin. Alla fine di questo processo di ristrutturazione, la BOC e la CCB erano pronte ad attirare investitori esteri e poterono completare le loro offerte pubbliche iniziali.⁸⁴ Tuttavia, l'effetto collaterale di tali azioni fu di inasprire le lotte politiche interne per il controllo delle banche in quanto in quel momento la PBOC deteneva il 100% sia della BOC che della CCB.⁸⁵

Secondo il piano di Zhou, una seconda tornata di NPL venne acquistata dalle Asset Management Companies nel 2004 e 2005 per un valore di 198 miliardi di Dollari comprendente anche 705 miliardi di RMB di NPL provenienti dalla Industrial and Commercial Bank of China. Questa volta però, la PBOC ricevette il pagamento immediato per i fondi che inoltrò alle AMC destinati all'acquisizione degli NPL, in quanto il MOF che possedeva la totalità delle Asset Management Companies emise alle tre banche commerciali BOC, CCB e ICBC buoni del tesoro per 70 miliardi di Dollari non rivendibili nel mercato. Tali buoni vennero usati per ridurre la liquidità del mercato (e quindi l'inflazione) e ripagare la PBOC di circa il 33% del totale dei prestiti che aveva fatto alle AMC.⁸⁶

A partire dall'inizio di 2005 la PBOC cooperando strettamente con altri organi, iniziò a sviluppare i loro piani per il mercato dei bond. Nel Febbraio 2005, le leggi permettevano ad istituzioni internazionali come la Asian Development Bank di emettere obbligazioni in RMB.⁸⁷ Nel Giugno 2005 la PBOC fu autorizzata a sganciare il RMB dal suo cambio fisso con il Dollaro e nel corso dei tre anni successivi la moneta cinese si sarebbe apprezzata di quasi il 20%. Le condizioni per un vivace mercato obbligazionario erano ora state create.⁸⁸ Nel 2005 la People's Bank of China si fece carico anche dello sviluppo dei Corporate Bonds. La banca centrale ritenne che i tempi per tale prodotto finanziario fossero maturati vista la debolezza dei mercati azionari in Cina. Per fare ciò, sfruttò il cavillo legale che definiva i Corporate Bonds come quelli con maturità superiore ad un anno. Creò quindi un prodotto finanziario a breve scadenza denominato Commercial Paper (短期融资券) che divenne in breve tempo il prodotto finanziario più scelto tra le SOE affamate di capitali. In pratica la banca centrale diede loro la possibilità di scegliere tra le banche e il mercato obbligazionario. Tale politica si inseriva nello scenario di lotta interna tra la linea riformista della

⁸⁴ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red Capitalism*, Singapore, Wiley, 2012, p. 56

⁸⁵ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red Capitalism*, Singapore, Wiley, 2012, p. 62

⁸⁶ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi* 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese), Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010, p. 319

⁸⁷ *ABD's first RMB bond listed on HK*, in "China Daily", 2010, http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2010-10/23/content_11449246.htm, 13 Aprile 2013.

⁸⁸ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red Capitalism*, Singapore, Wiley, 2012, p. 18

PBOC e i suoi oppositori. Nel 1993 la PBOC cedette la gestione dei bond alla State Planning Commission (SPC) che li delegò alla National Development and Reform Commission (NDRC). Ciò determinò la quasi completa scomparsa di tale prodotto in quanto le SOE potevano facilmente ottenere finanziamenti dalle banche statali. Al 2005 esistevano due prodotti obbligazionari: gli Enterprise Bond (企业债), commerciati nel mercato interbancario e controllati dalla NDRC e i Company Bonds (公司债) scambiati nei mercati azionari e quindi sotto la tutela della CSRC. Tuttavia nel 2005, in seguito alla riforma bancaria e alla debolezza dei mercati azionari, le obbligazioni tornarono ad essere un prodotto di successo.⁸⁹ Successivamente, supportato dai “Nove Articoli” redatti dai vertici del Partito, che facevano esplicito riferimento alla necessità di sviluppare anche il mercato obbligazionario, Zhou Xiaochuan riuscì a formare il proprio mercato obbligazionario nel pieno rispetto dei principi imposti dalla Leadership. Nel 2005 le SOE che necessitavano di fondi emisero Commercial Paper per un valore di 17 miliardi di Dollari.⁹⁰ La PBOC impose alle società che emettevano obbligazioni di ottenere una valutazione da parte di una società di Rating, una banca che ne sottoscrivesse l'emissione, un prospetto e l'apertura di una pratica presso la banca centrale. I riformatori della PBOC per formulare tali norme presero spunto dal modello Americano. Nel Settembre 2007, la People's Bank of China sponsorizzò la formazione di una associazione di industriali con lo scopo di gestire il mercato dei bonds: la National Association of Financial Markets Institutional Investors (NAFMII). Tale associazione garantì al mercato obbligazionario una notevole trasparenza: in contrasto con il mercato azionario, la situazione finanziaria, i prospetti e tutti i documenti relativi alle aziende emittenti sono disponibili per essere consultati nel sito web del NAFMII. Essa è registrata come un'organizzazione non governativa e non-profit, autorizzata dalla PBOC a fornire consulenza per lo sviluppo del mercato obbligazionario, promuovere nuovi regolamenti e revisionare i bond emessi nel mercato.⁹¹ L'obiettivo ultimo ovviamente era di escludere la National Development and Reform Commission dal mercato dei bonds. Nell'Aprile 2008 la PBOC in collaborazione con il NAFMII creò note di debito a medio termine con scadenza compresa tra tre e cinque anni (MTN Medium Term Note – 中期票据). La NAFMII chiamò tali prodotti “Non financial enterprise financing instruments” (非金融企业融资工具) in modo da separarli chiaramente dai prodotti gestiti da CSRC e NDRC. Le MNT infatti non erano quotate in borsa, non sono soggette a fluttuazioni di mercato in quanto i tassi

⁸⁹ Asian Development Bank, *ASEAN+3 Bond Market Guide*, Mandaluyong City, Asian Development Bank, 2012, p. 137.

⁹⁰ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese)*, Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010, p. 335

⁹¹ Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red Capitalism*, Singapore, Wiley, 2012, p. 133

d'interesse sono fissi. Inoltre alle aziende che decidevano di emetterli, si richiedeva di registrarsi soltanto presso la NAFMII. La National Development and Reform Commission tentò in tutti i modi di ostacolare il progetto della banca centrale e di prendere il controllo dei MTN, adducendo che si trattava di prodotti finanziari con una longevità di più di un anno. Il Consiglio di Stato, seguendo le pressioni ricevute dagli antagonisti di Zhou Xiaochuan, ritardò il debutto degli MTN di quattro mesi. Tuttavia verso la fine del 2008 dovette concedere il nullaosta sull'onda del rinnovato interesse per il mercato obbligazionario. Alla fine del 2009 le aziende cinesi, tramite gli Medium-Term Notes, riuscirono a racimolare 89 miliardi di Dollari. Insieme alle Commercial Paper, i due prodotti della PBOC rappresentarono il 22% di tutti i capitali a rendita fissa racimolati nel 2009 e il 12% nel 2010. La scelta della PBOC di concentrare gli sforzi nel mercato obbligazionario, fu fatta anche nell'ottica di riguadagnare spazio dopo la sconfitta delle posizioni riformiste avvenuta tra il 2005 e il 2007.

Nel 2004, la CCB e la BOC prima di ricevere la ricapitalizzazione di 45 miliardi di Dollari proveniente dalle riserve di valuta estera della PBOC, dovettero cedere i loro mutui insolubili alle Financial Asset Management Companies. Così facendo si poterono vendere quote azionarie delle banche commerciali ad investitori strategici esteri. L'accesso di tali investitori garantiva alle banche cinesi dei partner in grado di migliorarne la governace e inoltre sanciva ai mercati internazionali che le banche cinesi erano state ristrutturare con successo. Tuttavia la cessione di partecipazioni a soggetti stranieri provocò un'ondata di diffamazioni e polemiche tra i vertici più conservatori, i quali affermavano che gli stranieri avrebbero dovuto pagare un prezzo più alto per le quote di banche risanate e che tale cessione costituiva un pericolo per la sicurezza finanziaria del Paese. Nonostante tali attacchi, la PBOC riuscì a completare la ristrutturazione della BOC e della CCB tramite le offerte pubbliche iniziali come pianificato.⁹² Allo stesso tempo iniziò ad acquisire holding finanziarie prossime alla bancarotta per garantire la stabilità economica. In questo caso però anziché fornire fondi per ripagare i risparmiatori colpiti dal tracollo della finanziaria come accadde nelle occasioni precedenti, la PBOC acquistò tali società con l'intento di risanarle per poi rivenderle a nuovi investitori (anche esteri).⁹³ Tuttavia tale progetto aveva un limite: le AMC, secondo quanto pianificato dalla PBOC, dovevano riscuotere tutti i prestiti problematici che erano stati ceduti loro per ripagare il loro debito nei confronti della banca centrale. Tale compito risultò pressoché impossibile.⁹⁴

⁹² Alicia, GARCIA-HERRERO et Alii, "China's Banking Reform: An Assessment of its Evolution and Possible Impact", *CESifo Economic Studies*, Vol. 52, 2/2006, pp. 304-363. p. 313

⁹³ Richard, McGREGOR, "PBOC considers Huijin Overhaul", *Financial Times*, 23 Ottobre 2006,

⁹⁴ Shan, XU, "The Asset Management Companies: The Resolution Trust Corporation Model's Application in

La riforma del sistema bancario per come era stata pianificata dalla PBOC, aveva come risultato la riduzione delle quote del Ministero delle Finanze in due delle più importanti banche commerciali del Paese e la cessione di Holding finanziarie a soggetti esteri con la conseguente perdita di potere anche da parte del CSRC. Inoltre la PBOC si stava affermando come una sorta di super-regolatore della finanza cinese comprendendo sia le banche, che i mercati azionari e obbligazionari. Come conseguenza di ciò, feroci attacchi personali verso Zhou Xiaochuan partirono da Pechino tramite la stampa di Hong Kong. Zhou avrebbe potuto tener testa a tali attacchi solo avendo dalla sua parte la leadership di partito. Tuttavia Jiang Zemin si era da poco ritirato anche da presidente della Commissione Centrale del Partito Comunista, e anche un altro solido alleato di Zhou Xiaochuan, il Vice Premier Huang Ju dovette ritirarsi a causa di un cancro terminale. Inevitabilmente durante le festività di Ottobre il Consiglio di Stato iniziò a tagliare tutte iniziative riformatrici di Zhou e a ribilanciare il potere tra gli organi dello Stato. Subito dopo le festività risultava chiaro che il MOF aveva riacquisito potere sulle banche e che la CSRC stava impedendo la cessione di quote maggioritarie a investitori esteri.⁹⁵ La situazione di dominio da parte della People's Bank of China venne ribaltata definitivamente nel 2007 con la creazione da parte del MOF della China Investment Corporation.⁹⁶

2.5 China Insurance Regulatory Commission 中国保险监督管理委员会

Il mercato assicurativo cinese, come quello azionario ed obbligazionario, ha generato un crescente interesse da parte degli analisti e degli investitori internazionali. In modo particolare, diversi grandi gruppi assicurativi europei ed statunitensi hanno iniziato a far breccia in tale mercato già a partire dai primi anni '90. Il comparto assicurativo cinese, in poco più di trent'anni è passato dai soli 200 milioni di Dollari di ricavi del 1978⁹⁷ ai 248 miliardi di Dollari (1,55 trilioni di Yuan) alla fine del 2012.⁹⁸ Sebbene gli introiti derivanti dai premi assicurativi dal 1981 al 2008 sono cresciuti ad un

Resolving China's Banking Problems”, *Chinese Public Affairs Quarterly*, 2, 3, 2006, pp. 184-206.

95 Carl WALTER e Fraser HOWIE, *Red Capitalism*, Singapore, Wiley, 2012, p. 20

96 Michael, MARTIN, *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.

97 Ian LANCASTER, *Insurance law commentary*, in “Chubb Group of Insurance Company”, 1995, <http://www.chubb.com/>, 31 Agosto 2013.

98 Yuanyuan, HU, *China's insurance premiums rose in 2012*, in “China Daily”, 2013, http://www.chinadaily.com.cn/business/2013-01/23/content_16166628.htm, 31 Agosto 2013.

tasso medio annuo del 38%⁹⁹, al 2012 la percentuale di PIL cinese derivante dal comparto assicurativo è di solo il 3%, con una spesa media pro-capite di circa 183 Dollari. A confronto, gli Stati Uniti, con una spesa annua di circa 1.1 trilioni di Dollari¹⁰⁰ hanno una spesa pro-capite di circa 50.000 Dollari. La Cina rappresenta quindi solo 1% della spesa mondiale in premi assicurativi pur rappresentando il 20% della popolazione terrestre.¹⁰¹ In ogni caso, con l'espansione economica e soprattutto della classe media, ci si aspetta che il comparto assicurativo cinese si espanda ulteriormente. Per questo già a metà anni '90 la Cina si dotò di una legge nazionale destinata a regolare il mercato assicurativo: la *Insurance Law*, promulgata il 30 Giugno 1995 ed emendata già due volte dal comitato permanente dell'Assemblea Nazionale del Popolo il 28 Ottobre 2002 e il 28 febbraio 2009.¹⁰² Pochi anni più tardi, nel 1998, venne anche creata una istituzione governativa atta a regolare e sovrintendere l'intero mercato: la China Insurance Regulatory Commission (CIRC), diventata l'organo più influente nel mercato assicurativo cinese.

L'obiettivo principale della legge, come stabilito dall'articolo 1, è di proteggere i legittimi interessi delle parti coinvolte nel mercato, rafforzare la supervisione e la regolamentazione dell'industria assicurativa e promuoverne un solido sviluppo.

“为了规范保险活动，保护保险活动当事人的合法权益，加强对保险业的监督管理，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进保险事业的健康发展，制定本法。”¹⁰³

La legge, di fatto rafforza la supervisione e la regolamentazione imponendo una serie di standard per le società assicurative e concedendo ampi poteri ad un organo governativo di controllo (la CIRC). La *Insurance Law* promuove un solido sviluppo del mercato imponendo particolari requisiti contro l'insolvenza degli istituti assicurativi. Ampi poteri furono concessi all'organo regolatore, che nel 1998 divenne la CIRC, la quale a discrezione può interpretare o espandere i

⁹⁹ ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi* 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese), Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010, p. 357.

¹⁰⁰ *Industry Overview*, in “Insurance Information Institute”, 2013, http://www.iii.org/facts_statistics/industry-overview.html, 1 Settembre 2013.

¹⁰¹ Mark, RUQUET, “Marsh Offers Tips on Opportunities in China”, *National Underwriter*, 1, 10, 2001, p. 9.

¹⁰² *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) preambolo, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹⁰³ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 1, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

requisiti e le imposizioni della *Insurance Law*.¹⁰⁴ Tale legge può essere considerata un buon punto di partenza per adeguare il settore assicurativo cinese agli standard internazionali. Il suo raggio di discussione è piuttosto ampio, dalle definizioni delle varie terminologie fino ad ogni singolo dettaglio riguardante la gestione del comparto assicurativo. Ad esempio, negli articoli 2, 10, 125 e 126, rispettivamente definisce i concetti di “assicurazione”¹⁰⁵, “contratto di assicurazione”¹⁰⁶, “agente”¹⁰⁷ e “broker”¹⁰⁸. All’articolo 3, 4, 5 e 8, la legge impone che tutte le attività assicurative siano svolte nel rispetto della legge¹⁰⁹, nel rispetto della morale¹¹⁰ e secondo i principio di “buona

¹⁰⁴ Thomas, JEFFREY, “The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 417.

¹⁰⁵ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 2, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013. “Assicurazione è il termine usato dalla legge per indicare una transazione assicurativa commerciale per la quale l’assicurato paga all’assicuratore un premio, il quale si fa carico di indennizzare l’assicurato contro possibili perdite o danni causate da possibili eventi previsti nel contratto, o di pagare un’indennità qualora l’assicurato muoia, si infortuni, si ammali gravemente o raggiunga l’età stabilita dal contratto.”

¹⁰⁶ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 10, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013. “Un contratto assicurativo è un accordo nel quale i diritti e gli obblighi assicurativi sono specificati ed accordati tra assicuratore e assicurato.”

¹⁰⁷ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 117, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013. “Un agente è un’entità individuale delegata da un assicuratore a riscuotere i premi e a compiere transazioni assicurative per conto dell’assicuratore entro i limiti da esso delegati”.

¹⁰⁸ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 118, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013. “Un broker è un’entità che, in base agli interessi del richiedente e previa il pagamento di una commissione, fornisce servizi di intermediazione tra il richiedente di un’assicurazione e la compagnia assicurativa in modo tale che essi possano raggiungere un accordo contrattuale”.

¹⁰⁹ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 3, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹¹⁰ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 4, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

fede”¹¹¹. Tali definizioni sono sufficientemente vaghe da consentire alla China Insurance Regulatory Commission di decidere in modo abbastanza arbitrario quali attività siano state svolte secondo buona fede e quali no.¹¹²

Art 5 Insurance Law: “保险活动当事人行使权利、履行义务应当遵循诚实信用原则。”

La *Insurance Law* include specifici requisiti per dar vita ad un’attività di assicurazione: una compagnia assicurativa deve possedere un capitale sociale di almeno 200 milioni di RMB¹¹³ di cui almeno il 20% deve essere depositato a copertura degli indennizzi presso una banca approvata¹¹⁴, mentre venne cancellato con l'emendamento del 2009 il requisito secondo cui le compagnie di assicurazione dovevano avere lo status giuridico di società per azioni o di state owned enterprise totalmente posseduta dallo stato. Inoltre deve possedere una struttura manageriale solida e qualificata. Una società che volesse accedere al mercato assicurativo in Cina deve sottoscrivere una richiesta alla China Insurance Regulatory Commission, fornire uno studio di fattibilità e altra documentazione. Una volta che la CIRC ha approvato la richiesta della società, essa deve fornire lo statuto societario, la lista degli azionisti, la certificazione di avvenuto versamento del capitale sociale, un business plan e vari altri documenti.¹¹⁵ Anche dopo che una compagnia assicurativa viene ufficialmente autorizzata ad operare nel mercato cinese, la CIRC detiene una forte autorità nella gestione societaria. Nello specifico la China Insurance Regulatory Commission deve pre-approvare ogni nuova filiale che le compagnia assicurative intendono aprire nel territorio nazionale¹¹⁶ ed ogni modifica dell’ammontare del capitale sociale, del nome della società ed ogni

¹¹¹ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 5, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹¹² Thomas, JEFFREY, “The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 417.

¹¹³ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 69, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹¹⁴ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 97, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹¹⁵ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 70 e 75, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹¹⁶ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica

cambiamento riguardate i soci detenenti una quota di più del 10% del capitale sociale. Inoltre, la CIRC deve anche approvare anticipatamente ogni separazione, fusione ed acquisizione tra compagnie assicurative, ogni modifica dello statuto societario e ogni cambiamento di General manager o presidente.¹¹⁷ I poteri e la discrezione che la legge concede all'organo regolatore governativo sono sicuramente molto ampi.

La *Insurance Law*, sebbene risulti innovativa in certi aspetti, rimane ancora un prodotto del retaggio legale storico della Cina tradizionale in quanto la legge pone grande rilevanza all'accentramento del potere presso l'organo regolatore (la CIRC) il quale può interpretare con ampia discrezione le vaghe prescrizioni della legge, imporne di nuove e determinare in quali casi la legge viene violata e la rispettiva sanzione. L'autorità della China Insurance Regulatory Commission non è subordinata a nessuna prescrizione di legge se non alla gerarchia del governo e agli ordini di partito.¹¹⁸

Sebbene la *Insurance Law* stabilisca chiaramente quali sono i criteri che gli assicuratori devono rispettare per poter operare nel mercato cinese, è la CIRC ad avere l'ultima parola in merito. L'organo regolatore del governo deciderà, in base alle necessità del mercato, se sia opportuno o meno consentire l'accesso a nuove compagnie assicurative; in caso di rifiuto a concedere la licenza ad una società assicurativa, la legge non riconosce strumenti legali per appellarsi alla decisione. Per quanto riguarda gli agenti intermediari, la capacità discrezionale della CIRC risulta essere ancora maggiore. Nonostante la legge stabilisca già che gli agenti e i broker debbano rispettare gli standard imposti e versare un deposito a garanzia¹¹⁹ per essere ufficialmente riconosciuti a praticare, essa delega per intero alla CIRC i poteri di stabilire quali siano i criteri minimi necessari a presentare domanda¹²⁰ e ovviamente, decidere quali agenti possano in ultima analisi ottenere la licenza.¹²¹

I poteri della CIRC sono tali da influenzare la gestione finanziaria delle compagnie assicurative.

Popolare Cinese) art 74, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹¹⁷ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 84, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹¹⁸ Stanley, LUBMAN, *Bird in a Cage: legal reform in China after Mao*, Stanford, Stanford University Press, 1999, p. 173.

¹¹⁹ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 120, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹²⁰ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 122, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹²¹ Larry, SIMMS, "China's Insurance Law", *The China Business Review*, 23, 5, 1996, p. 38.

Essa può infatti aggiungere o ampliare i requisiti di ammissione per quanto riguarda il capitale depositato a tutela degli assicurati¹²² (la *Insurance Law* stabilisce un minimo del 20% dell'intero capitale sociale), influenzare la riassicurazione delle compagnie e le politiche di investimento delle stesse. Le compagnie assicurative infatti devono riassicurarsi presso altre compagnie in base alle disposizioni della CIRC.¹²³ L'articolo 106 della *Insurance Law* stabilisce che gli investimenti operati dalle società assicurative oltre ad essere limitati a depositi bancari, titoli finanziari e immobili, impone che questi avvengano su solide e prudenti basi e in conformità ai regolamenti emanati dall'organo regolatore (CIRC). Almeno in teoria, la CIRC ha anche il potere di influenzare i premi e le clausole assicurative delle principali tipologie contrattuali.¹²⁴

La capacità discrezionale della China Insurance Regulatory Commission è amplificata dall'uso nella *Insurance Law* di terminologia vaga e non ben definita. Un esempio può essere l'articolo 5 secondo il quale tutte le attività svolte dagli operatori del comparto assicurativo devono svolgersi secondo il principio di “buona fede”.¹²⁵ L'articolo 4 della *Insurance Law* stabilisce invece che tutte le operazioni legate al settore assicurativo si svolgano in modo da non nuocere all'interesse pubblico.¹²⁶ Infine, la *Insurance Law* fa ampio uso del termine “tempestivo” (及时)¹²⁷. Alla China Insurance Regulatory Commission spetta il compito di stabilire, caso per caso, cosa sia in “buona fede” e cosa sia “tempestivo”.¹²⁸ Questi riferimenti possono essere interpretati in svariati modi ma producono l'effetto assolutamente pragmatico di consentire alla CIRC di perseguire anche le

¹²² *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 98, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹²³ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 96 e 105, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹²⁴ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 5, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹²⁵ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 114, 2009, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹²⁶ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 4, 2009, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹²⁷ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 21, 22 e 23, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

condotte che non violino specifiche disposizioni di legge. Ciò costituisce un vantaggio dal punto di vista della flessibilità e della rapidità di intervento del regolatore ma limita la prevedibilità dell'applicazione della legge in caso di contenzioso.¹²⁹

La CIRC gode anche di ampi poteri per perseguire le violazioni della legge e applicare sanzioni amministrative le quali possono essere dirette non solo verso le compagnie assicurative ma anche verso il personale dipendente. Una volta che la commissione prende atto che è avvenuta una violazione della legge, essa possiede una serie di strumenti di persecuzione. Può rilasciare un semplice avvertimento al personale coinvolto e imporre loro multe comprese tra 10.000 e 100.000 RMB. Qualora il loro coinvolgimento sia particolarmente grave, la CIRC può imporre anche la rimozione dai loro incarichi.¹³⁰ Per quanto riguarda le multe imponibili alle società di assicurazione, l'articolo 159 della Insurance Law stabilisce che la CIRC può decidere di applicare sanzioni comprese tra uno e cinque volte l'ammontare del profitto ottenuto illecitamente oppure, qualora ci si trovi di fronte ad un illecito che non abbia apportato guadagni monetari per la compagnia d'assicurazione, una multa compresa tra 200.000 e 1.000.000 di RMB.¹³¹ Qualora invece, una società di assicurazione operi al di fuori del raggio d'azione approvata, oltre alle sanzioni monetarie, la China Insurance Regulatory Commission può decidere di sospendere o revocare definitivamente la licenza e il diritto ad operare nel territorio Cinese.¹³²

Nel caso una compagnia assicurativa presenti il pericolo d'insolvenza, la legge consente alla CIRC di rilevarla interamente.¹³³

Due articoli della Insurance Law furono inseriti a limitazione del potere della China Insurance

¹²⁸ Thomas, JEFFREY, "The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 420.

¹²⁹ Thomas, JEFFREY, "The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 423.

¹³⁰ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 173, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹³¹ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 159, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹³² *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 161, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹³³ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 145, in "The Central People's Government of the People's Republic of China", 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

Regulatory Commission. Nello specifico, l'articolo 180 stabilisce che il personale dipendente e dirigente dell'organo regolatore deve essere punito a norma di legge nei seguenti casi: dare l'approvazione alla costituzione di una nuova compagnia assicurativa che non rispetti i canoni richiesti dalla legge; divulgazione di informazioni riservate; imporre sanzioni oltre i limiti di legge; abuso di potere.¹³⁴ Qualora tali violazioni costituissero un reato, i colpevoli potranno subire un procedimento penale.¹³⁵ Tuttavia, per quanto riguarda le sanzioni amministrative, la decisione e l'applicazione della pena rimane a discrezione dell'organo regolatore, ovvero la CIRC. Questi articoli a circoscrizione del potere discrezionale della China Insurance Regulatory Commission non sembrano costituire una significativa limitazione.¹³⁶

Come già anticipato, la capacità di decidere ed agire in modo discrezionale della CIRC costituisce un vantaggio dal punto di vista della rapidità con cui essa può intervenire nel mercato modificando i regolamenti e applicando sanzioni ai trasgressori. Tuttavia, se si vuole modernizzare l'apparato regolatore del mercato assicurativo secondo i canoni dei Paesi occidentali del *Rule of Law*, la CIRC dovrebbe essere a sua volta soggetta al controllo da parte di una corte o di un altro organo governativo. Ciononostante i limiti di legge, la tradizione giuridica cinese e la debolezza della magistratura limitano moltissimo il controllo applicato sui poteri discrezionali della CIRC. Dal punto di vista della tradizione giuridica cinese, è infatti accettabile che un organo goda di ampi poteri discrezionali senza subire un severo controllo. Gli organi designati a supervisionare l'operato della China Insurance Regulatory Commission, operando in tale contesto, applicano una supervisione ancora molto labile.¹³⁷ Basti pensare che nel sistema giuridico cinese, le corti di giustizia sono collocate in un gradino più basso rispetto alle agenzie governative nella gerarchia di stato. Esse sono quindi piuttosto restie a sfidare il potere di un organo gerarchicamente superiore come la China Insurance Regulatory Commission. Le corti mancano di autorità di interpretazione delle leggi amministrative: potere che spetta al Consiglio di Stato ed alle sue agenzie.¹³⁸

¹³⁴ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 180, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹³⁵ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 181, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹³⁶ Thomas, JEFFREY, “The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 423.

¹³⁷ Thomas, JEFFREY, “The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 424.

¹³⁸ Stanley, LUBMAN, *Bird in a Cage: legal reform in China after Mao*, Stanford, Stanford University Press, 1999, p.

Un grosso passo in avanti riguardo il miglioramento della supervisione amministrativa fu la promulgazione da parte dell'Assemblea Nazionale del Popolo della legge per le procedure amministrative. Approvata il 4 Aprile 1989, essa consente ai cittadini di intentare causa contro le amministrazioni e le agenzie governative.¹³⁹ Nonostante tale legge costituisca un buon progresso dal punto di vista giuridico in quanto in precedenza tutte le decisioni delle agenzie non erano soggette ad alcuna revisione giuridica, il suo raggio d'azione resta comunque molto limitato. L'articolo 12 comma 2 della legge per la procedura amministrativa esclude esplicitamente che si possano citare in giudizio organi amministrativi per appellarsi a decisioni, leggi o regolamenti con effetto vincolante. Tutti i regolamenti emessi dalla CIRC di fatto sono esclusi dal raggio d'azione della legge. Al comma 3 dello stesso articolo, la legge inoltre esclude dal suo stessa portata la possibilità di infliggere pene al personale amministrativo per cattiva condotta, le quali restano ad esclusivo appannaggio di agenzie governative quali la CIRC.

Art. 12 Legge per la procedura amministrativa: “人民法院不受理公民、法人或者其他组织对下列事项提起的诉讼:

- (一) 国防、外交等国家行为;
- (二) 行政法规、规章或者行政机关制定、发布的具有普遍约束力的决定、命令;
- (三) 行政机关对行政机关工作人员的奖惩、任免等决定;
- (四) 法律规定由行政机关最终裁决的具体行政行为。”¹⁴⁰

La legge in ogni caso autorizza procedimenti giudiziari in appello ad azioni quali sanzioni amministrative, infrazioni dirigenziali e il rifiuto di concedere una licenza.¹⁴¹ Tuttavia tale legge non si applica per azioni considerate “discrezionali” ma solo a quelle definite come “concrete”.¹⁴² Molte

205.

¹³⁹ Zhonghua Renmin gongheguo Xingzheng Susongfa 中华人民共和国行政诉讼法 (Legge per le procedure amministrative della Repubblica Popolare Cinese) art 37, 2013, <http://baike.baidu.com/view/129941.htm>, 2 Settembre 2013.

¹⁴⁰ Zhonghua Renmin gongheguo Xingzheng Susongfa 中华人民共和国行政诉讼法 (Legge per le procedure amministrative della Repubblica Popolare Cinese) art 12 comma 2, 2013, <http://baike.baidu.com/view/129941.htm>, 2 Settembre 2013.

¹⁴¹ Zhonghua Renmin gongheguo Xingzheng Susongfa 中华人民共和国行政诉讼法 (Legge per le procedure amministrative della Repubblica Popolare Cinese) art 11 comma 2, 2013, <http://baike.baidu.com/view/129941.htm>, 2 Settembre 2013.

¹⁴² Stanley, LUBMAN, “The WTO Debate: Chinese Justice on Trial”, *Asian Wall Street Journal*, 9 Maggio 2000, p. 10.

delle decisioni applicate dalla China Insurance Regulatory Commission di fatto restano escluse dalla possibilità di venir giudicate in appello. Ad esempio, nel caso in cui la CIRC, agendo secondo la sua discrezione, decidesse di negare la licenza ad operare nel mercato cinese ad una società di assicurazioni, ad un agente o un broker, nonostante questi abbiano soddisfatto i requisiti d'ingresso, tale decisione sarà inappellabile.

Anche qualora vi siano le condizioni per intentare un appello contro una decisione di un'agenzia governativa quale la CIRC è, le parti presentanti il ricorso affronterebbero ulteriori ostacoli di portata non indifferente, quali l'influenza che le agenzie governative esercitano sulle corti e il rischio di subire future ritorsioni. Ciò riduce sicuramente il numero di possibili ricorsi nel settore assicurativo, e anche qualora una decisione amministrativa sia contestata in appello, nel 60% dei casi il processo si risolve con la rinuncia da parte dell'attore.¹⁴³ La maggior parte dei casi in cui i cittadini hanno ottenuto sentenze favorevoli contro agenzie amministrative, non vi erano rapporti stabili e continuativi tra le parti. Qualora alla chiusura del procedimento giudiziario, la parte querelante dovesse per ragioni di business mantenere rapporti con l'agenzia chiamata in giudizio, tali rapporti (Guanxi 关系) ne risulterebbero irrimediabilmente danneggiati ed eventuali ritorsioni si prefigurerebbero all'orizzonte. Dal canto loro, le società assicurative, le agenzie e i broker necessitano di una stabile proficua collaborazione con la China Insurance Regulatory Commission.¹⁴⁴

Per quanto riguarda la debolezza delle corti di giustizia nei confronti degli organi governativi, i giudici potrebbero essere restii a prendere le parti avverse ad un organo gerarchicamente superiore, senza contare il fatto che potrebbero sussistere rapporti interpersonali tra il giudice e i membri dell'agenzia governativa in questione. Infatti, una delle peculiarità della cultura legale cinese è proprio la predominanza dei rapporti interpersonali su quelle che dovrebbero semplicemente essere rapporti professionali e legali.¹⁴⁵ La CIRC, in qualità di potente organo del governo centrale, è ben conscia di tale retaggio culturale e trae vantaggio dalla sua posizione in modo da proteggere se stessa e le sue decisioni.

L'unico organo alla quale la China Insurance Regulatory Commission è sottoposta, è il Consiglio di Stato. Tuttavia, nonostante la CIRC sia soggetta ai suoi ordini, il massimo organo esecutivo della

¹⁴³ Stanley, LUBMAN, *Bird in a Cage: legal reform in China after Mao*, Stanford, Stanford University Press, 1999, p. 210.

¹⁴⁴ Thomas, JEFFREY, "The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 425.

¹⁴⁵ Stanley, LUBMAN, *Bird in a Cage: legal reform in China after Mao*, Stanford, Stanford University Press, 1999, p. 303.

Repubblica Popolare, essendo responsabile di supervisionare l'intero corpo di norme e regolamenti dell'apparato giuridico cinese, non condiziona nello specifico la gestione ordinaria della CIRC. Il Consiglio di Stato nonostante abbia il potere di correggere gli eventuali errori dei suoi organi sottoposti, generalmente non dispone del tempo e della disposizione necessaria a colmare le lacune riguardanti le azioni talvolta arbitrarie della CIRC se non in casi estremamente gravi.¹⁴⁶

Il raggio d'azione delle azioni discrezionali della CIRC venne in parte limitato dall'ingresso della Cina nell'organizzazione mondiale del commercio nel 2001. Il WTO non poteva ricevere in appello le decisioni prese dalla CIRC, ma la Cina, in quanto a Paese membro, ha acconsentito a conformarsi agli standard internazionali in materia di leggi amministrative. Ciò ha reso più difficile per la China Insurance Regulatory Commission negare la licenza ad operare a società conformi agli standard richiesti o rifiutare alle compagnie di assicurazione di aprire nuove filiali.¹⁴⁷

2.5.1 Il caso Sedgwick

L'ampio potere discrezionale della China Insurance Regulatory Commission all'interno del contesto legale cinese può essere ben illustrato tramite il caso che riguardò la società di assicurazioni britannica Sedgwick Insurance Risk Management Consultants China Ltd, nota semplicemente come Sedgwick.

L'azienda aprì un ufficio di rappresentanza in Cina già nel 1981 e ottenne la licenza ad operare come società assicurativa nel 1983 con il solo compito di fornire copertura assicurativa e offrire servizi di gestione del rischio.^{148 149}

Nel 1998, poco dopo essere stata fondata, la China Insurance Regulatory Commission iniziò una campagna di demolizione contro le attività non autorizzate di brokeraggio. L'organo regolatore ben presto scoprì che una serie di società di assicurazione cinesi che avevano presentato domanda per

¹⁴⁶ Thomas, JEFFREY, "The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 425.

¹⁴⁷ Raj, BHALA, *Enter the Dragon: An Essay on China's WTO Accession Saga*, Washington, American University, 2000.

¹⁴⁸ Il glossario del sito ufficiale della Borsa Italiana definisce il Risk Management: "Con il termine Risk management (gestione del rischio) ci si riferisce all'insieme di processi attraverso cui un'azienda identifica, analizza, quantifica, elimina e monitora i rischi legati ad un determinato processo produttivo. L'obiettivo principale del Risk management è quello di minimizzare le perdite e massimizzare l'efficacia e l'efficienza dei processi produttivi." 2013, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/risk-management-107.htm>, 02 Settembre 2013.

¹⁴⁹ Stacy, SHAPIRO, "Broker breaches Great Wall of China", *Business Insurance*, 27, 29, 1993, pp 15 – 30.

svolgere anche attività di brokeraggio, svolgevano tali attività senza licenza. In questa occasione la CIRC non applicò la legge rigorosamente, inoltrando loro un avvertimento formale e inviando ispettori per eliminare il brokeraggio illegale.¹⁵⁰ Anche Sedgwick fu coinvolta in tale campagna, ma avendo essa già ottenuto la licenza ad operare in territorio cinese già da diversi anni, mai si sarebbe aspettata che la CIRC sospendesse tale licenza per un periodo di tre mesi. Sebbene la licenza detenuta da Sedgwick non comprendesse esplicitamente le attività di brokeraggio, queste erano ritenute implicite dalla compagnia britannica. Il comunicato ufficiale del regolatore giustificava la pena asserendo che Sedgwick aveva mediato un gran numero di contratti assicurativi priva della licenza di broker. Inoltre la compagnia assicurativa britannica fu accusata di aver violato altri articoli della *Insurance Law* quali: insufficienza di capitale a tutela, ritardato trasferimento dei premi per la riassicurazione verso altre compagnie assicurative, aver cambiato la sede legale senza permesso e aver assunto tre top manager senza l'approvazione della CIRC.¹⁵¹

Risulta essere abbastanza chiaro che l'azione contro Sedgwick servisse come monito contro altri eventuali trasgressori. Una seconda ragione per agire così duramente contro la società britannica fu il fatto di dover recepire le lamentele delle società di assicurazioni locali le quali probabilmente non gradivano concorrenza straniera.¹⁵² La pena imposta dalla CIRC ebbe quindi l'effetto di spostare l'ago della bilancia della competitività a favore delle compagnie cinesi.¹⁵³

Questo caso dimostra quanto sia influente la China Insurance Regulatory Commission all'interno del comparto assicurativo cinese. Nessuno, nemmeno Sedgwick stessa, osò discutere la decisione del regolatore di sospendere la licenza per tre mesi. Gli ulteriori capi d'accusa per la quale la compagnia britannica fu condannata (capitale insufficiente, cambio di sede legale e assunzione di tre top manager senza approvazione) dimostrano come la CIRC possa facilmente riscontrare violazione della legge a propria discrezione. Inoltre, nel 1999 la legge sulle assicurazioni non prevedeva e non prevede tutt'oggi che venga applicata una sospensione della licenza per i casi in cui una società operi al di fuori del proprio raggio d'azione. L'articolo 159 (articolo 142 nel 1999 prima degli emendamenti) prevede che venga applicata soltanto una sanzione pecuniaria compresa tra uno e cinque volte l'ammontare dei profitti illeciti oppure una multa compresa tra 200,000 e 1,000,000 RMB.

¹⁵⁰ Gavin, SOUTER, "Tough New Enforcement of China's Insurance Rules", *Business Insurance*, 33, 23, 1999, pp. 1-10.

¹⁵¹ Christine, CHAN, *Insurance regulator shows teeth in crackdown*, in "South China Morning Post", 2012, <http://www.scmp.com/article/296574/insurance-regulator-shows-teeth-crackdown>, 02 Settembre 2013.

¹⁵² HARDING, "China Suspends Sedgwick for Three Months", *Financial Times*, 14 Maggio 1999.

¹⁵³ Gavin, SOUTER, "Tough New Enforcement of China's Insurance Rules", *Business Insurance*, 33, 23, 1999, pp. 1-10.

Art 159 Insurance law: “违反本法规定，擅自设立保险公司、保险资产管理公司或者非法经营商业保险业务的，由保险监督管理机构予以取缔，没收违法所得，并处违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足二十万元的，处二十万元以上一百万元以下的罚款。”¹⁵⁴

Le reazioni alla sanzione imposta dal regolatore furono assolutamente non critiche. Le uniche dichiarazioni rilasciate dalla compagnia britannica affermavano che Sedgwick stava lavorando in collaborazione con la CIRC per risolvere il problema.¹⁵⁵ Nessuno quindi si lamentò del fatto che la CIRC avesse operato al di fuori dei suoi poteri.

Il caso dimostra anche l'importanza dei relazioni (guanxi) tra le parti coinvolte. Le società di assicurazione locali fecero proprio leva su tali rapporti con l'organo regolatore per inasprire la pena nei confronti del concorrente britannico. Allo stesso tempo Sedgwick, dovendo mantenere proficue relazioni con la CIRC anche dopo il termine di sospensione della licenza, decise di non contestare la decisione dell'agenzia governativa provando a dimostrare che le sue azioni rientravano tra le prerogative concesse dalla licenza del 1993 oppure arguendo che la CIRC avesse abusato della sua autorità. Piuttosto Sedgwick decise di cooperare ad accettare la sospensione di tre mesi. Non appena iniziarono a diffondersi voci di corridoio secondo cui la Commissione Europea avrebbe potuto interessarsi al caso, anziché sfruttare l'occasione per ottenere delle concessioni dall'organo regolatore cinese, la compagnia assicurativa britannica si affrettò a rilasciare una dichiarazione secondo cui si rimetteva in modo inequivocabile a qualsiasi decisione sarebbe stata presa dalla China Insurance Regulatory Commission, sottomettendosi di fatto all'autorità amministrativa cinese.¹⁵⁶ Era chiaro che Sedgwick volesse evitare la sorte toccata sempre ad un'altra concorrente britannica, Jardine Insurance Brokers, interdetta permanente sempre nel 1999 dalla CIRC per aver condotto operazioni di brokeraggio senza licenza. Nonostante l'infrazione commessa da Jardine era indubbiamente più grave, in quanto essa era presente in Cina solo tramite un ufficio di rappresentanza ed operava senza essere provvista di licenza, Sedgwick sapeva che la China

¹⁵⁴ *Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa* 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese) art 159, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

¹⁵⁵ Sarah, GODDARD, *Sedgwick (China) Ltd suspended from trading*, in “Business Insurance”, 1999, <http://www.businessinsurance.com/article/19990523/ISSUE0101/1000448#>, 02 Settembre 2013.

¹⁵⁶ Thomas, JEFFREY, “The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 428.

Insurance Regulatory Commission avrebbe potuto applicare la stessa pena anche nel suo caso. Una delle ragioni per cui Jardine subì una pena così aspra fu la sua mancata sottomissione alla CIRC. Un comunicato rilasciato dall'organo regolatore affermava che Jardine rifiutò di ammettere di aver violato le leggi in materia di assicurazione.

Sedgwick Insurance Risk Management Consultants China, nonostante la sanzione impostale rientrasse nell'ordine delle azioni amministrative “concrete” della legge per le procedure amministrative, decise di non ricorrere in appello. La mancanza di autonomia decisionali delle corti avrebbe reso assolutamente imprevedibile l'esito del processo, inoltre, anche in caso di vittoria in appello, i rapporti con la CIRC si sarebbero incrinati definitivamente costituendo nel lungo periodo un danno anche maggiore rispetto alla sospensione della attività per tre mesi.

Si può considerare che il caso della Sedgwick possa avere sia risvolti positivi che negativi. Da un lato esso ha mostrato che l'organo regolatore possiede concreti mezzi per rispondere con prontezza alle violazioni di legge; dopo tali eventi fu chiaro a tutti che le compagnie assicurative, i broker o gli agenti che avessero infranto le leggi, avrebbero affrontato serie conseguenze. Dall'altro lato, questa vicenda ha dimostrato le scarse limitazioni imposte alle decisioni arbitrarie della CIRC.¹⁵⁷

¹⁵⁷ Thomas, JEFFREY, “The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, p. 429.

Capitolo 3

Le agenzie di rating

3.1 Le agenzie di rating: introduzione

A partire dagli anni '80 i Paesi in via di sviluppo si sono via via sempre più rivolti all'emissione di obbligazioni di stato per finanziare la loro spesa pubblica. Allo stesso tempo, negli ultimi quindici anni si è assistito ad un incremento dell'acquisto da parte di investitori occidentali di titoli di stato ed obbligazioni societari di Paesi in via di sviluppo. L'importanza dei bond per gli stati diventa evidente nel momento in cui si analizzano i finanziamenti ricevuti tramite la loro emissione: alla fine del 2011, l'ammontare totale dei debiti contratti dai Paesi in via di sviluppo con investitori esteri era di 4,9 trilioni di Dollari.¹ Il crescente numero delle obbligazioni offerte, statali e societarie, ha generato la necessità per gli investitori di diversificare la qualità dei bond emessi. Perciò molti Paesi in via di sviluppo, per aumentare l'appeal delle loro obbligazioni, hanno invitato le agenzie di rating a valutare i loro debiti. Questo processo ha creato spazio per le agenzie di rating le quali valutano la predisposizione di un dato Paese o di una società a ripagare i bond emessi. Le informazioni che tali agenzie diffondono sul mercato con lo scopo di informare eventuali investitori riguardo eventuali opportunità o rischi derivanti dall'acquisto di obbligazioni, hanno dato prova di influenzare massicciamente il mercato dei capitali a livello globale.² Raccogliere ed analizzare tutto l'ammontare di informazioni necessario ad emettere un'accurata valutazione risulterebbe essere un processo troppo costoso per il singolo investitore, ne consegue che le agenzie di rating offrono una soluzione a tale problema in un contesto globalizzato.³ Sia che i rating siano accurati o meno, o che le agenzie siano in grado di predire la capacità di un dato attore di ripagare il debito nei termini prescritti, risulta essere di minore rilevanza rispetto alla funzione di separare i “buoni” dai “cattivi” nel mercato.⁴

¹ *International debt statistics 2013*, in “World Bank”, 2013, <http://data.worldbank.org/sites/default/files/ids-2013.pdf>, 24 Agosto 2013.

² Giovanni, FERRI et Alii, “The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis”, *Economic Notes* 28, 3, 1999, pp. 335-355.

³ Timothy J, SINCLAIR, “The infrastructure of global governance: quasi-regulatory mechanism and the new global finance”, *Global governance*, 7, 4, 2001, pp. 441-451.

⁴ Nigel, THRIFT, *Spatial Formations*, Londra, SAGE Publications, 1996, p.223.

Attualmente le agenzie di rating sono tra le istituzioni più influenti nella finanza dei Paesi capitalisti. Minore sarà il loro voto su bond emessi da enti nazionali o privati, maggiore sarà probabilità che l'emittente risulti inadempiente.

Quando un'agenzia di rating abbassa la valutazione delle obbligazioni di una società o di un Paese, il prezzo del capitale (tasso d'interesse) aumenta, facendo di conseguenza lievitare i costi per l'emittente. In pratica le agenzie di rating valutano la credibilità di uno stato o di una società e le possibilità che esso possa ripagare i propri debiti.

Resta ancora non molto chiaro come venga ottenuta la valutazione che le agenzie forniscono sul debito: ciascuna delle tre principali agenzie di rating mondiali, Fitch, Moody's e Standard & Poor's, dichiara di possedere un processo di valutazione unico. Visto che le agenzie di rating forniscono solo informazioni riguardo i potenziali rischi di un investimento e che i loro profitti dipendono dai clienti che richiedono la loro esperienza, il modo e la formula per determinare queste informazioni rimane sostanzialmente segreto.

Per quanto riguarda gli Stati, le valutazioni sono influenzate da una serie di fattori. Gli indicatori economici quali predisposizione al commercio, inflazione, crescita del prodotto interno lordo ed inadempienze precedenti, determinano più di altri le decisioni delle agenzie. I Paesi con un alto prodotto interno lordo pro-capite, un costante tasso di crescita del PIL, un'inflazione limitata e un rapporto debito/PIL ridotto, fanno presupporre un'economia più solida e quindi otterranno rating più alti. Anche i Paesi con un coinvolgimento in crescita nel commercio mondiale (soprattutto se orientati all'esportazione) saranno più propensi a ricevere valutazioni positive. L'apertura alla concorrenza mondiale condiziona soprattutto la valutazione delle aziende del paese coinvolto. Molti Paesi in via di sviluppo, nelle fasi iniziali di espansione economica, applicano sovente misure protezionistiche a favore della nascente industria locale. In fase di apertura al commercio mondiale, le aziende che operavano in tale ambiente protetto potrebbero avere difficoltà a sopravvivere alla concorrenza globalizzata. Per i Paesi che registrano alti tassi di inflazione si prospetta un *downgrading*, ovvero l'abbassamento del voto.⁵ L'inflazione infatti spinge al rialzo i costi di gestione dell'apparato statale, imponendo ai governi di stampare nuova moneta e creando nuova inflazione. Durante tale circolo vizioso il pagamento dei debiti di stato riceve minore importanza, spingendo così gli analisti ad abbassarne il rating.⁶ Inoltre, anche elementi quali un'ampia disposizione di materie prime fa supporre che il Paese sia in grado di rivendere tali risorse e

5 Paul, VAALER et Alii, "Counting the Investor Vote: Political Business Cycle Effects on Sovereign Bond Spreads in Developing Countries", *Journal of International Business Studies*, 36, 1, 2005, pp. 62-88.

6 Jeffrey, FRIEDEN, *Debt, Development, and Democracy: Modern Political Economy and Latin America, 1965-1985*. Princeton, Princeton University Press, 1991.

ripagare i debiti contratti. I fattori politici, sebbene meno rilevanti rispetto agli indicatori economici, concorrono ugualmente alla formazione del rating. In uno stato, un governo in carica da lungo tempo è sinonimo di stabilità politica la quale favorisce una votazione più alta. Anche i governi formati da una sola formazione politica tendono ad attirare rating più favorevoli: si presuppone infatti che un governo guidato da un solo partito possa approvare più velocemente le riforme economiche richieste dal Paese; al contrario un governo pluripartitico tende ad essere più litigioso e a rallentare le riforme. Anche l'approssimarsi o meno di elezioni influenza il giudizio delle agenzie: i governi prossimi alla fine del mandato hanno la tendenza ad ignorare parzialmente i vincoli di bilancio per ottenere maggiori consensi alla nuova tornata elettorale; al contrario un governo appena giunto in carica, avendo dinnanzi una lunga prospettiva di governo, gode di maggiore libertà nell'attenersi alle costrizioni di bilancio e di attuare le riforme economiche necessarie.⁷ La forma di governo non influenza il giudizio delle agenzie di rating: democrazia e predisposizione ad onorare i debiti non sembrano essere strettamente legate. Per gli analisti delle agenzie, il fattore determinante è la stabilità politica e non il regime instaurato. Alcuni Stati in cui non vigono regimi del tutto democratici come Singapore, China o Malaysia, godono di ottime valutazioni da parte delle agenzie.⁸ Allo stesso tempo lo schieramento politico (destra o sinistra) al governo non è assolutamente determinante ai fini della valutazione del debito, purché si rispettino le condizioni di stabilità politica. In ultima analisi, anche i fattori storici sono determinati per la valutazione dei titoli di stato o delle obbligazioni societarie: eventi recenti di inadempienza, totale o parziale dei debiti, induce le agenzie di rating a valutare negativamente i futuri bond che verranno emessi.⁹ La valutazione del debito sovrano risulta essere determinante in quanto di riflesso potrebbe influenzare anche la fiducia degli investitori nei confronti delle obbligazioni di enti locali o società private del Paese. Il rating sui titoli di stato risulta essere una sorta di spaccato del contesto economico e finanziario nel quale essi operano.¹⁰ Inoltre, per quanto riguarda il debito statale, il rating non viene emesso per ogni emissione di bond, ma è l'intera situazione finanziaria dello stato a venire valutata.

7 Glen, BIGLAISER, David, BROWN, "The Determinants of Privatization in Latin America", *Political Research Quarterly*, 56, 1, 2003, pp. 77-89.

8 Il sito ufficiale di Standard & Poor's valuta il debito sovrano di Singapore AAA; China AA-; Malaysia A. <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us?sectorName=null&subSectorCode=39&filter=C>

9 Richard, CANTOR, Frank, PACKER, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", *Economic Policy Review*, 2 2, 1996, pp. 37-53.

10 Graciela, KAMINSKY, Sergio, SCHUMUKLER, "Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?", *World Bank Economic Review*, 16, 2, 2002, pp. 171-195.

In definitiva quindi, le società di rating non giudicano le performance economiche passate di un dato governo o di un'azienda, esse stimano soltanto le probabilità che l'emittitore delle obbligazioni sia in grado di ripagare il suo debito negli anni a venire. Nello svolgimento del loro compito, la reputazione che tali agenzie si sono costruite negli anni, risulta fondamentale. Il loro status e la loro reputazione deriva dalla loro capacità in passato di agire come buoni “divinatori” del mercato. In tal proposito l'analista neozelandese Timothy Sinclair affermò:

*“private institutions that possess a specific form of social authority because of their publicly acknowledged track records for solving problems.”*¹¹

Se le agenzie di rating commettessero costantemente errori di valutazione, gli emittitori di titoli obbligazionari non ricercerebbero il loro supporto e la loro conferma, mentre gli investitori considererebbero le loro valutazioni come inutili. Tuttavia, tale reputazione non si costruisce in poco tempo, essa è il risultato di molti anni di presenza sul mercato. Ne deriva che attualmente il mercato del rating risulta essere estremamente concentrato: l'80% è controllato da Standard & Poor's e Moody's, le due agenzie che per prime si approcciarono al settore ai primi del '900. Il restante 20% è suddiviso tra le restanti 130 agenzie presenti nel mondo ad oggi.¹²

Il peso delle agenzie di rating nella finanza mondiale deriva anche dall'atteggiamento con il quale i governi supportano o ostacolano tale settore. L'esistenza di un mercato del rating non può prescindere dall'approvazione delle autorità governative. La gran maggioranza dei governi prediligono regolamentare il mercato riconoscendo e licenziando le agenzie che rientrano negli standard richiesti, imponendo alle società intenzionate ad emettere obbligazioni di ottenere una valutazione sul credito e vietando agli investitori istituzionali di acquistare titoli obbligazionari che non abbiano ottenuto una certa votazione. Negli Stati Uniti, il riconoscimento ufficiale delle agenzie di rating da parte del governo avvenne nel 1975, quando la *US Securities and Exchange Commission* approvò una lista di agenzie privilegiate, riconoscendole come *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO).¹³ Il Congresso americano e altre enti regolatori imposero a banche e altri investitori istituzionali di acquistare solamente bond che avessero ricevuto

¹¹ Timothy, SINCLAIR, “The infrastructure of global governance: quasi-regulatory mechanism and the new global finance”, *Global governance*, 7, 4, 2001, pp. 441-451, p. 441.

¹² Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 68.

¹³ Frank, PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, Washington, Washington University, 1999, p. 54.

una votazione (BBB o superiore) da una di queste agenzie. Fino al 2006 vi erano 4 agenzie incluse nella lista, mentre ad oggi, il NRSRO comprende 10 agenzie: A.M. Best Company, DBRS, Egan-Jones, Fitch, HR Ratings de Mexico, Japan Credit Rating Agency, Kroll, Moody's, Moringstar e Standard & Poor's.¹⁴ Nonostante il loro numero sia cresciuto negli ultimi 10 anni, il mercato resta comunque in una situazione di oligopolio e anche se le agenzie hanno commesso gravi errori, come non prevedere la crisi finanziaria asiatica del 1997 o la crisi finanziaria dei debiti subprime nel 2008, la loro posizione e la loro redditività non sono state intaccate.

3.2 Le agenzie di rating in Cina

Lo sviluppo del mercato obbligazionario è fondamentale per la gestione finanziaria delle società sia nei Paesi sviluppati sia nei Paesi come la Cina in fase di transizione. Un mercato dei bond ben sviluppato sta diventando via via sempre più importante in Cina in quanto i principali attori di questo mercato sono investitori istituzionali i quali richiedono strumenti di gestione e controllo adeguati. Di conseguenza il crescente interesse nei confronti del mercato dei debiti crea maggiori spazi di business ed opportunità anche per le agenzie di rating. Inoltre, data l'espansione del mercato dei prodotti finanziari derivati, il mercato dei capitali cinese sta crescendo sia in termini di redditività che di potenziale rischio. Le agenzie di rating, una dei fondamenti e delle innovazioni dell'economia americana di inizio 20° secolo, stanno diventando nella Repubblica Popolare il principale sistema di valutazione di tali vantaggi e rischi.¹⁵ Tuttavia il sistema di rating cinese mantiene peculiarità differenti non solo da quello dei Paesi occidentali, ma anche rispetto agli altri Paesi asiatici. Nonostante esse siano nate già verso la metà degli anni '80, nello stesso momento in cui la Repubblica Popolare Cinese approvò la creazione di un mercato obbligazionario, esse hanno goduto di scarso interesse da parte delle autorità di Pechino e la loro influenza nel mercato è rimasta del tutto marginale.

La Cina, per raggiungere l'obiettivo di diventare un centro finanziario di prim'ordine a livello mondiale, deve sviluppare un adeguato sistema di rating. La leadership cinese, prendendo atto dell'importanza di avere un sistema di valutazione del credito adeguato, negli ultimi anni, ha

¹⁴ La lista delle agenzie di rating incluse nel NRSRO è disponibile presso il sito internet della US Securities and Exchange Commission. <http://www.sec.gov/about/offices/ocr.shtml>

¹⁵ Edward, ALTMAN e Antony, SAUNDERS, "The Role of Credit Ratings in Bank Capital", in Richard Levich (a cura di), *Ratings, rating agencies and the global financial system*, Norwell – Massachussets, Kluwer Academic Publisher, 2002, pp. 99-116.

invertito la tendenza e sembra aver iniziato a dare una certa priorità al miglioramento della credibilità e dei servizi delle agenzie di valutazione cinesi.¹⁶ Come analizzato nei capitoli precedenti, l'ingerenza del governo cinese nella finanza, e in particolare nel mercato obbligazionario, limita moltissimo lo sviluppo liberale del mercato. La politica si è rivelata cruciale per lo sviluppo delle agenzie di rating. All'interno dell'establishment politica cinese, una parte della dirigenza parteggia per una maggiore liberalizzazione del mercato delle società di rating in Cina, tuttavia essi non hanno ancora vinto le resistenze delle fazioni avverse alla liberalizzazione del mercato obbligazionario e che in tutti questi anni hanno volutamente ristretto il raggio d'azione delle agenzie di rating, minacciandone non solo crescita, ma anche la loro stessa sopravvivenza.¹⁷ Il settore stesso delle agenzie di rating manca di attori totalmente indipendenti e che forniscano servizi di qualità. Le agenzie cinesi sembrano aver dato troppa importanza ai profitti a scapito dell'emissione di valutazioni oggettive. In pratica si sostiene che le agenzie di rating cinesi abbiano elargito valutazioni molto generose alle società che si apprestavano ad emettere bonds in cambio di compensi più elevati.¹⁸

Nel 1984 People's Bank of China autorizzò le aziende cinesi ad emettere obbligazioni.¹⁹ La storia delle agenzie di rating in Cina inizia nel 1987 quando la banca centrale emanò il “Temporary Regulations on the Management of Corporate Bonds” (企业债券管理暂行条例)²⁰ e allo stesso tempo autorizzava le proprie filiali locali a creare dipartimenti per la valutazione delle obbligazioni. La filiale di Shenyang fu la prima ad aprire la propria agenzia di rating. A partire dal 1989 questi dipartimenti si evolsero in circa venti agenzie di rating indipendenti.²¹ Nonostante la formale indipendenza, l'intromissione dello Stato nel settore ed il legame tra le agenzie e il governo continuano fino ad oggi. Basti pensare che una parte dei fondatori delle società di rating cinesi e

16 HE Minhua 何敏华, “Duanqi rongzi quan xinyong pingji gongzuo cunzai de jige wenti” 短期融资券信用评级工作存在的几个问题 (Alcuni problemi irrisolti nel campo del rating dei prodotti finanziari a breve termine), in *Zhonguo Jinrong*, 56, 57, 2007.

17 Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 66.

18 Jane, LEE, Credit raters in China take generous view, *Wall Street Journal*. March 22, Gennaio, 2006.

19 Pieter, BOTTELIER, *Chinas's emerging domestic debt markets: facts and issues*, in “Stanford Center for Research on Economic Development”, 2004, <http://scid.stanford.edu/>, 22 Febbraio 2013.

20 *Qiye zhaiquan guanli zhanxing tiaoli* 企业债券管理暂行条例 (Regolamentazione temporanea per la gestione delle obbligazioni societarie), in “People's Daily”, 2000, <http://www.people.com.cn/item/flfgk/gwy/czjr/870405.html>, 6 Settembre 2013.

21 Scott, KENNEDY, “China's credit rating agencies struggle for relevance”, *The China Business Review*, 12, 2003, 36-40.

parte dei loro dipendenti sono ex membri della banca centrale o di altre agenzie governative. Due delle cinque maggiori agenzie di rating cinesi, la Shanghai Far East e la Xinhua Financial, consentono l'accesso di una importante mole di dati sensibili alle agenzie governative competenti, mentre tutte le maggiori agenzie si incontrano con regolarità, singolarmente o in gruppo, con gli ufficiali governativi coinvolti nelle loro attività. Alcuni meeting sono organizzati dalla Chinese Credit Rating Coordinating Association (中华资信评估联席会), una sorta di organizzazione semi-ufficiale rappresentativa per le società del settore che operò fino al 2009. Per il governo, questi incontri rappresentano un buon vettore per mantenere sotto controllo l'operato delle agenzie ed indirizzarne le politiche.²²

La regolamentazione temporanea rimase tale fino al 2 Agosto 1993, quando il Consiglio di Stato emise il “Regulations on the Management of Corporate Bonds”.²³ Tra il 1992 e il 1994 la regolamentazione della PBOC stabiliva che le società emittenti “potevano” ottenere un rating come parte della loro richiesta di autorizzazione alla banca centrale ad emettere bond, rendendo così la funzione delle agenzie di valutazione solo facoltativa.²⁴ Solo a partire dal 1994, la PBOC ha emanò regolamenti nei quali si stabiliva quali società e quali istituti bancari avrebbero dovuto ottenere obbligatoriamente un rating. Nel corso di questo periodo (1992/1994), il mercato obbligazionario riscontrò una fase di grossa espansione e sia le aziende che il governi locali trassero vantaggio dall'atmosfera positiva che circondava il mercato dei bond. Nonostante ciò l'ammontare dei capitali raccolti tramite l'emissione di bond rimaneva ancora molto ridotta se paragonata ai prestiti bancari. Nel tacito scontro tra governo centrale ed autorità locali per il controllo della finanza cinese, la People's Bank of China, il Ministero delle Finanze e la State Planning Commission imposero delle quote annuali all'emissione di obbligazioni, che puntualmente vennero in parte aggirate dai governi locali, i quali autorizzarono una parte dei bond emessi.²⁵ Durante questa prosperità del mercato obbligazionario cinese, vi fu un fiorire di nuove agenzie di rating. Più di novanta agenzie fornivano valutazioni su praticamente tutte le obbligazioni presenti sul mercato. Tuttavia tali rating non

22 Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 81.

23 WANG Zhaohui 王昭慧 e DONG Fenyi 董奋义, “Dui woguo xinyong pingji jigou cunzai wenti de tantao” 对我国信用评级机构存在问题的探讨 (Riflessioni a riguardo degli attuali problemi delle agenzie di rating in Cina), *Shangchang xiandaihua*, 4, 2007, pp. 63-65.

24 Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 69.

25 Ning YU 于宁, “Qiyezhai qidong zaiji” 企业债启动在即 (Si avvicina il momento del lancio dei corporate bonds), in *Caijing*, 5, 8, 2002.

venivano divulgati all'intera massa di investitori, piuttosto essi erano destinati in via riservata agli organi governativi incaricati di approvare le nuove emissioni di obbligazioni.²⁶ Ciononostante, i report che tali autorità ricevevano venivano in gran parte ignorati nel processo di decisione interna, dimostrando la sostanziale marginalità delle agenzie di rating all'interno della finanza cinese.²⁷

Quest'era di facile sviluppo giunse ad una tragica conclusione nella seconda metà degli anni '90, quando, una grande massa di società emittenti in tutta la Cina rifiutarono o si trovarono impossibilitati a rimborsare i capitali e pagare gli interessi una volta che i titoli giunsero alla scadenza. Nelle province del Liaoning e dello Jilin, su più della metà dei bond emessi fu dichiarata l'inadempienza. Per scongiurare l'eventualità che scoppiassero delle proteste, i governi locali e le filiali della PBOC rimborsarono gli investitori al posto delle società emittenti. Si stima che la somma sborsata per coprire i default che si verificarono in quegli anni si aggiri tra i tre e gli otto miliardi di RMB.²⁸

In seguito alla crisi finanziaria del sud-est asiatico, nel Dicembre 1997, la People's Bank of China annunciò che tutte le società intenzionate ad emettere obbligazioni dovevano prima ottenere una valutazione da una delle agenzie di rating approvate dalla stessa banca centrale. Il numero delle agenzie riconosciute fu ridotto a nove entro la fine dello stesso anno. Tra queste, le più importanti sono senza dubbio la Shanghai Far East Credit Rating, China Chengxin International Credit Rating, Dagong Global Credit Rating e China Lianhe Credit Rating.²⁹

A gettare benzina sul fuoco della già travagliata situazione finanziaria di fine anni '90, ci pensò nel Gennaio 1999 la bancarotta della società d'investimento statale Guandong Trust & Investment Corporation (广东国际信托投资有限责任公司) e di altre società simili, aumentando ulteriormente le preoccupazioni della leadership politica sulle debolezze finanziarie del Paese. Nello stesso anno Pechino centralizzò l'intero processo di approvazione per l'emissione di nuove obbligazioni, strappando tale potere dalle mani dei governi locali e conferendolo sotto la diretta custodia della State Development and Planning Commission. Per un anno intero l'emissione di

26 Scott, KENNEDY, "China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority", *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 70.

27 Huaihai CHEN 陈怀海, "Zhongguo zixin pingjiye: fanrong yu yinyou" 中国资信评级业:繁荣与隐忧 (Il settore del rating in Cina: prosperità e preoccupazioni), *Yinhangjia*, 11, 18, 2003, pp. 70-73.

28 Cheng BIAN 边程, "Cong faxingzhuti kan woguo qiye zhaiquan shichang de fazhan" (从发行主体看我国企业债券市场的发展), *Zhongguo jingmao daokan*, 15, 9, 1998, pp. 34-35.

29 Winnie, POON e Kam, CHAN, *An empirical examination of the Informational Content of Credit Ratings in China*, in "Elsevier Inc", 2007, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296307002561>, 01 Febbraio, 2013.

nuove obbligazioni societarie fu bloccata del tutto.³⁰ Per i successivi cinque anni, l'industria del rating non conseguì molti progressi nell'ottenere una maggiore autorità sul mercato. Le commissioni centrali per la pianificazione continuavano a seguire le linee guida tracciate nel 1997 dalla People's Bank of China, richiedendo che ogni nuova richiesta di emissione di obbligazioni fosse accompagnata da un rating. Nella prima metà del 2003, alle compagnie di assicurazione e alla National Council for Social Security Fund (全国社会保障基金理事会), un'agenzia nazionale di previdenza sociale, fu concesso di investire solo in obbligazioni nazionali che avessero ricevuto una votazione alta da una delle società di rating approvate dal governo.³¹ Sempre lo stesso anno, la National Development and Reform Commission annunciando la nuova lista di obbligazioni per le quali aveva approvato l'emissione, rilasciò delle indicazioni nelle quali, all'articolo 7 comma 1, per la prima volta si affermava in modo inequivocabile che da quel momento in avanti i bond sarebbero potuti essere valutati soltanto da agenzie di rating che avessero già fornito valutazioni su titoli obbligazionari cinesi a partire dal 2000.

Art 7 comma 1 Indicazioni della State Development and Reform Commission a riguardo della riforma e del rafforzamento della gestione delle obbligazioni societarie del 2003: “发行人应当聘请有资格的信用评级机构对其发行的企业债券进行信用评级，其中至少有一家信用评级机构承担过2000年以后下达企业债券发行规模的企业债券评级业务。”³²

L'effetto di questa legge fu di ridurre da nove a cinque il numero delle agenzie di rating riconosciute dal governo cinese.³³

In base alla regolamentazione che vigeva all'epoca, (tra 1999 e 2004), per emettere obbligazioni societarie, una società doveva ricevere l'approvazione dalla NDRC, la cui decisione dipendeva non solo dalla presunta redditività dimostrata dall'emittitore, ma anche da quanto i piani di sviluppo dell'azienda coincidessero con le priorità d'investimento nazionali. Una volta approvata l'emissione,

30 Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 71.

31 Ramoncito, DELA CRUZ, “China fosters demand for corporate bonds”, *Wall Street Journal*, 5 Giugno 2003.

32 *Guojia fazhan gaige wei guanyu jinyibu gaijin he jiaqiang qiye zhaiquan guanligongzuo de tongzhi* 国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知 (Indicazioni della State Development and Reform Commission a riguardo della riforma e del rafforzamento della gestione delle obbligazioni societarie), in “Liaoning Provincial Development and Reform Commission”, http://www.lndp.gov.cn/Article_Show.asp?ArticleID=361, 06 Settembre 2013.

33 Nello specifico: China Chengxin Credit Rating 中诚信, Dagong Rating 大公, China Lianhe Credit Rating 联合, Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service 上海新世纪 e Shanghai Far East 上海远东.

la National Development and Reform Commission inoltrava la richiesta al Consiglio di Stato, al quale spettava l'ultima parola. Tale processo tuttavia risultava essere abbastanza fumoso ed è difficile immaginare quanto le relazioni personali e la corruzione incidessero nella decisione finale. L'ultimo step spettava alla Sezione Tassi d'Interesse della People's Bank of China Monetary Policy Division (中国人民银行货币政策司利率处), la quale fissava il tasso d'interesse delle obbligazioni amministrativamente. Per legge il rendimento dei titoli non poteva superare il 40% il tasso d'interesse sui depositi bancari con eguale scadenza. Per eliminare qualsiasi possibilità di rischio, l'emittente doveva ottenere l'appoggio di una banca statale o di una State Owned Enterprise che fungessero da garanti: nel caso in cui la società non fosse stata in grado di rimborsare i titoli, esse avrebbero pagato al suo posto.³⁴ Questa intricata procedura burocratica, che eliminava di fatto il rischio dal mercato obbligazionario, rendeva le agenzie di rating del tutto inutili. Solo poche richieste di emissione riuscirono a passare attraverso l'intero iter burocratico e ad arrivare finalmente sul mercato. Quasi tutte le richieste approvate consistevano in grandi aziende statali che avrebbero avuto ben pochi problemi ad ottenere lo stesso finanziamento tramite prestiti bancari, vendendo quote azionarie o emettendo bonds direttamente nei mercati esteri. Basti pensare che tra il 2000 e il 2004 furono emesse poco più di cinquanta obbligazioni, per un valore all'epoca di appena 1% del prodotto interno lordo. La valutazione sul debito delle società avveniva, il più delle volte, solo dopo che la NDRC aveva già passato la palla al Consiglio di Stato. Nei primi quattro anni del nuovo millennio, data l'assenza quasi totale di rischio dovuta al controllo statale e alla presenza dei garanti, non sorprende che tutti i titoli obbligazionari emessi, ad eccezione di due, abbiano ricevuto una tripla A (AAA) come voto. Le agenzie di rating di fatto erano diventate una sorta di ornamento necessario a mostrare al resto del mondo che anche la Cina, come gli altri Paesi, disponeva di un sistema di valutazione del credito.³⁵ Un'ulteriore dimostrazione dell'ininfluenza del rating in quegli anni, deriva dal confronto degli spread (la differenza tra gli interessi pagati su obbligazioni societarie o su titoli di Stato con scadenza simile ed emessi più o meno nello stesso periodo) sui vari titoli obbligazionari. Nei mercati sviluppati lo spread per titoli aventi maturazioni simili ed emessi nello stesso periodo e con il medesimo rating, è molto ridotto (la variazione è contenuta nell'ordine di 10 o 20 punti base). In Cina i tassi di interesse per titoli valutati con una tripla-A (AAA), con scadenza simile ed emessi nello stesso periodo, variano molto³⁶.

³⁴ Scott, KENNEDY, "China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority", *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 73.

³⁵ Qing WANG 王擎, "Xinyong pingjiye heshi aochutou" 中华工商时报: 信用评级业何时熬出头 (Quando l'industria del credit rating risorgerà con orgoglio?), *People's Daily*, 2 Settembre 2002.

³⁶ Scott, KENNEDY, "China's credit rating agencies struggle for relevance", *The China Business Review*, 12, 2003,

I vincoli imposti dal governo cinese sul mercato del debito ebbe di riflesso effetti molto negativi sulle agenzie di rating. Il loro volume d'affari si ridusse vertiginosamente tra il 2000 e il 2004. Nel 2003 Chengxin Lianhe pur essendo l'agenzia con la fetta di mercato più grande quell'anno, emanò rating su solamente 11 titoli (mediamente il prezzo di una valutazione variava tra i 20000 e gli 80000 RMB). Tra gli investitori, era opinione diffusa che i rating non avevano alcuna influenza e che fosse assolutamente inutile acquistare i report delle agenzie.³⁷ Le agenzie di rating per poter sopravvivere, dovettero far affidamento su altre fonti di reddito. La più comune fu l'emissione di certificati annuali di rating sui prestiti. Tale procedura era obbligatoria per le aziende di diciassette province che avessero voluto ottenere prestiti bancari per un valore superiore ai 50 milioni di RMB. Proprio come i rating sui titoli obbligazionari, anche tali certificati non influivano minimamente sul tasso d'interesse o sulle possibilità dell'azienda di ottenere il prestito. Altre agenzie, per consolidare ulteriori fonti di reddito, stilarono contratti con la People's Bank of China per valutare i pacchetti di prestiti delle filiali locali delle banche statali. Anche in questo caso, il lavoro dell'agenzia non comportava effetti rilevanti sull'attività delle banche. Infine, la Xinhua Far East iniziò nel 2002 ad emettere valutazioni più affidabili sulle cento maggiori società quotate nei mercati azionari cinesi e vendendo i report più dettagliati agli investitori internazionali. L'ingombro dello stato e la conseguente limitazione degli introiti delle agenzie di rating, ha fatto sì che ancora oggi (vedi cap. 3.3) esse abbiano la tendenza ad inflazionare le valutazioni. Nonostante molte società emettenti titoli di fatto, grazie al controllo statale e all'azzeramento del rischio, meritino davvero valutazioni molto alte, si ritiene che le agenzie abbiano elargito rating più elevati del dovuto pur di non perdere eventuali clienti. In pratica le società emittenti minacciavano le agenzie di rivolgersi alla concorrenza nel caso in cui non avessero ottenuto una tripla A.³⁸

Tra la fine degli anni '90 e il 2004, all'interno del Partito Comunista Cinese, i sostenitori delle riforme liberali più volte patrocinarono la causa dell'industria del rating, ritenendo che essa avrebbe dovuto svolgere un ruolo fondamentale nel corretto funzionamento del mercato dei debiti. I liberali, che per lo più erano dislocati presso la People's Bank of China e la China Securities Regulatory Commission, si opposero apertamente al processo amministrativo di emissione dei titoli obbligazionari e, nel 2002, la CSRC redasse le *“Measures on regulating the securities credit rating*

36-40.

37 Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 73.

38 Zhiwei OU 欧志伟 e Lingling Zhang 张令铃, 2002 *Yuandong qiye zixin pingji baogao jingyao* 2002 远东企业资信评级报告精要 (Sommary generale del settore delle agenzie di rating nell'estremo oriente), Shanghai, East China Normal University Press, 2003, p. 6.

business”, una regolamentazione globale per il settore del rating. Queste misure avrebbero miravano a creare uno standard per il riconoscimento ufficiale da parte del governo delle agenzie, imponendo criteri quali un'adeguata esperienza, una serie di controlli interni e proibendo comportamenti contrari ad un leale concorrenza. Tuttavia gli sforzi dei riformatori furono vanificati dall'intervento della National Development and Reform Commission e il processo di approvazione per l'emissione di obbligazioni non cambiò fino al 2004. L'approccio dei conservatori nei confronti del mercato obbligazionario e di conseguenza delle agenzie di rating, fu motivato dai default che si verificarono a partire dalla fine degli anni '90 e dalla crisi finanziaria asiatica del 1997. Inoltre essi ritenevano che agli investitori cinesi mancasse la consapevolezza del “rischio” e di conseguenza avrebbero potuto non accettare la perdita dei loro investimenti per inadempienza di società, anche se queste ultime avessero ottenuto in tempi non sospetti rating molto bassi.³⁹ I riformatori della CSRC, nel confronto con i conservatori della NDRC, si trovarono in una posizione di svantaggio, in quanto gerarchicamente la CSRC risulta inferiore: il suo presidente siede alle riunioni del Comitato Centrale del Partito Comunista solo saltuariamente, mentre il presidente della NRDC ne è membro fisso. Il ruolo di guida delle forze favorevoli alle innovazioni economiche, fu preso da Zhou Xiaochuan e dalla banca centrale della quale era governatore. Egli utilizzando la posizione indubbiamente forte goduta dalla PBOC e grazie ai buoni rapporti di cui godeva con gli altri membri della leadership comunista, tra il 2003 e il 2004 riuscì a far volgere il dibattito sulle riforme a favore della fazione progressista. Già verso la fine del 2003 la PBOC liberalizzò parzialmente i tassi d'interesse per le obbligazioni societarie, concedendo ad emettitori e sottoscrittori un certa indipendenza nel decidere il rendimento dei titoli.⁴⁰

La leadership comunista appoggiò ufficialmente il fronte riformista nel corso del terzo plenum del 16 congresso del partito nell'Ottobre 2003 e finalmente, il 31 Gennaio 2004, dopo diversi anni in confusione normativa e una ricezione alquanto arbitraria delle leggi vigenti, il Consiglio di Stato, recependo le indicazioni giunte dai vertici, emanò le linee guida per la riforma del mercato dei capitali (国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见).⁴¹ Ciò portò ad un omogeneizzazione a livello nazionale dell'applicazione delle regole del sistema di rating. Tuttavia,

³⁹ Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 75.

⁴⁰ *Asia Bond Monitor Novembre 2005*, in “Asia Bonds Online”, 2005, http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_nov2005.pdf, 7 Settembre 2013.

⁴¹ *Guowuyuan Guanyu Tuijin Ziben Shichang Gaige Kaifang he Wending Fazhan de Ruogan Yijian* 国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见 (Opinioni del Consiglio di Stato nel promuovere la riforma, l'apertura e la stabile crescita del mercato dei capitali), in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2004, http://www.gov.cn/gongbao/content/2004/content_63148.htm, 27 Agosto 2013.

la National Development and Reform Commission continuava a sovrintendere l'approvazione dell'emissione di nuovi titoli obbligazionari. Per aggirare tale ostacolo, la PBOC, la CSRC e la Bank of China, i sostenitori delle riforme, lanciarono sul mercato il *short-term commercial Paper*: un nuovo prodotto obbligazionario a breve scadenza la cui emissione esulava dal raggio d'azione della NDRC e che sarebbero stati scambiati in un ambiente più orientato al mercato. Le *short-term commercial paper* sono obbligazioni con scadenza inferiore ad un anno che possono essere emesse da qualunque società dimostri di avere un adeguato profitto senza dover presentare un garante, e il cui tasso d'interesse è fissato dal mercato.⁴² A recepire tale prodotto furono soprattutto le società private, le quali costituirono circa un sesto del totale delle commercial paper emesse tra il 2005 e il 2006.⁴³ Questo prodotto finanziario costituì un forte concorrente per le obbligazioni commerciali standard controllate dalla NDRC, per via della loro maggiore accessibilità e del loro processo di approvazione più breve. Nel giro di pochi anni, molte società (anche statali) a cui era stato negato l'accesso alle corporate bonds, si rivolsero al mercato delle *short-term commercial paper*. La concorrenza che i riformatori crearono alla National Development and Reform Commission aveva anche lo scopo di far accettare alla commissione l'idea di dover riformare il mercato obbligazionario. In risposta, nel 2006, la NDRC approvò in favore della Three Gorges Project Company, la prima emissione di obbligazioni societarie standard per le quali non fu richiesta la presenza di un garante e per un valore di 3 miliardi di RMB.⁴⁴ Allo stesso tempo la CSRC, a partire dal 2002, diede un forte impulso all'emissione delle obbligazioni convertibili⁴⁵, che già approvò nel 1998. Inoltre la CSRC e la PBOC supervisionavano rispettivamente gli stock exchange e il mercato interbancario, i due mercati secondari dove le obbligazioni erano scambiate.⁴⁶

Nel Novembre 2003 la People's Bank of China creò un bureau dedicato alla supervisione delle informazioni del mercato dei debiti, nel quale ovviamente rientravano anche le agenzie di rating: il Credit Information System Bureau (征信管理局). Essi ritenevano che la PBOC si sarebbe rivelata

42 Zhengquan gongsi duanqi rongziquan guanli banfa 证券公司短期融资券管理办法 (Regolamento per la gestione delle short-term commercial paper societarie), in “The Central People's Government of the People's Republic of China, 2004, http://www.gov.cn/gongbao/content/2005/content_78636.htm, 07 Settembre 2013.

43 *Duanqi rongziquan tisheng minqi xinyongdu zhuming yingqiye fazhan* 短期融资券提升民企信用度助民营企业发展 (Le short-term commercial paper rialzano il livello di credito delle imprese private), in “Shanghai Zhongxin Qiye”, 2006, <http://www.1128.org/node8/node73/200606/con109557.shtml>, 07 Settembre 2013.

44 Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 80.

45 Obbligazioni che possono essere convertite in azioni alla scadenza.

46 Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 77.

l'istituzione più avvantaggiata nello svolgere tale tipo di supervisione in quanto essi disponevano, nei loro data base, tutte le informazioni finanziarie e bancarie delle società: informazioni indispensabili per determinare la salute di un'azienda.⁴⁷

Infine, il consiglio di stato, la massima autorità esecutiva della Repubblica Popolare Cinese, venne incaricato della supervisione del mercato dei capitali dalla revisione della *Securities Law* approvata dall'Assemblea Nazionale del Popolo il 27 Ottobre 2005. La *Securities Law*, all'articolo numero 169, stabilisce che:

“the measures for the administration of examination and approval of the practice of securities trading services by investment consulting institutions, financial advising institutions, credit rating institutions, asset appraisal institutions and accounting firms shall be formulated by the securities regulatory authority under the State Council and the relevant administrative departments.”

“投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所从事证券服务业务，必须经国务院证券监督管理机构和有关主管部门批准。投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所从事证券服务业务的审批管理办法，由国务院证券监督管理机构和有关主管部门制定。”⁴⁸

Il Consiglio di Stato a sua volta autorizzò la China Securities Regulatory Commission a supervisionare e regolamentare le agenzie di valutazione. La CSRC, da questo momento, diventava la massima autorità operativa nel settore del rating.

In questo periodo di entusiasmo per le riforme del mercato dei bond, Zhou Xiaochua, governatore della People's Bank of China, nel corso di un seminario per lo sviluppo delle obbligazioni societarie a Kunming nel 2005, parlò apertamente in favore delle agenzie di rating:

*“The absence of a credit rating system made it impossible for investors to obtain a clear idea of risks. ... eventually, we will open the domestic bond market to foreign investors, foreign issuers and foreign financial service providers such as credit rating agencies.”*⁴⁹

Tra il 2005 e il 2006 l'azione riformatrice della CSRC e della PBOC si concentrarono sul creare

47 Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 78.

48 *Zhonghua renmingongheguo zhequanfa* 中华人民共和国证券法 (Legge sui titoli finanziari della Repubblica Popolare Cinese – revisione 2005), in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2006, http://www.gov.cn/flfg/2005-10/28/content_85556.htm, 27 Agosto 2013.

49 Xiaochuan, ZHOU, *Learn lessons from the past for the benefit of future endeavour*, in “Bank for International Settlements”, 2005, <http://www.bis.org/review/r051124e.pdf?frames=0>, 10 Luglio 2013.

un'adeguata domanda per l'industria del rating. La banca centrale, che controllava il mercato interbancario del debito, stabilì che ogni prodotto, per poter essere scambiato, avrebbe dovuto ottenere una valutazione da una delle agenzie riconosciute dal governo. Allo stesso tempo impose che tutte le obbligazioni societarie e *short-term commercial paper* fossero valutate da agenzie “esperte”.⁵⁰ Nel Maggio 2006 la CSRC impose la presenza di un rating anche per le obbligazioni convertibili (in precedenza non era necessario). Infine, nell'Agosto 2005 la China Insurance Regulatory Commission, l'organo governativo preposto alla supervisione di tutto il settore assicurativo cinese, impose alle compagnie di assicurazioni operanti nel territorio nazionale di investire in titoli finanziari che fossero valutati da un'agenzia di rating riconosciuta.⁵¹ Grazie all'aumentare della domanda, alcuni osservatori ritengono il 2005 come il primo vero anno in cui le agenzie di rating siano fiorite.⁵² Inoltre, vi furono i primi segnali secondo cui i rating emessi dalle agenzie iniziarono ad influenzare i tassi d'interesse nei mercati secondari delle *short-term commercial paper*, un prodotto finanziario sul quale il governo esercitava un minore controllo e che vedeva una forte percentuale di società emittenti private. In aggiunta, gli investitori iniziarono a differenziare le varie agenzie presenti sul mercato: lo spread sul debito valutato da China Chingxin e da Lianhe risultava inferiore rispetto a quelle delle altre agenzie, aumentando la fiducia degli investitori verso le prime due.⁵³ Tuttavia le agenzie di rating cinesi non avevano ancora guadagnato la piena fiducia degli investitori. Piccoli investitori così come le società d'investimento continuavano a prestare poca considerazione alle valutazioni divulgate dalle agenzie.⁵⁴ L'unico modo che esse avevano per sviluppare una forte reputazione era quello di dare rating più bassi ai debiti valutati e sperare che alcuni degli emittitori di obbligazioni fallisse proprio come da loro previsto.

Il primo Settembre 2007, la CSRC promulgò la “*Interim Measures for the Administration of the Credit Rating Business Regarding the Securities Market*” (证券市场资信评级业务管理暂行办法). In base all'articolo 2 di tale regolamento, tutte le agenzie di rating devono essere pre-approvate e designate dalla CSRC.

⁵⁰ *Asia Bond Monitor Novembre 2005*, in “Asia Bonds Online”, 2005, http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_nov2005.pdf, 7 Settembre 2013.

⁵¹ *China seeks to standardize money market funds investment*, in “Access my library”, 2005, <http://www.accessmylibrary.com/article-1G1-137532696/china-seeks-standardize-money.html>, 07 Settembre 2013.

⁵² Qian LI 李倩, *Jujiao xinyong pingji: meiyou guju bucheng fangyuan* 聚焦信用评级:没有规矩 不成方圆 (Focus sulle agenzie di rating: senza una regolamentazione non si completerà), *Jinrong Shibao*, 10 Aprile 2006.

⁵³ *X-rated: the dirty world of Chinese debt*, in “Asia Money”, 2006, <http://www.asiamoney.com/Article/2056296/X-Rated-The-Dirty-World-of-Chinese-Debt.html?ArticleId=2056296>, 8 Settembre 2013.

⁵⁴ Jane, LEE, “Credit raters in China take generous view”, *Wall Street Journal*. March 22, Gennaio, 2006.

Art. 2 Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario: “资信评级机构从事证券市场资信评级业务（以下简称证券评级业务），应当依照本办法的规定，向中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）申请取得证券评级业务许可。未取得中国证监会的证券评级业务许可，任何单位和个人不得从事证券评级业务。”⁵⁵

Vi sono anche altri regolamenti emanati direttamente dal Consiglio di Stato quali le “*Guidelines for issuing credit reports by credit rating agencies for the bonds of securities companies and company bonds control regulation*” (资信评级机构出具证券公司债券信用评级报告准则) emanate il 29 Agosto 2003 e che fanno riferimento alla business delle agenzie di rating.⁵⁶ Tuttavia questi regolamenti del Consiglio di Stato sono incompleti e generalmente contengono solo poche clausole che possano davvero influenzare il mondo delle agenzie di valutazione. Per questo motivo, la regolamentazione ad interim emanata dalla CSRC nel 2007 resta la fonte normativa principale per la gestione del rating in Cina.⁵⁷ Inoltre la regolamentazione ad interim della CSRC e la *Securities Law* contengono al loro interno generici elementi del diritto anglosassone quali il *Fiduciary duty*⁵⁸ e il *duty of care*⁵⁹ i quali costituiscono una fonte legale alla quale i privati possono attingere nel caso le agenzie preposte alla valutazione del credito violino tali principi.

La regolamentazione ad interim della CSRC stabilisce anche i criteri di ammissione per tutte le istituzioni o società che volessero essere accreditate come agenzie di rating riconosciute dal governo cinese. Alcuni di questi criteri sono considerati talmente selettivi da scoraggiare una sana

⁵⁵ *Zhengquan shichang zixin pingji yewu guanli zanxing banfa* 证券市场资信评级业务管理暂行办法 (Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario), in “China Securities Regulatory Commission”, 2007, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/gszq/200709/t20070920_69587.htm, 27 Agosto 2013.

⁵⁶ *Zixin Pingji Jigou Chuju Zhengquan Gongsu Zhaiquan Xinyong Pingji Baogao Zhunze* 资信评级机构出具证券公司债券信用评级报告准则 (Linee guida per l'emanazione di valutazioni sul credito di obbligazioni societarie da parte di agenzie di rating e regolamentazione per il controllo delle obbligazioni societarie), in “Shenzhen Stock Exchange”, 2003, <http://www.szse.cn/main/rule/bmgz/fxl/zqgsfxzq/39743579.shtml>, 27 Agosto 2013.

⁵⁷ SHI Fang 施放 et Ali, “Woguo Xinyong Pingjiye Fazhan Xianzhuang ji Wenti Yanjiu” 我国信用评级业发展现状及问题研究 (I problemi e lo stato di sviluppo del sistema di valutazione del credito in China), *Shangchang Xiandahua*, 396, 2007.

⁵⁸ Il *Fiduciary duty* è un obbligo legale imposto ad una parte, la quale deve agire nel miglior interesse di una seconda parte.

⁵⁹ La *Duty of care* è la responsabilità o il dovere legale di una persona o di un'organizzazione ad evitare azioni o omissioni (che possano essere ragionevolmente previsti) recanti danni ad altre parti.

concorrenza nel mercato del credit rating cinese. Alla fine del 2008 vi erano soltanto cinque agenzie di rating approvate dalla China Securities Regulatory Commission⁶⁰ (ad oggi la situazione non è cambiata), tutte già designate agli inizi degli anni '90.⁶¹

Anche le tre più grandi agenzie di rating a livello globale, Moody's, Standard and Poor's e Fitch, hanno provato ad entrare nel mercato del rating cinese. Per legge, le agenzie straniere non possono operare in Cina se non tramite delle joint-venture con le agenzie locali. Fitch diede vita ad una joint-venture con Chengxin nel 1999 dalla quale poi recedette nel 2003; anche Moody's nel 1999 siglò un accordo di cooperazione con Dagong per poi ritirarsi nel 2002. Tuttavia, nel 2006 Moody's riuscì ad ottenere dal Ministero del Commercio cinese l'approvazione per l'acquisizione del 49% della China Chengxin, diventando così la prima società straniera a detenere una quota significativa di un'agenzia di rating cinese.

Ad oggi, l'emissione di obbligazioni societarie richiede ancora l'approvazione della National Development and Reform Commission. Per superare tale ostacolo, a partire dal 2007 la banca centrale cinese ha autorizzato l'emissione di long-term credit note (中期票据), mentre la CSRC seguì a ruota creando i Company bonds (公司债券). Entrambi i prodotti non richiedevano l'autorizzazione della NDRC per essere emessi. Nel 2011 il governo di Pechino autorizzò le città di Shanghai e Shenzhen ad emettere titoli obbligazionari municipali in maniera diretta. Si può dire che in generale nonostante le agenzie di rating non godano ancora di grande influenza, il mercato obbligazionario si è espanso moltissimo, facendo aumentare di conseguenza il giro d'affari per le agenzie di rating.

Possiamo dire in definitiva che le agenzie di rating furono accettate e promosse dal governo di Pechino, non in risposta alle richieste degli investitori di una maggiore trasparenza e informazione in merito agli emittenti di bonds, ma come strumento di supporto e sviluppo del mercato obbligazionario (in gran parte controllato dallo Stato). L'adozione del sistema di rating è avvenuto in un contesto autoritaristico ed ostile nei confronti della proprietà privata, dominato da burocrazie spesso in conflitto tra loro. Oggi l'industria del rating costituisce un barometro per misurare l'attitudine del governo nei confronti dell'iniziativa privata. Visto che gran parte delle obbligazioni presenti nel mercato cinese sono emesse da State Owned Enterprise o da banche statali, i rating

⁶⁰ *Congshi Zhengquan Shichang Zixin Pingji Yewu de Zixin Pingji Jigou Mingdan* (Jiezhi 2008 nian 12 Yue 31 Ri) 从事证券市场资信评级业务的资信评级机构名单 (截至 2008 年 12 月 31 日) (Lista degli istituti di valutazione del credito al 31 Dicembre 2008), in "China Securities Regulatory Commission", 2009, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306205/200804/t20080430_23237.htm, 27 Agosto 2013.

⁶¹ Yinping, XU e Charlie, WENG, "Introduction and Suggestions on the Chinese Securities Credit Rating System from a Comparative Perspective", *University of Pennsylvania East Asia law review*, 6, 2 2011, pp. 217-241.

delle agenzie potrebbero essere interpretati dal governo come una sorta di giudizio privato sull'operato del governo. Pertanto, proprio come i politici cinesi non accettano libere votazioni al di sopra del livello di villaggio, essi potrebbero considerare il rating come una forma di votazione alla quale essi difficilmente vorranno sottostare.⁶²

3.3 Autorevolezza delle agenzie di rating in Cina

Diversi analisti suggeriscono che per tutto il decennio 2000-2010 le agenzie di rating in Cina abbiano goduto di scarsa indipendenza e che i loro rating abbiano avuto un rilevanza assolutamente marginale nel mercato obbligazionario. Le valutazioni da loro emesse sembrano non aver avuto alcun impatto nelle scelte degli investitori.⁶³ Come vedremo, le agenzie di rating cinesi tendenzialmente sono propense ad elargire valutazioni molto alte al debito delle State Owned Enterprise: ciò può essere il riflesso dell'assenza di rischio nel mercato (vedi pag. 64), ma anche il segnale di una forte concorrenza tra agenzie le quali pur di ottenere nuovi clienti, concedono valutazioni più alte.

Nonostante siano state ufficialmente riconosciute dal governo centrale, anche le cinque più importanti agenzie di rating cinesi mancano di sostanziale autorità. Ciò è in parte anche dovuto al marginale peso che ancora il mercato obbligazionario ha nella finanza cinese: un mercato guidato in gran parte dallo stato e dalle State Owned Enterprise.

Attualmente, vi sono tre problemi rilevanti che affliggono il sistema cinese della valutazione dei crediti: limitata concorrenza, la compravendita dei rating e una limitata tutela giudiziaria per coloro che hanno subito danni economici come conseguenza di valutazioni scorrette.

La credibilità è fondamentale per le agenzie di rating. Attraverso un processo di accreditamento, uno stato può riconoscere ufficialmente tali agenzie e conferire loro la credibilità necessaria ad operare nel mercato. In Cina ogni agenzia che voglia poter valutare prodotti finanziari deve prima ottenere il riconoscimento da parte della China Securities Regulatory Commission. L'articolo 226 della *Securities Law* recita:

“Where an investment consulting institution, financial advising institution, credit rating institution, asset appraisal institution or accounting firm undertakes any securities trading service without (having first acquired) the relevant approvals, it shall be ordered to correct (the situation). The

⁶² Scott, KENNEDY, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83, p. 80.

⁶³ Jane, LEE, Credit raters in China take generous view, *Wall Street Journal*. March 22, Gennaio, 2006.

illegal proceeds (earned in the intervening period) shall be confiscated, and a fine from 1 to 5 times the illegal proceeds shall be imposed upon it.”

“未经国务院证券监督管理机构批准，擅自设立证券登记结算机构的，由证券监督管理机构予以取缔，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款。”⁶⁴

Le barriere imposte dalla CSRC all'entrata nel mercato hanno fatto lievitare i costi della mancata concorrenza: la scarsa competizione dal 1990 ad oggi ha consentito alle cinque maggiori agenzie di dominare il mercato, dividerselo geograficamente e di consolidare relazioni commerciali con i clienti più prestigiosi i quali sono in gran parte costituiti da State Owned Enterprise.

Il risultato di questo protezionismo si manifesta nella poca trasparenza del mercato.⁶⁵

Nonostante la regolamentazione ad interim della CSRC costituisca la fonte normativa principale per il mercato delle agenzie di rating, essa si pone come un forte ostacolo alla liberalizzazione della concorrenza in questo settore. Tale regolamentazione, infatti, impone vincoli di accettazione estremamente severi alle società che richiedono di essere riconosciute a livello nazionale e rimane invece molto vaga sui criteri di valutazioni applicati dalla CSRC per decidere quali candidati siano qualificati o meno.

Di conseguenza, un'azienda che volesse aspirare ad essere riconosciuta dal governo di Pechino deve prima soddisfare gli elevati requisiti imposti dalla legge e successivamente, ignorando totalmente il possibile esito, passare attraverso un giudizio quasi totalmente arbitrario da parte della China Securities Regulatory Commission.⁶⁶

Nella regolamentazione ad interim della CSRC, il primo requisito per entrare nel circolo esclusivo delle agenzie di rating riconosciute a livello nazionale impone alle agenzie di avere un patrimonio netto di almeno venti milioni di RMB. Tale condizione costituisce una barriera invalicabile per la maggior parte dei candidati. L'articolo 7 paragrafo 1 della legislazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario predispone quanto segue:

⁶⁴ *Zhonghua renmingongheguo zhequanfa* 中华人民共和国证券法 (Legge sui titoli finanziari della Repubblica Popolare Cinese – revisione 2005), in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2006, http://www.gov.cn/flfg/2005-10/28/content_85556.htm, 27 Agosto 2013.

⁶⁵ Yinping, XU e Charlie, WENG, “Introduction and Suggestions on the Chinese Securities Credit Rating System from a Comparative Perspective”, *University of Pennsylvania East Asia law review*, 6, 2 2011, pp. 217-241.

⁶⁶ Yinping, XU e Charlie, WENG, “Introduction and Suggestions on the Chinese Securities Credit Rating System from a Comparative Perspective”, *University of Pennsylvania East Asia law review*, 6, 2 2011, pp. 217-241.

“申请证券评级业务许可的资信评级机构，应当具备下列条件：
具有中国法人资格，实收资本与净资产均不少于人民币 2000 万元”

“Le agenzie di valutazione che richiedono di ottenere la licenza ad operare nel mercato del rating dei prodotti finanziari devono soddisfare i seguenti requisiti: godere di personalità giuridica; avere ricavi netti e un patrimonio netto di valore non inferiore a venti milioni di RMB”⁶⁷

Al paragrafo 2 dell'articolo 7 della regolamentazione ad interim, si stabilisce che le agenzie di rating cinesi per poter essere riconosciute a livello nazionale devono far figurare tra il proprio personale almeno venti revisori di cui almeno dieci dei quali con almeno tre anni di esperienza nel settore.

“具有符合本办法规定的高级管理人员不少于 3 人；具有证券从业资格的评级从业人员不少于 20 人，其中包括具有 3 年以上资信评级业务经验的评级从业人员不少于 10 人，具有中国注册会计师资格的评级从业人员不少于 3 人”

“(le agenzie devono) possedere almeno tre manager di alto livello conforme alle disposizioni di questa legge; possedere almeno venti revisori di cui almeno dieci con almeno tre anni di esperienza da revisore e che posseggano la qualifica di valutatori da almeno tre anni.”⁶⁸

Anche questa condizione risulta per molte società di revisione difficilmente soddisfacibile in quanto l'industria della valutazione del credito in Cina è ancora relativamente giovane e si può dire che sia entrata a regime solo a partire dagli anni 2000. Di conseguenza vi è una forte carenza di personale altamente qualificato e per le agenzie aspiranti ad un riconoscimento formale da parte di Pechino soddisfare tale requisito risulta molto difficoltoso.⁶⁹

⁶⁷ *Zhengquan shichang zixin pingji yewu guanli zanxing banfa* 证券市场资信评级业务管理暂行办法 (Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario), in “China Securities Regulatory Commission”, 2007, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/gszq/200709/t20070920_69587.htm, 27 Agosto 2013.

⁶⁸ *Zhengquan shichang zixin pingji yewu guanli zanxing banfa* 证券市场资信评级业务管理暂行办法 (Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario), in “China Securities Regulatory Commission”, 2007, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/gszq/200709/t20070920_69587.htm, 27 Agosto 2013.

⁶⁹ SHI Fang 施放 et Ali, “Woguo Xinyong Pingjiye Fazhan Xianzhuang ji Wenti Yanjiu” 我国信用评级业发展现状及问题研究 (I problemi e lo stato di sviluppo del sistema di valutazione del credito in China), *Shangchang*

Abbassare gli standard d'entrata imposti dalla regolamentazione ad interim della CSRC, sia per quanto concerne i possedimenti patrimoniali sia per la qualifica del personale, andrebbe indubbiamente a vantaggio della liberalizzazione della concorrenza del mercato del rating in Cina. Alcuni analisti ritengono che nel breve periodo ciò porterebbe ad un abbassamento del livello di qualità dei servizi offerti dalle agenzie ma considerando un progetto a lungo termine, la rottura del monopolio delle cinque grandi agenzie di rating cinesi, rafforzerebbe di sicuro il settore implementandone le prestazioni.⁷⁰

Il secondo grande problema del business del credit rating in Cina riguarda la compravendita delle valutazioni da parte delle stesse società valutate. Ciò accade quando le aziende che intendono ottenere un rating del loro debito in previsione di una imminente emissione di obbligazioni, scelgono di farsi valutare dall'agenzia che concede loro la votazione più alta. Il vantaggio per le aziende è evidente: una votazione più alta infonde maggiore sicurezza negli investitori, il che consentirà alla società di collocare nel mercato tutti i titoli obbligazionari a tassi d'interesse più bassi, con una conseguente ingente riduzione dei costi. Tuttavia questa pratica mina la credibilità dell'intero settore. Questo fenomeno ha origine dall'approccio sbagliato delle agenzie di rating cinesi, le quali antepongono agli interessi degli investitori il compiacimento e la soddisfazione delle aziende collocanti i bond sul mercato.

Se il settore delle agenzie di rating godesse di maggiore credibilità, aumenterebbe la sicurezza degli investimenti obbligazionari in Cina. Tuttavia tale compravendita ha effetti assolutamente negativi non solo sulla credibilità ma anche sull'accuratezza della votazione. Le agenzie di rating subiscono forti pressioni dai loro clienti, per i quali la votazione che otterranno influenzerà il costo del credito che otterranno dal mercato. Inoltre, talvolta sono le stesse società di valutazione ad offrire rating più favorevoli ai clienti per conservare la quota di mercato. Se esse perseguissero una condotta più adeguata, rifiutando di elargire votazioni più alte di quelle meritate, rischierebbero di essere boicottate dai loro clienti e perdere importanti fette di mercato. Visto che nessuna agenzia di rating è disposta a veder erosa la propria porzione di clienti, l'inflazione delle votazioni è stata dilagante per tutti gli anni 2000.⁷¹

Alcuni analisti statunitensi ritengono che, sebbene il mercato cinese sia dominato da solo cinque

Xiandahua, 396, 2007.

⁷⁰ WANG Zhaohui 王昭慧 e DONG Fenyi 董奋义, “Dui woguo xinyong pingji jigou cunzai wenti de tantao” 对我国信用评级机构存在问题的探讨 (Riflessioni a riguardo degli attuali problemi delle agenzie di rating in Cina), *Shangchang xiandaihua*, 4, 2007, pp. 63-65.

⁷¹ Yinping, XU e Charlie, WENG, “Introduction and Suggestions on the Chinese Securities Credit Rating System from a Comparative Perspective”, *University of Pennsylvania East Asia law review*, 6, 2 2011, pp. 217-241.

agenzie di rating, l'intensa concorrenza tra queste sia la causa di questo fenomeno. Esse infatti tenderebbero a far di tutto pur di strappare un possibile cliente ad una delle agenzie concorrenti.⁷² Studiosi cinesi invece ritengono che la compravendita delle valutazioni avverrebbe anche nel caso la concorrenza tra le agenzie non fosse così agguerrita.⁷³

Dal punto di vista della dotazione normativa, vi sono strumenti di legge che potrebbero limitare i conflitti d'interesse che possono nascere dal rapporto tra agenzia di rating e società valutata. La regolamentazione ad interim della CSRC conferisce alla stessa China Securities Regulatory Commission l'autorità di supervisionare e applicare sanzioni alle società di rating che abusano della loro posizione. Gli articoli 12 e 13 della regolamentazione ad interim della CSRC analizzano nello specifico i casi di possibile conflitto d'interesse tra valutante e valutato. L'articolo 12 comma 1 fa divieto alle società di rating di emettere valutazioni su società controllate dalla stessa persona, giuridica o fisica, dell'agenzia di rating stessa. Alle agenzie di rating è inoltre vietato operare valutazioni su società delle quali uno stesso azionista possiede più del 5% delle azioni sia dell'agenzia che della società valutata, come stabilito dal comma 2 dell'articolo 12. Lo stesso articolo 12, al comma 3, impedisce alle società di rating di valutare il credito di un'azienda che direttamente o indirettamente possieda più del 5% del capitale sociale della stessa agenzia di rating. Infine l'articolo 12, al comma 4, della regolamentazione vieta a qualsiasi agenzia di rating di operare valutazioni di società delle quali esse posseggano, direttamente o indirettamente, più del 5% della quota del capitale sociale.

Art. 12 Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario della CSRC: “*证券评级机构与评级对象存在下列利害关系的，不得受托开展证券评级业务：*”

Comma 1: “*证券评级机构与受评级机构或者受评级证券发行人为同一实际控制人所控制；*”

Comma 2: “*同一股东持有证券评级机构、受评级机构或者受评级证券发行人的股份均达到5%以上；*”

Comma 3: “*受评级机构或者受评级证券发行人及其实际控制人直接或者间接持有证券评级机构股份达到5%以上；*”

Comma 4: “*证券评级机构及其实际控制人直接或者间接持有受评级证券发行人或者受评级机*

⁷² John, COFFEE, *Gatekeepers: the professions and the corporate governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006.

⁷³ HE Minhua 何敏华, “Duanqi rongzi quan xinyong pingji gongzuo cunzai de jige wenti” 短期融资券信用评级工作存在的几个问题 (Alcuni problemi irrisolti nel campo del rating dei prodotti finanziari a breve termine), in *Zhonguo Jinrong*, 56, 57, 2007.

构股份达到5%以上。”⁷⁴

La tutela del conflitto di interesse da parte della regolamentazione ad interim della CSRC si applica non solo per gli azionisti ed i proprietari in generale, ma anche per i dipendenti. Nel caso in cui un dipendente di un'agenzia di rating o un suo familiare posseda più del 5% delle azioni di una società che si appresta ad emettere obbligazioni, l'articolo 13 comma 1 fa divieto a tale agenzia di emanare un giudizio sul credito. Il comma 2 e 3 invece, impedisce ad un'agenzia di produrre valutazioni di società nelle quali un suo dipendente o un suo familiare di svolge l'incarico di direttore, membro del consiglio di amministrazione, di manager di alto livello consulente finanziario o legale, responsabile della gestione dei prodotti finanziari o responsabile di progetto. Infine, l'articolo 13 comma 4 della regolamentazione ad interim della CSRC vieta alle agenzie di emettere rating sul credito di società nelle quali un dipendente o uno dei suoi familiari abbia intrattenuto rapporti d'affari per un ammontare superiore a 500.000 RMB o abbiano acquistato titoli obbligazionari per lo stesso importo.

Articolo 13 Regolamentazione ad interim CSRC: “*证券评级机构应当建立回避制度。证券评级机构评级委员会委员及评级从业人员在开展证券评级业务期间有下列情形之一的，应当回避：*”

Comma 1: “*本人、直系亲属持有受评级机构或者受评级证券发行人的股份达到5%以上，或者是受评级机构、受评级证券发行人的实际控制人；*”

Comma 2: “*本人、直系亲属担任受评级机构或者受评级证券发行人的董事、监事和高级管理人员；*”

Comma 3: “*本人、直系亲属担任受评级机构或者受评级证券发行人聘任的会计师事务所、律师事务所、财务顾问等证券服务机构的负责人或者项目签字人；*”

Comma 4: “*本人、直系亲属持有受评级证券或者受评级机构发行的证券金额超过50万元，或者与受评级机构、受评级证券发行人发生累计超过50万元的交易。*”⁷⁵

⁷⁴ *Zhengquan shichang zixin pingji yewu guanli zanzing banfa* 证券市场资信评级业务管理暂行办法 (Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario), in “China Securities Regulatory Commission”, 2007, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xfb/gszq/200709/t20070920_69587.htm, 27 Agosto 2013.

⁷⁵ *Zhengquan shichang zixin pingji yewu guanli zanzing banfa* 证券市场资信评级业务管理暂行办法 (Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario), in “China Securities Regulatory Commission”, 2007, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/xfb/gszq/200709/t20070920_69587.htm, 27 Agosto 2013.

Un ulteriore problema che affligge il settore delle agenzie di rating è la limitata capacità di azione giudiziaria da parte degli investitori nel caso di valutazioni erranee delle agenzie. Prendendo come termine di paragone gli Stati Uniti, la normativa cinese in merito risulta essere ancora piuttosto arretrata. Negli Stati Uniti infatti, una società che emette obbligazioni sui mercati finanziari può citare in giudizio un'agenzia di rating per diffamazione e valutazione fraudolenta. Allo stesso tempo gli investitori, danneggiati da ratings inesatti, potrebbero, in sede di giudizio, far dimostrare un danno di negligenza e la violazione del *duty of care*.⁷⁶ In Cina, sebbene ai privati sia data la possibilità di citare in giudizio per diffamazione le agenzie di rating, spesso i danni causati da tali valutazioni fraudolente sono difficili da stimare e le corti cinesi tendono a garantire limitati risarcimenti per perdite non definite. Di conseguenza ai privati vengono forniti pochi incentivi ad intentare una causa per diffamazione contro le società di rating. La gestione dal punto di vista legale dei reclami per violazione del principio del *duty of care* è stata oggetto di riflessione da parte del legislatore cinese negli ultimi dieci anni. Nella regolamentazione ad interim della CSRC, l'articolo 36 stabilisce che qualora un'agenzia di rating o un suo dipendente non esegua diligentemente i propri incarichi producendo, dolosamente o colposamente, documentazione fuorviante, si debba procedere secondo l'articolo 223 della *securities Law*.

Art. 36 Regolamentazione ad interim CSRC: “*证券评级机构及其从业人员未勤勉尽责，出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，依照《证券法》第二百二十三条的规定处理。*”

“*Where a securities rating agency or any of its staff members fails to diligently fulfill duties or issues documents containing any false record, misleading statement or major omission, it shall be handled according to Article 223 of the Securities Law.*”⁷⁷

Nello specifico, l'articolo 223 della *securities law* predispose che nei casi in cui una società predisposta alla valutazione del credito non svolga il proprio compito con la dovuta diligenza, producendo documentazione falsa e fuorviante, se ne confischi l'utile d'esercizio, si revochi temporaneamente o permanentemente la licenza dell'agenzia, e si applichi una penale compresa tra

⁷⁶ Carsten Thomas, EBENROTH e Thomas, DILLON, “The International Rating Game: An Analysis of the Liability of Rating Agencies in Europe, England, and the United States”, *Law and Policy in International Business*, 24, 3, 1993.

⁷⁷ *Zhengquan shichang zixin pingji yewu guanli zanzing banfa* 证券市场资信评级业务管理暂行办法 (Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario), in “China Securities Regulatory Commission”, 2007, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/gszq/200709/t20070920_69587.htm, 27 Agosto 2013.

uno e cinque volte i suoi utili d'esercizio. Inoltre si dispone che venga notificato ai manager responsabili ed altri eventuali dipendenti la cancellazione della qualifica di revisori ed una multa compresa tra trentamila e centomila RMB.

Articolo 223, *securities law*: “证券服务机构未勤勉尽责，所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销证券服务业务许可，并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，撤销证券从业资格，并处以三万元以上十万元以下的罚款。”

“Where a securities trading service institution fails to fulfill its accountability in a diligent and dutiful manner so that any document it formulated or produced has any false record, misleading statement or major omission, it shall be ordered to correct (it), shall have its business proceeds confiscated, shall have its license temporarily or permanently revoked, and shall pay a penalty of between one and five times its business proceeds.”⁷⁸

L'articolo 223 della *securities law* costituisce, almeno in teoria, un valido strumento d'azione contro eventuali azioni fraudolente da parte delle agenzie di rating. Tuttavia, nella pratica, per i tribunali cinesi resta molto difficile applicare un concetto derivante dal *common law* inglese come il *fiduciary duty*.⁷⁹ Ciò impedisce ai privati di avere una visione di quello che potrebbe essere l'andamento del processo.

3.5 Dagong Credit Rating

Tra le agenzie di rating cinesi, quella che forse merita un'attenzione particolare è la Dagong Global Credit Rating Co. Ltd (大公国际资信评估有限公司), conosciuta più semplicemente come Dagong. Essa risulta essere l'agenzia cinese più attiva nel mercato globale e nel 2013 è divenuta la prima società di rating cinese ad ottenere l'autorizzazione dall'European Securities and Market Authority (ESMA) di operare ufficialmente nel mercato europeo.⁸⁰

⁷⁸ *Zhonghua renmingongheguo zhequanfa* 中华人民共和国证券法 (Legge sui titoli finanziari della Repubblica Popolare Cinese – revisione 2005), in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2006, http://www.gov.cn/flfg/2005-10/28/content_85556.htm, 27 Agosto 2013.

⁷⁹ Yinping, XU e Charlie, WENG, “Introduction and Suggestions on the Chinese Securities Credit Rating System from a Comparative Perspective”, *University of Pennsylvania East Asia law review*, 6, 2 2011, pp. 217-241.

⁸⁰ *ESMA approves Dagong Europe as a credit rating agency*, in “European Securities Markets Authority”, 2013, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-700_esma_approves_dagong_europe_as_a_credit_rating_agency.pdf, 09 Settembre 2013.

La società fu costituita nel Gennaio 1993, quando si tenne la prima assemblea dei soci presso il quartier generale di Pechino. Nel Luglio 1993 ottenne la prima approvazione governativa da parte della State Economy and Trade Commission (che successivamente fu inglobata dalla National Development and Trade Commission), per poi venire definitivamente autorizzata ad operare dalla People's Bank of China nel Febbraio 1994. La prima valutazione sul debito di una società avvenne nel Dicembre dello stesso anno con la Shandong Economic Trade International Transportation Corporation. Nel Dicembre 1997, in seguito alla crisi finanziaria asiatica e alle preoccupazioni della leadership politica cinese in merito all'eccessiva liberalizzazione dei mercati finanziari, il governo ridusse le agenzie di rating riconosciute a sole nove unità. Dagong rientrò tra queste. Verso la fine degli anni '90, anche le grandi agenzie di rating mondiale, attratte dalle prospettive di crescita dell'economia cinese, tentarono di approcciarsi a tale mercato. Nel 1999 Dagong siglò un contratto di cooperazione di tre anni con l'americana Moody's. Cooperazione che non si rinnoverà alla conclusione del contratto, facendo di Dagong l'unica tra le grandi agenzie di rating cinesi a non avere un partner straniero. Nel 2007, la China Securities Regulatory Commission riconferma a Dagong la possibilità di operare rating nel mercato cinese, riconferma che verrà poi formalizzata solamente il 26 Febbraio 2008. Nell'Ottobre 2010 inizia ad emettere valutazioni anche dei debiti sovrani. Tra i primi paesi valutati vi sono Hong Kong e la Svezia. Il 9 Novembre dello stesso anno, Dagong fu la prima agenzia di rating ad abbassare la valutazione sui titoli di stato a medio-lungo termine statunitensi da AA ad A+ con outlook negativo e il 6 Dicembre fu prima agenzia al mondo ad emettere un rating sui titoli di stato del Sudan. Tra Marzo e Giugno 2011, in seguito alla crisi dei debiti sovrani che colpì in particolare l'Europa, Dagong abbassa le valutazioni di vari stati europei tra cui Portogallo, Ungheria, Regno unito, Grecia. Il primo rating sul debito dello stato italiano arrivò invece il 7 Dicembre 2011 con un voto di BBB con prospettive negative. Il commento sul debito sovrano italiano recava quanto segue:

*“La fiducia degli investitori è seriamente messa a repentaglio dal peggioramento della crisi del debito europeo. La grandezza del debito italiano è tale che sarà estremamente difficile da ridurre nel lungo periodo e nel medio termine l'Italia è destinata a sprofondare nella recessione per via del doppio effetto delle politiche di austerità e delle cupe prospettive della situazione internazionale.”*⁸¹

Solo nel Gennaio 2012 Standard & Poor's adeguò il suo rating del debito italiano a quello della concorrente cinese portandolo anch'essa a BBB+.⁸²

⁸¹ Antonio, TALIA, “Il rating dell'Italia secondo Pechino”, *Orizzonte Cina*, 05, 2012, p. 8.

⁸² *S&P taglia Francia e Italia, Il nostro Paese scende a BBB+*, in “La Repubblica”, 2012, http://www.repubblica.it/economia/2012/01/13/news/voci_di_un_taglio_ai_rating_di_francia_e_austria-28054770/,

Nel Luglio 2011, Dagong fu al centro di una polemica che la vide protagonista: l'agenzia di rating conferì ai venti miliardi di Yuan in bond emessi nel mercato interbancario dal ministero dei trasporti cinesi, un rating di tripla-A (AAA). Si accusava Dagong di aver conferito la massima valutazione ad un ministero fortemente indebitato, mentre ai titoli del debito sovrano cinese aveva conferito solamente un rating di doppia-A (AA+). Dagong giustificò la scelta arguendo che i bond erano coperti da un ente di livello ministeriale e che in caso di insolvenza sarebbero sicuramente stati coperti da altri fondi governativi.⁸³

A partire dal 2009, Dagong ha iniziato ad intraprendere strette relazioni con i rappresentanti diplomatici di diversi paesi, sia occidentali che in via di sviluppo. Tale intensa attività diplomatica da parte delle ambasciate straniere può stare a significare che molti Paesi stanno iniziando a considerare maggiormente le opinioni dell'agenzia cinese. Per quanto riguarda l'Italia, la visita ufficiale dell'Ambasciatore italiano a Pechino Attilio Massimo Iannucci è avvenuta il 31 Ottobre 2012.⁸⁴

Non molto serene invece, possono considerarsi le relazioni tra Dagong e la diplomazia americana. Il 24 Dicembre 2009, la società di rating cinese sottopose alla Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense una domanda di ammissione alla lista delle Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO): la lista delle agenzie di rating formalmente riconosciute dal governo americano. Il 22 Settembre del 2010, la commissione respinse la domanda di ammissione arguendo che Dagong non possedeva sufficienti connessioni con il tessuto commerciale intestatale e, soprattutto, non sarebbe stata in grado di soddisfare le richieste della legge federale sui titoli finanziari che richiede alle agenzie registrate presso il NRSRO di creare e mantenere registri che possano essere soggetti di revisione in qualunque momento da parte della commissione. Tali registri, riguardano anche i registri che la casa madre custodisce nella sede di Pechino.

*“Having considered all these submissions, we find that we must deny Dagong's application because, irrespective of the jurisdictional question, it does not appear possible at this time for Dagong to comply with the recordkeeping, production, and examination requirements of the federal securities laws.”*⁸⁵

11 Settembre 20103.

⁸³ Jun, LIANG, *Dagong defends its rating on the Ministry of Railways*, in “People's Daily”, 2011, <http://english.people.com.cn/90882/7568385.html>, 24 Settembre 2013.

⁸⁴ Dal sito internet ufficiale di Dagong Credit Rating. <http://en.dagongcredit.com/about/history.html>, 10 Settembre 2013.

⁸⁵ *Order denying application for registration a a nationally recognized statistical rating organization*, in “United States Securities and Exchange Regulatory Commission”, 2010, <http://www.sec.gov/litigation/opinions/2010/34-62968.pdf>, 09 Settembre 2013.

Inoltre la SEC affermava che Dagong era strettamente legata al Partito Comunista Cinese e in quanto tale non poteva essere considerata imparziale.⁸⁶

La risposta della società di rating cinese arrivò qualche giorno più tardi. Il 25 Settembre, Dagong rilasciò un comunicato nella quale affermava che le richieste della SEC erano troppo invasive e che non avrebbe tradito la sovranità nazionale cinese solo per ottenere lo status di Nationally Recognized Statistical Rating Organization.⁸⁷ In un'intervista con AGChina 24, Guan Jianzhong, presidente di Dagong, glissò la domanda postagli secondo cui la società di rating fosse in realtà posseduta da privati strettamente legati al PCC.

“Cosa penserebbe lei, come occidentale, se le dicessi che uno dei soci fa parte del governo? Io penso che se uno dei due fosse in qualche modo legato al governo, forse il Paese potrebbe anche riporre maggiore fiducia nella nostra compagnia.”⁸⁸

Secondo Douglas Elliot, Dagong sarebbe direttamente controllata dalla State-owned Assets Supervision and Administration Commission, l'agenzia statale adibita ad esercitare i diritti di azionista del governo nelle società statali. Ciò potrebbe rendere confermare le voci secondo cui l'agenzia di rating sarebbe incline a sottostare alle pressioni provenienti dal governo di Pechino.⁸⁹

È difficile stabilire se il downgrade del debito sovrano americano, avvenuto solo due mesi più tardi ad opera di Dagong, sia frutto di una ritorsione da parte dell'agenzia di rating cinese per il mancato accesso al NRSRO o se fosse una decisione ineluttabile e già stabilita da tempo. Sta di fatto che nel Novembre 2010, Dagong Credit Rating abbassò la valutazione del debito statunitense da AA a A+.⁹⁰ La causa principale del downgrade, secondo la società cinese, fu il deterioramento della volontà e della capacità degli Stati Uniti di ripagare le obbligazioni emesse e dall'annuncio della Federal

⁸⁶ *Dagong Global Credit Rating*, in “Seton Hall University”, 2013, <http://www.shumun.com/files/2013/04/BG-Dagong-Global-Credit-Rating.pdf>, 09 Settembre 2013.

⁸⁷ Shunwen, QI, *Chinese credit-rating agency denied entry by US authorities, claims bias*, in “People's Daily”, 2010, <http://english.people.com.cn/90001/90778/90859/7150960.html>, 10 Settembre 2013.

⁸⁸ Alessandra, SPALLETTA, *Nasce a Milano Dagong Europe, Parla Lorenzo Stanca*, in “AGChina 24”, 2013, <http://www.agichina24.it/focus/notizie/nasce-a-milano-dagong-europe-parla-lorenzo-stanca>, 09 Settembre 2013.

⁸⁹ Douglas, ELLIOT e Kai, YAN, *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview*, in “Brookings”, 2013, [http://www.brookings.edu/~media/Research/Files/Papers/2013/07/01%20chinese%20financial%20system%20elliott%20yan.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Research/Files/Papers/2013/07/01%20chinese%20financial%20system%20elliott%20yan/chinese%20financial%20system%20elliott%20yan.pdf), 23 Settembre 2013.

⁹⁰ Matt, PHILIPS, *Chinese Credit Rater Downgrades U.S.*, in “The Wall Street Journal”, 2010, <http://blogs.wsj.com/marketbeat/2010/11/09/chinese-credit-rater-downgrades-us/>, 10 Settembre 2013.

Reserve di stampare ed immettere nuova moneta nel mercato. L'ufficializzazione di tale decisione avvenne l'otto Novembre 2010, in seguito alle pressioni statunitensi sulla Cina perché questa rafforzasse il valore dello Yuan per favorire le esportazioni americane e ridurre il deficit della bilancia commerciale e proprio tre giorni prima del G-20 di Seoul. In tutta risposta, la Cina criticò la politica monetaria statunitense affermando che essa rappresentava una minaccia alla stabilità delle nazioni in via di sviluppo. Alcuni analisti ritennero che le decisioni dell'agenzia di rating cinese fossero in qualche modo influenzate dal governo di Pechino e che Dagong in realtà non fosse altro che uno strumento utilizzato allo scopo di perseguire obiettivi macroeconomici strategici cinesi. Ian Lyngen un government bond strategist presso la CRT Capital Group⁹¹, intervistato in merito da Bloomberg, rilasciò la seguente dichiarazione:

“The general market perception is that there’s a risk that the Chinese rating agency is playing a bit more political game than providing independent analysis. I don’t think it has the same ramification as downgrade by mainstream rating agencies such as S&P and Moody’s.”⁹²

Shi Lei, un dirigente della Shenzhen Ping An Securities, una filiale della seconda più grande compagnia assicurativa cinese, giustificò la scelta della Dagong dal punto di vista tecnico-finanziario, ma allo stesso tempo fa notare come la scelta di concentrarsi sul mercato del rating dei titoli sovrani sia dovuta alla graduale erosione della sua quota di mercato delle obbligazioni societarie:

“Sovereign ratings have become Dagong’s business focus as its market share in corporate ratings is much smaller than its peers with foreign partners. Its downgrading of the U.S. rating has some justification as printing money to help with the fiscal deficit is even worse than keeping a high deficit.”

Nove mesi più tardi il downgrade da parte di Dagong, anche Standard and Poor's, una delle tre “grandi sorelle” del rating mondiale, abbassò la valutazione di un livello, da tripla A (AAA) a doppia A plus (AA+) con outlook negativo.⁹³

⁹¹ CRT Capital Group è una società di broker e consulenza finanziaria Newyorkese.

⁹² Joshua, FELLMAN, *China's Dagong lowers U.S. Credit rating on Fed monetary policy*, in “Bloomberg”, 2010, <http://www.bloomberg.com/news/2010-11-09/china-s-dagong-downgrades-u-s-to-a-on-quantitative-easing-xinhua-says.html>, 09 Settembre 2013.

⁹³ John, DETRIXHE, *U.S. Loses AAA Credit Rating as S&P Slams Debt Levels*, Political Process, in “Bloomberg”, 2011, <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-06/u-s-credit-rating-cut-by-s-p-for-first-time-on-deficit-reduction->

Un ulteriore motivo di frizione tra Dagong e l'amministrazione americana fu la decisione da parte dell'agenzia di conferire al debito sovrano cinese un rating più alto rispetto a quello statunitense: AA+⁹⁴ rispetto ad A+.

Il 7 Giugno 2013, con l'autorizzazione da parte dell'European Securities Market Authority, si concretizza Dagong Europe: la filiale europea, con sede a Milano, viene autorizzata ad operare nel mercato CEE e diviene la prima società di rating europea con capitale cinese e la trentaquattresima in totale.⁹⁵ Dal 12 Giugno Dagong può ufficialmente emettere rating su titoli obbligazionari quotati nei mercati europei di aziende ed istituti finanziari. L'obiettivo dichiarato dell'agenzia di rating cinese è quello di infrangere il monopolio delle tre sorelle americane Moody's, S&P e Fitch e allo stesso tempo si riserva la possibilità di acquistare aziende in difficoltà. Dal punto di vista economico, Mauro Alfonso, general manager di Dagong Europe, dichiara che l'obiettivo della società è di guadagnare il 5% del mercato europeo nel corso di cinque anni, per un fatturato di circa duecento milioni di Euro.⁹⁶ La succursale italiana, pur essendo assoggettata alla legislazione europea, rimane per il 60% di proprietà della casa madre cinese, mentre per il 40% è finanziata da Mandarin Capital un fondo di private equity italo-cinese. La scelta di Milano come base operativa per tutta l'Europa è stata dettata dal fatto che nel capoluogo lombardo ha sede anche il fondo Mandarin Capital.⁹⁷ Coloro che non vedono di buon occhio l'espansione cinese in Europa, ritengono che il governo Cinese possa usare Dagong come vettore per abbassare il rating di aziende in difficoltà in modo da favorirne l'acquisizione da parte di società statali cinesi. Altri osservatori, invece, hanno accolto positivamente l'avvento di Dagong Europe, come un evento che possa spezzare il dominio delle agenzie di rating americane e allo stesso tempo arricchire di informazioni le istituzioni e gli investitori.⁹⁸

Dal punto di vista della metodologia di valutazione, Dagong afferma di utilizzare criteri di analisi

[accord.html](#), 11 Settembre 2013.

⁹⁴ *Dagong maintains China's AA+ credit rating*, in “China Daily”, 2012, http://www.chinadaily.com.cn/business/2012-12/19/content_16031098.htm, 11 Settembre 2013.

⁹⁵ *ESMA approves Dagong Europe as a credit rating agency*, in “European Securities Markets Authority”, 2013, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-700_esma_approves_dagong_europe_as_a_credit_rating_agency.pdf, 09 Settembre 2013.

⁹⁶ Miriam, CARRARRETTO, *Arriva Dagong, l'agenzia di rating che parla cinese*, in “L'Indro”, 2013, <http://www.lindro.it/economia/2013-06-12/86716-arriva-dagong-lagenzia-di-rating-che-parla-cinese>, 09 Settembre 2013.

⁹⁷ Alessandra, SPALLETTA, *Nasce a Milano Dagong Europe, Parla Lorenzo Stanca*, in “AGChina 24”, 2013, <http://www.agichina24.it/focus/notizie/nasce-a-milano-dagong-europe-parla-lorenzo-stanca>, 09 Settembre 2013.

⁹⁸ Gianpaolo, VISETTI, “Da Pechino a Milano la sfida di Dagong alle “tre Sorelle” del rating mondiale”, *La Repubblica Affari e Finanza*, 21 Gennaio 2013, p. 12.

differenti rispetto alle concorrenti americane. Per quanto riguarda le “Tre Sorelle” americane, fattori come l'ambiente politico, la flessibilità monetaria e fiscale, le privatizzazioni e le liberalizzazioni sono molto importanti. Dagong invece, pone l'accento su aspetti quali la pressione fiscale, le riserve finanziarie, le possibilità di crescita e di creare valore e la salute dei conti corrente.⁹⁹ Per quanto concerne invece il rating dei debiti sovrani, le agenzie americane utilizzano le variazioni sul prodotto interno lordo come l'indicatore principale di una valutazione, mentre Dagong preferisce concentrarsi sulle potenzialità di crescita. Un altro aspetto importante per le società di rating americane è l'apertura del sistema economico e finanziario al mercato globale. Dagong ritiene che paesi differenti presentino situazioni economiche e finanziarie differenti e che quindi non vi possano essere standard globali imposti a tutte le nazioni. Per la società di rating cinese non è fondamentale nemmeno il grado di indipendenza delle banche centrali dei vari paesi o se una tale moneta viene utilizzata come riserva: due fattori fondamentali per le concorrenti americane. Infine per Dagong il miglior modo per ripagare i debiti è la capacità di creare nuovo benessere sociale.¹⁰⁰

⁹⁹ Gianpaolo, VISETTI, “Da Pechino a Milano la sfida di Dagong alle “tre Sorelle” del rating mondiale”, *La Repubblica Affari e Finanza*, 21 Gennaio 2013, p. 12.

¹⁰⁰ Alessandra, SPALLETTA, *Nasce a Milano Dagong Europe, Parla Lorenzo Stanca*, in “AGChina 24”, 2013, <http://www.agichina24.it/focus/notizie/nasce-a-milano-dagong-europe-parla-lorenzo-stanca>, 09 Settembre 2013.

Conclusione

Il sistema finanziario cinese è stato un componente fondamentale nel contesto dell'espansione economica del Paese, accompagnando la Cina a diventare, ad oggi, la seconda più grande economia del pianeta. È indubbio che il sistema finanziario continuerà a giocare un ruolo di primo piano nella sua economia. La predisposizione della nuova leadership, appena ascesa al potere, verso le riforme finanziarie influirà non solo l'economia della Cina, ma di tutto il mondo.

A partire dal 1978, anno di inizio delle politiche di apertura e di riforma, i leader di partito a livello centrale e locale hanno avuto a disposizione diversi strumenti per esercitare il loro dominio sulla finanza cinese, tra i quali la possibilità di determinare le carriere dei dirigenti delle istituzioni finanziarie. Il ruolo guida del Partito Comunista Cinese è talmente radicato da essere più volte citato anche nella Costituzione del 1982.

Dal punto di vista pratico, sono le banche statali a dominare il sistema finanziario cinese, fornendo circa il 52% del total social financing.¹ I capitali che le banche cinesi fornirono al settore privato nel 2012 sono pari al 128% del PIL nazionale; in contrasto, negli Stati Uniti tale dato risulta essere di solo il 48%.² Il mercato bancario cinese è estremamente concentrato in quanto le cinque maggiori banche (tutte possedute dallo stato) rappresentano quasi la metà di tutto il mercato dei mutui cinesi e la metà di tutta la capitalizzazione bancaria cinese. Tuttavia, ciò che differenzia maggiormente il sistema bancario cinese da quello dei paesi occidentali, è la presenza dello stato come azionista principale. Le cinque più grandi banche statali, nonostante la loro quotazione in borsa, sono tutte controllate dal governo cinese il quale interviene nelle decisioni operative degli istituti bancari molto più che nei Paesi occidentali. Basti pensare che la banca centrale impone i tassi d'interesse massimi per i depositi e per i mutui bancari. Le cariche principali all'interno degli istituti bancari non sono occupate tramite concorso o selezione, ma imposti dagli organi di partito. Ancora oggi, le banche tendono a concedere prestiti principalmente alle grandi aziende statali (tale fenomeno si è

1 Le autorità governative cinesi generalmente fanno rientrare nel Total Social Financing le seguenti categorie: mutui bancari, mutui in valuta estera, prestiti fiduciari, accettazioni bancarie, obbligazioni societarie, investimenti esteri diretti, vendita di quote azionarie, debiti esteri, assicurazioni, micro-crediti e fondi industriali. Si veda Xiaoji QIANG, *PBOC plans to redefine total social financing*, in "China Daily", 2011, http://www.chinadaily.com.cn/business/2011-02/10/content_11979368.htm, 23 Settembre 2013.

2 *China: the concept of total social financing*, in "JP Morgan", 2013, <https://markets.jpmorgan.com/research/EmailPubServlet?action=open&hashcode=haurd9nr&doc=GPS-1060091-0>, 24 Settembre 2013.

tuttavia molto attenuato rispetto al passato).³ Sono varie le motivazioni che hanno spinto le banche a favorire le grandi State Owned Enterprise. In primo luogo esse, nel corso degli anni, hanno subito molte pressioni dai leader locali e centrali perché concedessero prestiti a condizioni favorevoli alle aziende di stato. Oltre a ciò, era diffusa la convinzione che il governo non avrebbe mai permesso che le grandi aziende statali risultassero inadempienti nei loro debiti. Tale convinzione può derivare dal fatto che molte SOE operano in un regime monopolista o di oligopolio, il che le porrebbe in una condizione economica favorevole quanto basta per ripagare i mutui. Negli ultimi anni, le aziende controllate dallo stato hanno rappresentato il 35% delle attività d'impresa, conseguendo però il 43% dei profitti totali a livello nazionale.⁴ Alcuni analisti ritengono che le banche cinesi detengano ancora oggi un enorme ammontare di crediti inesigibili non dichiarati. La principale causa di ciò potrebbe essere ricercata nella massiccia ondata di crediti bancari imposti dallo stato come stimolo per non far rallentare l'economia cinese in seguito alla crisi finanziaria globale. Nonostante ciò la redditività del settore bancario cinese risulta essere molto alta. L'indice di return on assets (ROA) delle maggiori banche commerciali cinesi è passato dallo 0,6% del 2006 al 1,4% del 2012.⁵ Bisogna comunque considerare che nel corso degli anni duemila, 1,4 trilioni di RMB di crediti non esigibili contenuti nei registri delle banche statali furono dirottati verso le Asset Management Companies. Il 79% dei profitti delle banche è generato dal margine netto d'interesse, ovvero la differenza tra gli interessi recepiti dai mutui prestati e gli interessi pagati sui depositi. Tali tassi sono possono essere definiti dalle banche solamente entro gli stretti limiti imposti dalla banca centrale cinese.

La componente straniera nel mercato bancario cinese è ancora molto ridotta. Attualmente solo il 2% dei mutui viene erogato da istituzioni bancarie estere. Mentre negli Stati Uniti, le banche straniere erogano circa il 20% del totale dei mutui. I rappresentanti delle banche estere affermano che gli organi governativi cinesi, facendo uso dei loro ampi poteri amministrativi, impediscono in vari modi la loro espansione e favorendo le banche locali.⁶ Allo stesso tempo le banche straniere non

3 ELLIOT, Douglas e YAN, Kai, *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview*, in “Brookings”, 2013, [http://www.brookings.edu/~media/Research/Files/Papers/2013/07/01%20chinese%20financial%20system%20elliott%20yan.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Research/Files/Papers/2013/07/01%20chinese%20financial%20system%20elliott%20yan/chinese%20financial%20system%20elliott%20yan.pdf), 23 Settembre 2013.

4 *Chinese SOEs report slower profit growth*, in “China.org”, 2013, http://www.china.org.cn/business/2013-05/22/content_28900920.htm, 23 Settembre 2013.

5 Kenneth, RAPOZA, *China bank regulator warns on bad loans, especially to solar sector*, in “Forbes”, 2013, <http://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2013/03/26/china-bank-regulator-warns-on-bad-loans-especially-to-solar-sector/>, 24 Settembre 2013.

6 ELLIOT, Douglas e YAN, Kai, *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview*, in “Brookings”, 2013, [http://www.brookings.edu/~media/Research/Files/Papers/2013/07/01%20chinese%20financial%20system%20elliott%20yan.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Research/Files/Papers/2013/07/01%20chinese%20financial%20system%20elliott%20yan/chinese%20financial%20system%20elliott%20yan.pdf), 23 Settembre 2013.

possono competere con le banche cinesi concedendo tassi più favorevoli sui depositi bancari in virtù dei limiti imposti dalla PBOC. Agli investitori esteri viene anche fatto divieto di acquistare quote azionarie di banche per un ammontare superiore al 20%.

Nel 2012 il mercato obbligazionario cinese ha rappresentato il 41%⁷ del prodotto in terno lordo del Paese. Tale dato riflette la situazione di sottosviluppo del mercato, soprattutto se lo si paragona al mercato americano che rappresenta il 243% del PIL.⁸ Ad oggi, il mercato dei corporate bond in Cina, nonostante nel 2012 l'emissione di nuovi titoli sia aumentata del 65% rispetto al 2011, risulta essere meno evoluto rispetto ai mercati europei o americani. Le banche statali detengono la quota più importante delle obbligazioni societarie emesse sul mercato, pari al 35%. Le banche inoltre dominano il debole mercato secondario delle obbligazioni societarie: circa il 70% del giro d'affari è effettuato dalle banche.⁹ Il mercato delle obbligazioni societarie risulta essere anche meno attivo rispetto al mercato dei titoli di stato, rappresentando meno del 30% dell'emissione totale di bond nel 2012 e circa il 16% del totale dei finanziamenti annuali ottenuti (in netto aumento rispetto al 4% del 2007).¹⁰

I mercati azionari, hanno rappresentato un'ulteriore fonte di finanziamento per le aziende cinesi (soprattutto statali). Tuttavia, anche qui sono presenti problemi tipici dell'economia cinese: il mercato è estremamente speculativo e lo stato rappresenta ancora il maggiore detentore di quote azionarie. Forse proprio a causa della forte presenza dello stato, i mercati azionari cinesi sono dominati dagli speculatori. Gli investitori infatti non potendo influenzare, tramite l'esercizio dei loro diritti di azionisti, le politiche aziendali, la distribuzione degli utili o far cambiare di proprietà l'intera società, preferiscono concentrare la loro attenzione sulle fluttuazioni dei prezzi delle azioni nel breve periodo ed ignorare il valore intrinseco dell'azienda. Al 2012 la capitalizzazione dei mercati azionari era pari al 44% del prodotto interno lordo cinese, in netta controtendenza con le economie occidentali dove, solitamente, il valore dei titoli obbligazionari è superiore di del valore dei titoli azionari. Nonostante la scala ancora relativamente ridotta dei mercati azionari cinesi (se paragonati a Wall Street), la speculazione fa sì che nel 2012, il turnover dei capitali quotati sia stato

7 *FAQ: China's Bond Market*, in "goldman sachs Global liquidity management" 2013, www.goldmansachs.com, 11 Febbraio 2013.

8 SHROUT, Kurt, *The U.S. Bond Market May Be Much Different Than You Think It Is*, in "Learn Bonds", 2013, <http://www.learnbonds.com/how-big-is-the-bond-market/>, 24 Settembre 2013.

9 Anita, DAVIS, *Building China's bond market*, in "Asia Money", 2012, <http://www.asiamoney.com/Article/3104186/Building-Chinas-bond-market.html?ArticleId=3104186>, 24 Settembre 2013.

10 Jingu, TAKESHI, *China's growing corporate bond issuance*, in "Nomura Research Institute", 2012, <http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2012/pdf/lkr2012154.pdf>, 24 Settembre 2013.

del 293% rispetto a solo il 188% dei mercati statunitensi. Questo dato risulta particolarmente impressionante se si considera che la maggior parte delle azioni quotate in Cina non sono trasferibili in quanto detenute dallo stato. Se si considera il turnover solamente delle azioni trasferibili, il valore accresce fino al 666%.¹¹ Per quanto riguarda le offerte pubbliche iniziali, nel mercato cinese, a differenza di quelli occidentali in cui le quotazioni avvengono tramite registrazione, le società per poter emettere azioni devono passare attraverso un processo di approvazione amministrativa da parte degli organi governativi. Si ritiene che tale procedimento favorisca le aziende statali, le quali godono di rapporti privilegiati con i dirigenti governativi. Tutto ciò va a discapito del settore privato.

Anche il mercato assicurativo cinese, nonostante i notevoli progressi degli ultimi anni, risulta essere ancora poco sviluppato se paragonato alla situazione statunitense. Nonostante vi siano circa 130 compagnie assicurative che operano in Cina, il mercato risulta essere molto concentrato. Le tre più grandi compagnie statali controllano circa il 70% delle assicurazioni sulla vita e sulla proprietà. In Cina il comparto assicurativo dispone di un patrimonio di circa 1,2 trilioni di Dollari pari al 14% del PIL, mentre negli Stati Uniti le assicurazioni hanno una disponibilità patrimoniale di 4,8 trilioni di Dollari pari al 30% del prodotto interno lordo.¹² I principali indicatori che rivelano l'incompleto sviluppo del mercato assicurativo cinese sono l'indice di penetrazione e densità, rispettivamente al 3,7% e 1085 RMB. In confronto gli Stati Uniti presentano un indice di penetrazione assicurativa del 7,9% e una densità di 3124 Dollari. Le compagnie assicurative cinesi investono gran parte dei capitali derivanti dai premi assicurativi in titoli di stato cinesi, obbligazioni dei governi locali e depositi bancari. A partire dal 2010 la China Insurance Regulatory Commission ha autorizzato le compagnie assicurative cinesi ad investire in titoli azionari ed altri prodotti finanziari di maggiore rischio, per un valore totale del 5% del loro patrimonio.¹³

Considerata tale situazione, possiamo dire che nonostante i notevoli progressi compiuti e le liberalizzazioni attuate, il sistema finanziario cinese non ha ancora raggiunto i livelli di sviluppo dei

11 “Zhongguo tongji nianlin 2012” 中国统计年鉴 2012 (Annuario statistico cinese 2012), in “National Bureau of Statistics of China”, 2013, http://www.stats.gov.cn/english/publications/t20121011_402841708.htm, 24 Settembre 2013.

12 “Zhongguo baoxian nianjian 2012” 中国保险年鉴 2012 (Annuario delle assicurazioni in Cina 2012), 2012, <http://www.chinabookshop.net/china-insurance-yearbook-series-1981-2011-electronic-version-p-2239.html>, 04 Settembre 2013.

13 “Zhongguo baojianhui guanyu baoxian zijin gupiao touzi youguan wenti de tongzhi” 中国保监会关于保险资金股票投资有关问题的通知 (Indicazioni della CSRC riguardo gli investimenti in titoli azionari dei capitali derivanti da premi assicurativi), in “Sina.com”, 2005, <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20050217/22381364461.shtml>, 24 Settembre 2013.

paesi occidentali. Nonostante le impressionanti statistiche dei mercati azionari e obbligazionari, che vedono un'ampia capitalizzazione e un veloce turnover, i mercati restano ancora dominati dalle istituzioni statali, che oltre a esercitare ancora un forte controllo amministrativo, ne sono gli investitori principali. Si possono considerare i mercati finanziari come uno strumento necessario messo in atto dal governo di Pechino per mostrare al mondo la modernità e lo stato di sviluppo dell'economia cinese. Fondamentalmente le grandi aziende statali non hanno mai avuto davvero bisogno di quotarsi in borsa o emettere obbligazioni per ottenere dei finanziamenti; avrebbero potuto benissimo ottenere gli stessi capitali tramite i prestiti concessi dalle banche straniere. Così facendo però il processo di miglioramento della governance e la modernizzazione delle SOE non sarebbe stato completato. Tutto ciò, ovviamente, sarebbe dovuto avvenire mantenendo un saldo controllo da parte dello stato nelle aziende strategiche.

Le agenzie di rating, una delle più importanti caratteristiche dei mercati finanziari globali, sono un ulteriore utile indicatore per misurare il grado di liberalizzazioni messe in atto in Cina. Ad oggi non si può affermare che in Cina vi sia un sistema di rating completamente libero ed efficiente. La loro utilità è stata per molti anni messa in discussione dalle autorità cinesi ed ancora oggi è difficile stabilire se i loro rating siano liberi da pressioni governative o influenzati dalla necessità delle agenzie di compiacere le aziende valutate con rating più favorevoli. Una delle principali agenzie di rating cinese, Dagong, al momento risulta essere la più votata all'espansione internazionale e allo stesso tempo l'unica tra le grandi agenzie cinesi ad non avere un partner straniero. Dato che ancora si rincorrono le voci secondo cui Dagong sarebbe controllata dal governo di Pechino, restano alcuni dubbi se la sua presenza in Europa e il suo tentativo di accedere al mercato americano (tentativo fatto fallire dalla Securities and Exchange Commission americana) non faccia parte di una più ampia strategia del governo cinese per influenzare le economie occidentali.

In ogni caso, il sistema finanziario cinese è stato di grande importanza per lo sviluppo economico cinese e mondiale. Sebbene il sistema sia vulnerabile ad una serie di rischi e vi siano ancora una serie di ambiti in cui sia la legislazione e la gestione finanziaria risultino piuttosto opachi, la finanza ha ben servito il rapido sviluppo economico della Repubblica Popolare. Nel momento in cui il Paese dovesse rallentare il suo tasso di crescita e dirigersi verso una naturale evoluzione economica che preveda una maggiore internazionalizzazione e lo sviluppo della domanda interna, il sistema finanziario sembra ben predisposto a continuare a supportare la grande economia cinese.

Elenco delle abbreviazioni

ABC: Agricultural Bank of China
ADR: American Depositary Receipt
AMC: Asset Management Company
ANP: Assemblea Nazionale del Popolo
BOC: Bank Of China
CAL: Commissione Affari Legislativi
CCB: China Construction Bank
CDB: China Development Bank
CGB: China Government Bonds
CIC: China Investment Company
CIRC: China Insurance Regulatory Commission
CITIC: China International Trust and Investment
CLA: Commission for Legal Affairs
CSRC: China Securities Regulatory Commission
FDI: Foreign Direct Investments
FEC: Finance and Economic Committee
FELG: Financial Economic Leading Group
FRB: Federal Reserve Board
GEM: Growth Enterprises Market
HKEX: Hong Kong Stock Exchange
ICBC: Industrial and Commercial Bank of China
IEAC: Issue Examination and Approval Committee
IFSWF: International Forum of Sovereign Wealth Funds
IPO: Initial Public Offering (Offerta pubblica iniziale)
LC: Law Committee
LP: Legal Person
MOF: Ministry of Finance
MOPS: Ministry of Public Security
MTN: Medium Term Notes
NAFMII: Association of Financial Markets Institutional Investors

NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NDRC: National Development and Reform Commission
NPL: Non Profitable Loans
NRSRO: Nationally Recognized Statistical Rating Organizations
NYSE: New York Stock Exchange
OTC: Over the Counter
PBOC: People's Bank Of China
PCC: Partito Comunista Cinese
PICC: People's Insurance Company of China
POLRC: Public Offering Listing Review Committee
PTC: Particular Transfer Category
RMB: Ren Min Bi, Yuan cinese
RPC: Repubblica Popolare Cinese
SASAC: State Supervision and Administration Commission
SCORES: State Commission for Restructuring the Economic Structure
SCSC: State Council Securities Commission
SCSSMO: *State Council Securities Supervision and Management Organization*
SDB: Shenzhen Development Bank
SIA: Securities Industry Association
SL: Securities Law
SOE: State Owned Enterprise
SSMC: *State Securities Management Commission*
STAQS: Securities Trading Automated Quotation System
TICS: Trust and Investment Companies

Appendice: traduzione degli articoli di legge RPC

[Pag 72] Documento n.99/1979 del Consiglio di Stato: “Al fine di permettere alle aziende e alla popolazione di ricevere risarcimenti tempestivi qualora dovessero accadere incidenti imprevisti, si predispose il ripristino del sistema assicurativo nazionale, in modo da non influenzare negativamente le finanze degli attori colpiti da eventi imprevisti. Il mercato assicurativo sarà indirizzato alle aziende produttive e al comparto delle assicurazioni sulla vita. Esso sarà progressivamente ricostruito tramite una serie di esperimenti basati sul principio di libera adesione.”

[Pag 73] Articolo 95, Insurance Law (emendamento 2009): “Il raggio d'azione di una compagnia assicurativa riguarda i seguenti ambiti:

- I. assicurazioni alle persone, incluse le assicurazioni sulla vita, sulla salute e sugli incidenti;
- II. assicurazioni sulla proprietà, incluse le assicurazioni per danni o perdite delle proprietà, assicurazioni sulla responsabilità, assicurazioni sul credito e assicurazioni sulle garanzie di titoli obbligazionari;
- III. altri settori approvati dall'autorità di supervisione sulle assicurazioni del Consiglio di Stato.

Un assicuratore non può svolgere attività di assicurazione sulla proprietà e sulla vita allo stesso tempo. Tuttavia, una compagnia di assicurazione del settore assicurativo sulla proprietà può fornire assicurazioni a breve termine sulla salute e assicurazioni sugli incidenti solo dopo aver ottenuto l'approvazione da parte dell'autorità di supervisione sulle assicurazioni del Consiglio di Stato.

Una compagnia d'assicurazione deve operare nel settore assicurativo in base ai limiti a lei concessagli dall'autorità di supervisione sulle assicurazioni del Consiglio di Stato in base alla legge.”

[Pag 74] Articolo 8, Insurance Law: “le assicurazioni, il comparto bancario, titoli finanziari e le società fiduciarie devono operare ed essere regolate separatamente. Le società assicurative devono essere create separatamente da banche ed altre società finanziarie ad eccezione di eventuali altre disposizioni di Stato.”

[Pag 111] Articolo 1, Insurance Law: “la legge è stata formulata con lo scopo di regolare le attività assicurative, proteggere i legittimi diritti e interessi delle parti coinvolte, rafforzare la supervisione e la regolamentazione dell'industria assicurativa, salvaguardare l'ordine sociale ed economico così come gli interessi sociali e pubblici e promuovere un solido sviluppo dell'industria assicurativa.”

[Pag 113] Articolo 5, Insurance Law: “le parti coinvolte nelle attività assicurative, nell'esercitare i loro diritti ed assolvere ai loro doveri, devono seguire i principi di buona fede.”

[Pag 118] Articolo 12, Legge per la procedura amministrativa della Repubblica Popolare Cinese (1989): “le corti popolari non accetteranno cause legali attuate da cittadini, persone legali o altre organizzazioni in uno dei seguenti ambiti:

- I. azioni di Stato in ambito di difesa nazionale o affari esteri;
- II. leggi e regolamenti amministrativi o decisioni ed ordini con effetto vincolante, formulati e pubblicati da organi amministrativi;
- III. decisioni di un organo amministrativo su sentenze o punizioni per il suo personale o sulla nomina o sostituzione di personale o dei loro incarichi;
- IV. specifici atti amministrativi che dovranno, come stabilito dalla legge, essere imposti da organi amministrativi.”

[Pag 122] Articolo 159 Insurance Law: “Coloro che costituiscono una compagnia assicurativa, una insurance asset management company o sono coinvolti in attività di commerci di prodotti assicurativi senza la dovuta approvazione e in violazione della legge saranno fermati dall'autorità di supervisione e amministrazione sulle assicurazioni, i loro introiti ottenuti illegalmente verranno confiscati e verrà imposta una multa compresa tra una e cinque volte l'illecito guadagno; qualora non vi siano stati guadagni ottenuti illegalmente o qualora questi fossero inferiori a duecentomila RMB, verrà imposta una multa compresa tra duecentomila e un milione di RMB.”

[Pag 132] Articolo 7 comma 1 Indicazioni a riguardo della riforma e del rafforzamento della gestione delle obbligazioni societarie del 2003 del Consiglio di Stato: “L'emittente di obbligazioni dovrà avvalersi di un'agenzia di rating qualificata che certifichi le obbligazioni societarie che verranno emesse, queste potranno essere solamente agenzie di rating che hanno emesso già rating su obbligazioni societarie a partire dall'anno 2000.”

[Pag 137] Articolo 169 Securities Law (2005): “I provvedimenti di valutazione e approvazione amministrativa per la pratica di servizi di scambio di titoli finanziari forniti da istituzioni di consulenza d'investimento, istituzioni di consulenza finanziaria, agenzie di rating, istituzioni di valutazione del patrimonio e società di revisione devono essere formulate dall'autorità regolatrice dei titoli finanziari posta al di sotto del Consiglio di Stato e dei relativi dipartimenti amministrativi.”

[Pag 139] Art. 2 Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario: “Gli istituti di rating coinvolti nel settore della valutazione del credito nei mercati finanziari (di seguito verrà citato come il *settore della valutazione dei titoli finanziari*) devono, in osservanza dei regolamenti come specificato da questa regolamentazione, fare richiesta presso la China Securities Regulatory Commission (CSRC) per ricevere la licenza ad operare nel settore della valutazione del credito. In mancanza di tale licenza emessa dalla CSRC, nessuna istituzione o individuo potrà essere autorizzato ad operare nel settore della valutazione dei titoli finanziari.”

[Pag 142] Articolo 226 Securities Law: “qualora un'istituzione di consulenza d'investimento, un'istituzione di consulenza finanziaria, un'istituzione di rating, un'istituzione di valutazione del patrimonio o una società di revisione fornisce servizi al commercio di titoli finanziari senza aver prima ottenuto la relativa approvazione, si impone di rimediare a tale situazione. I profitti ottenuti illegalmente verranno confiscati e verrà imposta una multa compresa tra uno e cinque volte gli illeciti profitti.”

[Pag 145] Articolo 12 Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario: “Nessuna attività di valutazione del credito può essere messa in atto se sussistono le seguenti relazioni di interesse tra l'istituzione di rating e l'oggetto di rating:

- I. l'attuale controllore dell'agenzia di rating è anche l'attuale controllore dell'istituzione valutata o dell'emittente di titoli finanziari;
- II. un azionista detiene allo stesso tempo più del 5% di capitale sociale sia dell'agenzia di rating che dell'istituzione valutata o dell'emittente di titoli finanziari;
- III. l'istituzione valutata o l'emittente di titoli e i loro attuali controllori detengono, direttamente o indirettamente, più del 5% del capitale sociale dell'agenzia di rating;
- IV. l'agenzia di rating e il suo attuale controllore detiene, direttamente o indirettamente, più del 5% del capitale sociale dell'emittente di titoli finanziari o di una istituzione valutata.”

[Pag 146] Articolo 13 Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione

del credito nel mercato finanziario: “Le agenzie di rating devono creare un sistema di prevenzione. Si fa divieto di presenza ai membri del comitato di valutazione dell'agenzia di rating e i professionisti del rating qualora si verificano una delle seguenti condizioni:

- I. le parti coinvolte e i loro familiari detengono più del 5% del capitale sociale di un'istituzione valutata o di un emittente di titoli finanziari, o nel caso fossero gli effettivi o controllanti dell'istituzione valutata o dell'emittente di titoli finanziari;
- II. le parti coinvolte coinvolti e i loro familiari ricoprono la posizione di direttore, supervisore o dirigenti anziani dell'istituzione valutata o dell'emittente di titoli finanziari;
- III. le parti coinvolte e i loro familiari ricoprono la posizione di direttore o firmatario di progetto, includendo anche le società di revisione contabile, società di consulenza finanziaria o legale ingaggiate dall'istituzione valutata o dall'emittente di titoli finanziari;
- IV. le parti coinvolte e i loro familiari detengono titoli finanziari per un valore superiore a cinquecentomila RMB emessi dall'istituzione valutata, o hanno intrattenuto con l'istituzione valutata o l'emittente di titoli finanziari rapporti d'affari per un ammontare superiore ai cinquecentomila RMB.”

[Pag 147] Articolo 36 Articolo 13 Regolamentazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario: “Qualora un'agenzia di rating o uno qualsiasi dei suoi dipendenti non presti l'adeguata diligenza nello svolgere i propri compiti ed emetta documentazioni contenenti false informazioni, affermazioni fuorvianti o grosse omissioni, la situazione sarà gestita in base all'articolo 223 della Securities Law.”

[Pag 148] Articolo 223 Securities Law: “qualora un'istituzione di servizi al commercio di titoli finanziari non compia i propri doveri diligentemente e in modo premuroso e formuli e produca documentazioni contenenti informazioni false, affermazioni fuorvianti, o gravi omissioni, si impone che la situazione sia corretta, si impone che vengano confiscati i profitti, che venga revocata la licenza temporaneamente o permanentemente e si impone una multa compresa tra uno e cinque volte i profitti. Alla persona direttamente in carica e alle persone direttamente coinvolte sarà inviato un avvertimento disciplinare, verrà revocata la loro qualifica di professionisti del settore finanziario e verrà loro imposta una multa compresa tra trentamila RMB e centomila RMB.”

Lista delle figure

Numero	Pagina	Immagine	Fonte
1	5	Li Peng visita lo Stock Exchange di Shanghai nel Novembre 1991	“Li Peng zai Shanghai kaocha zhengquanjiaoyisuo” 李鹏在上海考察证券交易所 (Li Peng ispeziona la Borsa di Shanghai), in “Renminwan”, 2008, http://www.people.com.cn/GB/historic/1121/3965.html , 23 Maggio 2013.
2	13	Azioni trasferibili in proporzione al totale delle azioni	GREEN, Stephen, <i>China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects</i> , Londra, Exmonth House, 2003.
3	16	Mercati azionari cinesi dal 1993 al 2008	ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, <i>Zhongguo jinrong tixi 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese)</i> , Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010.
4	33	Capitalizzazione dei mercati azionari cinesi, 1992-2002	GREEN, Stephen, <i>China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects</i> , Londra, Exmonth House, 2003.
5	34	I mercati azionari cinesi a confronto con gli stock markets di altri Paesi in via di transizione	GREEN, Stephen, <i>China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects</i> , Londra, Exmonth House, 2003.
6	37	Capitali raccolti tramite offerte pubbliche iniziali nei mercati azionari A e B, 1991-2002	GREEN, Stephen, <i>China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects</i> , Londra, Exmonth House, 2003.
7	42	Società non statunitensi quotate presso il New York Stock Exchange, Giugno 2002	GREEN, Stephen, <i>China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects</i> , Londra, Exmonth House, 2003.
8	45	Indice USB Warburg	GREEN, Stephen, <i>China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects</i> , Londra, Exmonth House, 2003.
9	50	Categoria azionarie nei mercati cinesi, Dicembre 2002	GREEN, Stephen, <i>China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects</i> , Londra, Exmonth House, 2003.
10	51	Tasso di crescita del PIL cinese (%)	Indexmundi.com
11	53	Stock Markets capitalisation (in miliardi di Dollari).	<i>2012 Market capitalisation trend</i> , in “World Federation of Exchanges”, 2013, http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_january.pdf , 9 Luglio 2013.
12	53	Numero di società quotate.	<i>2012 Market capitalisation trend</i> , in “World Federation of Exchanges”, 2013, http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_january.pdf , 9 Luglio 2013.
13	54	Stock prices in China.	Chengsi, ZHANG et alii, “Financial Crisis, Monetary Policy, and

- Stock Market Volatility in China”, *Annals of economics and finance*, 12, 2, 2011, pp. 371-388.
- 14 57 Indice CSI Shanghai e tasso di cambio Dollaro/RMB WALTER, Carl e HOWIE, Fraser, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordianry Rise*, Singapore, Wiley, 2012.
- 15 59 Investitori strategici nelle offerte pubbliche iniziali presso lo Shanghai Stock Exchnge WALTER, Carl e HOWIE, Fraser, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordianry Rise*, Singapore, Wiley, 2012.
- 16 66 Rendimenti in base a rating WALTER, Carl e HOWIE, Fraser, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordianry Rise*, Singapore, Wiley, 2012.
- 17 67 Rendita dei titoli di stato e interessi pagati sui conti corrente Charts: *Chinese government bonds*, in “Also Sprach Analyst”, 2012, <http://www.alsosprachanalyst.com/markets/charts-chinese-government-bonds.html>, 26 Giugno 2013.
- 18 68 Effettivi rendimenti in base al rating WALTER, Carl e HOWIE, Fraser, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordianry Rise*, Singapore, Wiley, 2012.
- 19 69 Investitori nei mercati obbligazionari cinesi *Asia Bond Monitor Aprile 2012*, in “Asia Bonds Online”, 2012, http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_apr_2012.pdf, 3 Agosto 2013.
- 20 76 Introiti dei premi assicurativi dal 1980 al 2008 ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese)*, Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010.
- 21 77 Densità assicurativa in Cina (\$) GAO, Eric, *Market presenttion China*, in “Lloyd's”, 2013, http://www.lloyds.com/~media/Files/The%20Market/Tools%20and%20resources/New%20Market%20Intelligence/Market%20Presentations/Asia%20Pacific/cn_mi_2013_01_31_MARKET_PRESENTATION.pdf, 04 Settembre 2013.
- 22 77 Penetrazione assicurativa in Cina (%) GAO, Eric, *Market presenttion China*, in “Lloyd's”, 2013, http://www.lloyds.com/~media/Files/The%20Market/Tools%20and%20resources/New%20Market%20Intelligence/Market%20Presentations/Asia%20Pacific/cn_mi_2013_01_31_MARKET_PRESENTATION.pdf, 04 Settembre 2013.
- 23 84 Punteggi fondi sovrani Edwin, TRUMAN, *The Management of China's International Reserves: China and a SWF Scoreboard*, in “Institute for International Economics”, 2007, <http://www.iie.com/publications/papers/truman1007.pdf>, 22 Luglio 2007.

- | | | | |
|----|----|---|--|
| 24 | 96 | Portfolio d'investimento globale delle China Investment Company | China Investment Corporation, Annual report 2008 e 2009, Pechino. |
| 25 | 97 | Indice di trasparenza China Investment Company | <i>Fund rankings</i> , in “Sovereign Wealth Fund Rankings”, 2013, http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/ , 23 Marzo 2013. |

BIBLIOGRAFIA

#

2011 nian niandu baogao 2011 年年度报告 (Report annuale 2011), in “China investment Corporation, 2012, http://www.china-inv.cn/include/resources/CIC_2011_annualreport_cn.pdf, 15 Marzo 2013.

2012 Market capitalisation trend, in “World Federation of Exchanges”, 2013, http://www.world-exchanges.org/files/focus/pdf/focus_january.pdf, 9 Luglio 2013.

A

Asia Bond Monitor 2005, in “Asia Bonds Online”, 2005, asianbondsonline.adb.org, 15 Giugno 2013.

Asia Bond Monitor Aprile 2012, in “Asia Bonds Online”, 2012, http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_apr_2012.pdf, 3 Agosto 2013.

Asia Bond Monitor Novembre 2005, in “Asia Bonds Online”, 2005, http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_nov2005.pdf, 7 Settembre 2013.

ALLEN, Franklin et Alii, *China's Financial System: Opportunities and Challenges*, in “SSRN”, <http://www.nber.org/papers/w17828>, 24 Febbraio 2012.

ALLEN, Franklin et Alii, *The IPO of Industrial and Commercial Bank of China and the ‘Chinese Model’ of Privatizing Large Financial Institutions*, in “Wharton University of Pennsylvania”, 2012, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/12/12-03.pdf>, 8 Agosto 2013.

ALLEN, Franklin et Alii, *The Initial Public Offering of the Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)*, in “Wharton University of Pennsylvania”, 2012, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/ICBC-Final-27nov11.pdf>, 8 Agosto 2013.

ALTMAN, Edward e SAUNDERS, Antony, “The Role of Credit Ratings in Bank Capital”, in Richard Levich (a cura di), *Ratings, rating agencies and the global financial system*, Norwell – Massachussets, Kluwer Academic Publisher, 2002, pp. 99-116.

“ADB's first RMB bond listed on HK”, *China Daily*, 23 Ottobre 2010.

Asian Development Bank, *ASEAN+3 Bond Market Guide*, Mandaluyong City, Asian Development Bank, 2012.

ALLEN, Franklin et Alii, “China's Financial System: Past, Present, and Future”, in Loren Brandt (a

cura di), *The Transition that Worked: Origins, Mechanism, and Consequences of China's Long Boom*, Pittsburgh, National Science Foundation, 2001.

AMPALAVANAR-BROWN, Rajeswari, "Overseas Chinese Investments in China - Patterns of Growth, Diversification and Finance: The Case of Charoen Pokphand", *The China Quarterly*, 155, 1998, pp. 610-636.

Annual Report 2011, 2011, <http://124.207.2.248/Upload/GLN20120328040.pdf>, 25 Giugno 2013.

AGLIETTA, Michel, *Developing the bond market in China: The next step forward in financial reform*, in "Hong Kong Institute for monetary research", 2005, http://www.hkimr.org/uploads/seminars/192/sem_paper_0_220_aglietta-paper070320.pdf, 11 Luglio 2013.

B

Baoxian hangye wenhua 保险行业文化 (Documento di settore assicurativo), in "China Insurance Regulatory Commission", 2013, <http://www.circ.gov.cn/Portals/0/Containers/2012confnews/%E4%BF%9D%E9%99%A9%E8%A1%8C%E4%B8%9A%E6%96%87%E5%8C%96%E6%89%8B%E5%86%8C.pdf>, 3 Settembre 2013.

BHALA, Raj, *Enter the Dragon: An Essay on China's WTO Accession Saga*, Washington, American University, 2000.

BOTTELIER, Pieter, *Chinas's emerging domestic debt markets: facts and issues*, in "Stanford Center for Research on Economic Development", 2004, <http://scid.stanford.edu/>, 22 Febbraio 2013.

Brief Review of the Development of China's Capital Markets, in http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/200911/P020091103520222505841.pdf. In "CSRC", 14 Aprile 2013.

BIAN, Ji, *China's National People's Congress System: A Brief Introduction*, in "China US Focus", 2011, <http://www.chinausfocus.com/>, 19 Aprile 2013.

BIAN Cheng 边程, "Cong faxingzheti kan woguo qiye zhaiquan shichang de fazhan" (从发行主体看我国企业债券市场的发展), *Zhongguo jingmao daokan*, 15, 9, 1998, pp. 34-35.

BIGLAISER, Glen, BROWN, David, "The Determinants of Privatization in Latin America", *Political Research Quarterly*, 56, 1, 2003, pp. 77-89.

BURGER, John et Alii, "Emerging Local Currency Bond Markets", *Financial Analysts Journal*, 68, 4, 2012.

C

- CALOMIRIS, Charles, *China's financial transition at a crossroads*, New York, Columbia University Press, 2007.
- CAI, CAI et Ali, *The Effect of Microinsurance on Economic Activities: Evidence from a Randomized Natural Field Experiment*, in “Pennsylvania University”, 2012, <http://www.sas.upenn.edu/~hfang/WorkingPaper/sow/restat-revise-3.pdf>, 04 Settembre 2012.
- China's credit spotlight 2012*, Standard & Poors, 2012, www.standardandpoors.com, 3 Febbraio 2013.
- China: the concept of total social financing*, in “JP Morgan”, 2013, <https://markets.jpmorgan.com/research/EmailPubServlet?action=open&hashCode=haurd9nr&doc=GPS-1060091-0>, 24 Settembre 2013.
- “China to Sell Bonds in Japan”, *The New York Times*, 18 Agosto 1981.
- CANDANCE, Archer et Alii, “Sovereign Bonds and the "Democratic Advantage": Does Regime Type Affect Credit Rating Agency Ratings in the Developing World?”, *International Organization*, 61, 2, pp. 341-365
- CANTOR, Richard, PACKER, Frank, “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”, *Economic Policy Review*, 2 2, 1996, pp. 37-53.
- CARRARRETTO, Miriam, *Arriva Dagong, l'agenzia di rating che parla cinese*, in “L'Indro”, 2013, <http://www.lindro.it/economia/2013-06-12/86716-arriva-dagong-lagenzia-di-rating-che-parla-cinese>, 09 Settembre 2013.
- COMEFORD COOPER, Mary, *Local governments and the Chinese stock market*, in “Asia/pacific Research Center”, 2003, <http://APARC.stanford.edu>, 15 Maggio 2013.
- Congshi Zhengquan Shichang Zixin Pingji Yewu de Zixin Pingji Jigou Mingdan (Jiezhi 2008 nian 12 Yue 31 Ri)* 从事证券市场资信评级业务的资信评级机构名单（截至 2008 年 12 月 31 日）(Lista degli istituti di valutazione del credito al 31 Dicembre 2008), in “China Securities Regulatory Commission”, 2009, http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306205/200804/t20080430_23237.htm, 27 Agosto 2013.
- COFFEE, John, *Gatekeepers: the professions and the corporate governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006.
- CHEN, Minghsien e GAU, Yingfeng, *The Role of Issuers' Credit Ratings in Warrants Pricing Errors*, in “National Taiwan University College of Management”, 2010, <http://exp.management.ntu.edu.tw/Fin>, 30 Maggio 2013.

- CHEN Huaihai 陈怀海, “Zhongguo zixin pingjiye: fanrong yu yinyou” 中国资信评级业: 繁荣与隐忧 (Il settore del rating in Cina: prosperità e preoccupazioni), *Yinhangjia*, 11, 18, 2003, pp. 70-73.
- CAI, Zhuang e Wheale, Peter, “The new capital accord and the chinese banking industry”, university of Westminster, *Journal of Banking Regulation*, 8 (3). pp. 262-289.
- CHEN, Hong, *Fostering the Asian bond market: challenges and options faced by China*, in “Research Gate”, 2004, http://www.researchgate.net/publication/228364917_Fostering_the_Asian_bond_market_Challenges_and_options_faced_by_China, 4 Marzo 2013.
- CHEN, Zhiwu, *Stock Market in China's Modernization Process - Its past, present and future prospects*, in “Yale School of Management”, 2006, www.ckgbs.edu.cn. 6 Aprile 2013.
- CHAN, Christine, *Insurance regulator shows teeth in crackdown*, in “South China Morning Post”, 2012, <http://www.scmp.com/article/296574/insurance-regulator-shows-teeth-crackdown>, 02 Settembre 2013.
- CHI, Weihuang, *Worldwide Corporate Governance Convergence within a Pluralistic Business Legal Order – Company Law and Independent Director System in Contemporary China*, 2007, http://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CDkQFjAA&url=http%3A%2F%2Fworks.bepress.com%2Fcontext%2Fchi_wei_huang%2Farticle%2F1000%2Ftype%2Fnative%2Fviewcontent&ei=DbI0Us7mFcajhgel44DoDA&usq=AFQjCNFQOnr2UYGxE1rMo6KxyITAiaCICg&sig2=T2ler77mgvIaZ5xEISraaw&bvm=bv.53537100,d.bGE, 21 Marzo 2013.
- China Securities Regulatory Commission Annual report 2011*, in “CSRC”, 2012, http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/about/annual/, 18 Maggio 2013.
- Construction Bank raises 8 b dollars in IPO*, in “China Daily”, 2005, http://www.chinadaily.com.cn/english/doc/2005-10/21/content_486689.htm, 8 Agosto 2013.
- China Stock market in a global perspective*, in “Dow Jones Indexes”, 2002, 7 Giugno 2013.
- China Economic Outlook*, in “International Monetary Fund”, 2012, www.imf.org, 15 Giugno 2013.
- China's Capital Markets - The changing landscape*, in “KPMG”, 2011, <http://www.kpmg.com/cn/en/issuesandinsights/articlespublications/pages/china-capital-markets-ftse-201106.aspx>, 30 Marzo 2013.
- China capital markets development report, in “China Securities Regulatory Commission”, 2008, http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/, 16 Aprile 2013.
- China's securities and futures markets*, in “China Securities Regulatory Commission”, 2007,

http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/200812/P020090225568827507804.pdf, 19 Giugno 2003.

CASSOLA, Nino e PORTER, Nathan, *Understanding Chinese Bond Yields and their Role in Monetary Policy*, 2011, http://www.hkimr.org/uploads/conference_detail/31/con_paper_0_1087_nathan-porter.pdf, 11 Luglio 2013.

D

Developing corporate bond markets in Asia, in “Bank for International Settlements”, 2006, www.bis.org, 25 Febbraio 2013.

Dagong Global Credit Rating, in “Seton Hall University”, 2013, <http://www.shumun.com/files/2013/04/BG-Dagong-Global-Credit-Rating.pdf>, 09 Settembre 2013.

DARRAT, Ali F et Alii, *On the Chinese B-Share Price Discount Puzzle: Some New Evidence*, 2003, <http://www.sciencedirect.com>, 15 Giugno 2013.

DAVIS, Anita, *Building China's bond market*, in “Asia Money”, 2012, <http://www.asiamoney.com/Article/3104186/Building-Chinas-bond-market.html?ArticleId=3104186>, 24 Settembre 2013.

DE BONDT, Gabe J et Alii, *Booms and Busts in China Stock market*, in “European Central Bank”, 2010, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwp/cebwp1190.pdf>, 4 Maggio 2013.

DELA CRUZ, Ramoncito, “China fosters demand for corporate bonds”, *Wall Street Journal*, 5 Giugno 2003.

DETRIXHE, John, *U.S. Loses AAA Credit Rating as S&P Slams Debt Levels*, Political Process, in “Bloomberg”, 2011, <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-06/u-s-credit-rating-cut-by-s-p-for-first-time-on-deficit-reduction-accord.html>, 11 Settembre 2013.

DOBBS, Richard, *China's rising stature in global finance*, in “McKinsey”, 2013, http://www.mckinsey.com/insights/winning_in_emerging_markets/chinas_rising_stature_in_global_finance, 07 Agosto 2013.

DOWDLE, Michael, “The Constitutional Development and Operations of the National People's Congress”, *Columbia Journal of Asian Law*, 11, 1, pp. 1-125.

E

EBENROTH, Carsten Thomas e DILLON, Thomas, “The International Rating Game: An Analysis

of the Liability of Rating Agencies in Europe, England, and the United States”, *Law and Policy in International Business*, 24, 3, 1993.

ELLIOT, Douglas e YAN, Kai, *The Chinese Financial System: An Introduction and Overview*, in “Brookings”, 2013, <http://www.brookings.edu/~media/Research/Files/Papers/2013/07/01%20chinese%20financial%20system%20elliott%20yan/chinese%20financial%20system%20elliott%20yan.pdf>, 23 Settembre 2013.

ESMA approves Dagong Europe as a credit rating agency, in “European Securities Markets Authority”, 2013, http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-700_esma_approves_dagong_europe_as_a_credit_rating_agency.pdf, 09 Settembre 2013.

F

FUNG, Hunggay, “A Rise of Capitalism in China”, *Chinese Business Review*, 2, 1, 2003 Volume 2, pp. 1-7.

FAISON, Seth, “Trader Sentenced in China Bond Scandal”, *The New York Times*, 4 Febbraio 1997.

FERRI, Giovanni, *Banking in the People’s Republic of China: Are New Tigers Supplanting Old Mammoths?*, in “Econstor”, 2005, www.econstor.eu, 26 Marzo 2013.

FERRI, Giovanni et Alii, “The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis”, *Economic Notes* 28, 3, 1999, pp. 335-355.

FAN, Joseph et Alii, *Capitalizing China*, in “National Bureau of Economic Research”, 2011, <http://www.nber.org/papers/w17687>, 13 Maggio 2013.

FANG, Hanming, *Insurance Markets in China*, in “University of Pennsylvania”, 2013, <http://www.sas.upenn.edu/~hfang/publication/chinainsurance/Fang%20Hanming%20insurance%20markets%20in%20China%20shortened%20final.pdf>, 04 Settembre 2013.

FELLMAN, Joshua, *China's Dagong lowers U.S. Credit rating on Fed monetary policy*, in “Bloomberg”, 2010, <http://www.bloomberg.com/news/2010-11-09/china-s-dagong-downgrades-u-s-to-a-on-quantitative-easing-xinhua-says.html>, 09 Settembre 2013.

FERRI, Giovanni et alii, *The role of rating agency assessments in less developed countries: impact of the proposed base guidelines*, in “The World Bank”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=630741, 9 Aprile 2013.

FAQ: *China’s Bond Market*, in “goldman sachs Global liquidity management” 2013, www.goldmansachs.com, 11 Febbraio 2013.

FRIEDEN, Jeffrey, *Debt, Development, and Democracy: Modern Political Economy and Latin*

America, 1965-1985. Princeton, Princeton University Press, 1991.

FAN, Joseph, *Institutions and Foreign Direct Investment: China versus the Rest of the World*, in “Elsevier”, 2009, www.elsevier.com/locate/worlddev, 19 Giugno 2013.

G

GAO, Eric, *Market presentation China*, in “Lloyd's”, 2013, http://www.lloyds.com/~media/Files/The%20Market/Tools%20and%20resources/New%20Market%20Intelligence/Market%20Presentations/Asia%20Pacific/cn_mi_2013_01_31_MARKET_PRESENTATION.pdf, 04 Settembre 2013.

GAO, Sheldon, *China stock market in a global perspective*, in “New York University Stern School of Business”, 2002, <http://people.stern.nyu.edu/jmei/b40/ChinaIndexCom.pdf>, 13 Aprile 2013.

GREEN, Stephen, *China's Stockmarket: A Guide to Its Progress, Players and Prospects*, Londra, Exmonth House, 2003.

GREEN, Stephen, *Better than a casino: Some good news from the frontline of China's capital market reforms*, in “Royal Institute of International Affairs”, 2003, <http://www.chathamhouse.org/publications/papers/view/107713>, 13 Aprile 2013.

GREEN, Stephen, *Development of China's Stockmarket, 1984-2002*, Londra, Routledge Curzon, 2004.

GREENLEES, Donald, “PetroChina shares triple value in record IPO”, *The New York Times*, 5 Novembre 2007.

GAO, Jian, *China's debt markets*, Singapore, Wiley, 2007.

GROENWOLD, Nicolaas et Alii, *The Chinese Stock Market, Efficiency, Predictability and Profitability*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2004.

GARCIA-HERRERO, Alicia et Alii, “China's Banking Reform: An Assessment of its Evolution and Possible Impact”, *CESifo Economic Studies*, Vol. 52, 2/2006, pp. 304-363.

GIARDIN, Eric e LIU, Zhenya, “The Chinese Stock Market: A Casino with ‘Buffer Zones’?”, *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 1, 1, 2003, pp. 57–70.

GODDARD, Sarah, *Sedgwick (China) Ltd suspended from trading*, in “Business Insurance”, 1999, <http://www.businessinsurance.com/article/19990523/ISSUE0101/1000448#>, 02 Settembre 2013.

GORDON, Clark e ASHBY, Monk, *Nation-state Legitimacy, Trade, and the China Investment Corporation*, in “Social Science Research Network”, 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1582647, 22 Luglio 2013.

- GREEN, Stephen e LIU, Ti, *China's Informal Stock Market: How it developed, how it works and how it might grow*, in “Social Science Research Network”, 2003, www.ssrn.com/abstract=504043, 21 Febbraio.
- GREEN, Stephen, *Drafting the Securities Law - The role of the National People's Congress in creating China's new market economy*, in “Chatam House”, 2003, <http://www.chathamhouse.org/publications/papers/view/107625>, 22 Marzo 2013.
- GREEN, Stephen, *Equity politics and market institutions: the development of stock exchange governance in China, 1984-2003*, in “Social Science Research network”, 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=509342, 23 Febbraio 2013.
- GREEN, Stephen, *Equity politics and market institutions: the development of stock market policy and regulation in China, 1984-2003*, in “Social science research network”, 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=509342, 22 Marzo 2013.
- GUAN, Scott Yunxiang, *China's telecommunications reforms: from monopoly towards competition*, New York, Nova Science Publisher, 2003.
- Guojia fazhan gaige wei guanyu jinyibu gajin he jiaqiang qiye zhaiquan guanligongzuo de tongzhi* 国家发展改革委关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知 (Indicazioni della State Development and Reform Commission a riguardo della riforma e del rafforzamento della gestione delle obbligazioni societarie), in “Liaoning Provincial Development and Reform Commission”, http://www.lndp.gov.cn/Article_Show.asp?ArticleID=361, 06 Settembre 2013.
- Guowuyuan Guanyu Tuijin Ziben Shichang Gaige Kaifang he Wending Fazhan de Ruogan Yijian* 国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见 (Opinioni del Consiglio di Stato nel promuovere la riforma, l'apertura e la stabile crescita del mercato dei capitali), in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2004, http://www.gov.cn/gongbao/content/2004/content_63148.htm, 27 Agosto 2013.
- Guowuyuan guanyu baoxianye gaige fazhan de ruogan yijian* 国务院关于保险业改革发展的若干意见, in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2006, http://www.gov.cn/zwggk/2006-06/26/content_320050.htm, 03 Settembre 2013.

H

- HARDING, “China Suspends Sedgwick for Three Months”, *Financial Times*, 14 Maggio 1999.
- HE Minhua 何敏华, “Duanqi rongzi quan xinyong pingji gongzuo cunzai de jige wenti” 短期融资券信用评级工作存在的几个问题 (Alcuni problemi irrisolti nel campo del rating dei prodotti finanziari a breve termine), in *Zhonguo Jinrong*, 56, 57, 2007.

HUANG, Yasheng et alii, "Financial Sector Reform in China", *The China Journal*, 56, 2006, pp. 208-210.

HU, Shen e FEI, Zheng, *For Government Bonds, It's Back to the Futures*, in "Caixin Online", 2012, <http://english.caixin.com/2012-03-22/100371746.html>, 26 Maggio 2013.

HU, Yuanyuan, *China's insurance premiums rose in 2012*, in "China Daily", 2013, http://www.chinadaily.com.cn/business/2013-01/23/content_16166628.htm, 31 Agosto 2013.

HARWIT, Eric e CLARK, Duncan, "Evolution of Political Control over Network Infrastructure and Content", *Asian Survey*, 41, 3, 2001, pp. 377-408.

I

International debt statistics 2013, in "World Bank", 2013, <http://data.worldbank.org/sites/default/files/ids-2013.pdf>, 24 Agosto 2013.

Zhengquan shichang zixin pingji yewu guanli zanzing banfa 证券市场资信评级业务管理暂行办法 (Legislazione temporanea per la gestione del settore della valutazione del credito nel mercato finanziario), in "China Securities Regulatory Commission", 2007, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxb/gszq/200709/t20070920_69587.htm, 27 Agosto 2013.

J

JEFFREY, Thomas, "The Role and Powers of the Chinese Insurance Regulatory Commission in the Administration of Insurance Law in China", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 27, 3, 2002, pp. 413 – 434.

JIA, Chen, THOMAS, Stephen, "National Financial Work Conference", *The China Business Review*, 35, 2, 2008.

"Jidongche jiaotongshigu zeren qiangzhi baoxian tiaoli" 机动车交通事故责任强制保险条例 (ordinanza per l'assicurazione obbligatoria per la responsabilità civile per gli incidenti con veicoli a motore), in "The Central People's Government of the People's Republic of China), 2012, http://www.gov.cn/zwggk/2012-04/30/content_2125893.htm, 04 Settembre 2012.

JIANG, Bingbing et Alii, *Share reform and the performance of China's listed companies*, in "University of Queensland", 2007, http://www.uq.edu.au/economics/eaerg/dp/EAERG_DP10.pdf, 10 Aprile 2013.

JIA, Jin, "Privatization through an Overseas Listing: Evidence from China's H-Share Firms", *Financial Management*, 34, 3, 2005, pp. 5- 30.

JONES, Michael, *Creative Accounting, Fraud and International Accounting Scandals*, Londra,

Wiley,2010.

K

- KAMINSKY, Graciela, SCHUMUKLER, Sergio, “Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?”, *World Bank Economic Review*, 16, 2, 2002, pp. 171-195.
- KENNEDY, Scott, “China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority”, *The China Quarterly*, 193, 3, 2008, pp. 65–83
- KENNEDY, Scott, “China’s credit rating agencies struggle for relevance”, *The China Business Review*, 12, 2003, 36-40.
- KOEPP, Robert, *Betting on China*, Singapore, Wiley, 2012.
- KRAUSE BELL, Susan e CHAO, Howard, *The Financial System in China: Risks and Opportunities Following the Global Financial Crisis*, in “O'Melveny & Myers”, 2010, www.omm.com, 12 Marzo 2013.
- KLEINBROD, Annette, *The Chinese capital market*, New York, Springer, 2006.

L

- LAGUE, David, “Bank of China I.P.O. Raises \$9.7 Billion”, *International Herald Tribune*, 24 Maggio 2006.
- LANCASTER, Ian, *Insurance law commentary*, in “Chubb Group of Insurance Company”, 1995, <http://www.chubb.com/>, 31 Agosto 2013.
- LEUNG, Erika et Al., *Financial Reform and Corporate Governance in China*, in “MIT Sloan School of Management”, 2013, <http://mitsloan.mit.edu/>, 28 Marzo 2013.
- LEE, Ruben, *Running the World's Markets*, Princeton, Princeton University Press, 2010.
- LEE, Jane, “Credit raters in China take generous view”, *Wall Street Journal*. March 22, Gennaio, 2006.
- 李璋喆 LI, Zhangzhe, “Mimi de Xizhimen huiyi” 秘密的西直门会议 (I segreti della conferenza di Xizhimen), *中国证券报 China Securities Journal*, 28 Dicembre 2010, p. 6.
- LENG, Jing, *China's Banking Reform in the Context of Globalization and Transition*, in “Kluwer Law International”, 2006, <http://www.kluwerlawonline.com/productinfo.php?pubcode=EULR>, 18 Febbraio 2013.
- LI, Hong, *China's stock market reforms and its international stock market linkages*, in “Kingston University”, 2011, <http://eprints.kingston.ac.uk/19205/>, 29 Marzo 2013.

- Li Peng zai Shanghai kaocha zhengquanjiaoyisuo* 李鹏在上海考察证券交易所 (Li Peng ispeziona la Borsa di Shanghai), in “Renminwan”, 2008, <http://www.people.com.cn/GB/historic/1121/3965.html>, 23 Maggio 2013.
- Alan LIU, *Southern Excursion Talks (Deng Xiaoping, 1992)*, in “Encyclopedia of Contemporary Chinese Culture”, 2011, [http://contemporary_chinese_culture.academic.ru/718/Southern_Excursion_Talks_\(Deng_Xiaoping,_1992\)](http://contemporary_chinese_culture.academic.ru/718/Southern_Excursion_Talks_(Deng_Xiaoping,_1992)), 17 Febbraio 2013.
- LARDY, Nicholas , “Economic Engine? Foreign Trade and Investment in China”, *The Brookings Review*, 14, 1, 1996, pp. 10-15.
- LINDORFF, David, *Playing a risky games with «Red Chips»*, in “Business Week”, 1997, <http://www.businessweek.com/1997/14/b3521169.htm>, 24 Giugno 2013.
- LI, Heng, *Billionaire Entrepreneur Missing, Wrapped in Tax Scandal*, in “People Daily”, 2002, http://english.peopledaily.com.cn/200207/12/eng20020712_99582.shtml, 27 Giugno 2013.
- LIANG, Jun, *Dagong defends its rating on the Ministry of Railways*, in “People's Daily”, 2011, <http://english.people.com.cn/90882/7568385.html>, 24 Settembre 2013.
- LUBMAN, Stanley, *Bird in a Cage: legal reform in China after Mao*, Stanford, Stanford University Press, 1999.
- LUBMAN, Stanley, “The WTO Debate: Chinese Justice on Trial”, *Asian Wall Street Journal*, 9 Maggio 2000, p. 10.

M

- MC PEARSON, Margaret, “The business of governing business in China”, *World Politics* 57 2005, 296–322
- MOK, Henry e YAO, Frank, “Joint-Stock Companies and the PRC Stock Markets” , *Asian Affairs, an American Review*, 20, 3, 1993, pp. 123-141
- MC GREGOR, Richard, “PBoC considers Huijin overhaul”, *Financial Times*, 23 Ottobre 2006.
- MA, Shu, “China's Privatization: From Gradualism to Shock Therapy?”, *Asian Survey*, 48, 2 2008, pp. 199-214 .
- MARTIN, Michael, *China's Sovereign Wealth Fund: Developments and Policy Implications*, in “Federation of American Scientists”, 2010, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41441.pdf>, 1 Luglio 2013.
- MASON, Jeff, *Obama Says Concerned about Sovereign Wealth Funds*, in “ Reuters”, 2008, <http://www.reuters.com/article/2008/02/08/us-usa-sovereignwealth-obama-idUSN0742347120080208>, 28 Febbraio 2013.

MONSTROUS, Yannis, *The rise of the state*, New Jersey, Pearson Education Inc, 2011, p. 56.

MORRISON, Wayne e LABONTE, Mark, *China's Holdings of U.S. Securities: Implications for the U.S. Economy*, in "Federation of American Scientists", 2012, <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34314.pdf>, 1 Luglio 2013.

N

NAUGHTON, Berry, "Claiming Profit for the State: SASAC and the Capital Management Budget", *China Leadership Monitor*, No. 18, 2006.

NAUGHTON, Berry, "SASAC and Rising Corporate Power in China", *China Leadership Monitor*, No. 24, 2008

NEFTCI, Salih e YUAN, Michelle, *China's Financial Markets*, San Diego, Elsevier Academic Press, , 2007.

NAUGHTON, Berry, "The Politics of the Stock Market", *China leadership monitor*, 3, 2002.

NAUGHTON, Berry, "Financial Reconstruction: Methodical Policymaking Moves into the Spotlight", *China leadership monitor*, 10, 2004.

NAUGHTON, Berry, *The chinese economy – transition and growth*, Londra, The MIT Press, 2007.

O

O'BRIEN, Kevin, *Reform without Liberalization: China's NPC & the Politics of Institutional Change*, New York, Cambridge University Press, 1990.

Order denying application for registration a a nationally recognized statistical rating organization, in "United States Securities and Exchange Regulatory Commission", 2010, <http://www.sec.gov/litigation/opinions/2010/34-62968.pdf>, 09 Settembre 2013.

OU, Zhiwei 欧志伟 e Lingling Zhang 张令铃, 2002 *Yuandong qiye zixin pingji baogao jingyao* 2002 远东企业资信评级报告精要 (Sommari generale del settore delle agenzie di rating nell'estremo oriente), Shanghai, East China Normal University Press, 2003,

P

PARTNOY, Frank, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, Washington, Washington University, 1999.

PHILIPS, Matt, *Chinese Credit Rater Downgrades U.S.*, in "The Wall Street Journal", 2010, <http://blogs.wsj.com/marketbeat/2010/11/09/chinese-credit-rater-downgrades-us/>, 10 Settembre 2013.

People's Republic of China: Financial System Stability Assessment, in "International Monetary

- Fund”, 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11321.pdf>, 2 Agosto 2013.
- PLUMB, Christian, *China Investment Corp buys \$5 bln in M. Stanley units*, in “Reuters”, 2007, <http://www.reuters.com/article/2007/12/19/morganstanley-china-idUSN1957628320071219>, 26 Marzo 2013.
- POON, Winnie e CHAN, Kam, *An empirical examination of the Informational Content of Credit Ratings in China*, in “Elsevier Inc”, 2007, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296307002561>, 01 Febbraio, 2013.
- POON, Winnie, CHAN, Kam e FIRTH, Michael, *Does Having a Credit Rating Leave Less Money on the Table When Raising Capital? A Study of Credit Ratings and Seasoned Equity Offerings in China*, in “Elsevier”, 2012, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X12000789>, 22 Marzo 2013.
- POON, Winnie et Ali, “Red chips or H shares: which China-backed securities process information the fastest?”, *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 2000, pp. 315-343.
- People’s Republic of China: Financial System Stability Assessment*, in “International Monetary Fund”, 2011, <http://www.imf.org>, 5 Marzo 2013.
- PISTOR, Katharina e XU, Chenggang, “Governing stock markets in transition economies: lessons from China”, *American law and economics review*, 7, 1, 2005, pp. 184-210.

Q

- Qiye zhaiquan guanli zhanxing tiaoli* 企业债券管理暂行条例 (Regolamentazione temporanea per la gestione delle obbligazioni societarie), in “People's Daily”, 2000, <http://www.people.com.cn/item/flfgk/gwy/czjr/870405.html>, 6 Settembre 2013.
- LI Qian 李倩, *Jujiao xinyong pingji: meiyou guju bucheng fangyuan* 聚焦信用评级:没有规矩 不成方圆 (Focus sulle agenzie di rating: senza una regolamentazione non si completerà), *Jinrong Shibao*, 10 Aprile 2006.
- QIANG, Xiaoji *PBOC plans to redefine total social financing*, in “China Daily”, 2011, http://www.chinadaily.com.cn/business/2011-02/10/content_11979368.htm, 23 Settembre 2013.
- QI, Shunwen, *Chinese credit-rating agency denied entry by US authorities, claims bias*, in “People's Daily”, 2010, <http://english.people.com.cn/90001/90778/90859/7150960.html>, 10 Settembre 2013.
- QUADRIO CURZIO, Alberto et Alii, “Il Fondo sovrano CIC verso una strategia economico politica”, *Mondo Cinese*, 1, 2, 2012, pp. 166-178.

R

- Rabinovitch, Simon, *Chinese rating agency Dagong warns on US fiscal cliff*, in “The Financial Times”, 2012, <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/12/26/china-dagong-warns-on-us-fiscal-cliff/?#axzz2eUmmOVQt>, 10 Settembre 2013.
- RAPOZA, Kenneth, *China bank regulator warns on bad loans, especially to solar sector*, in “Forbes”, 2013, <http://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2013/03/26/china-bank-regulator-warns-on-bad-loans-especially-to-solar-sector/>, 24 Settembre 2013.
- RYAN, John, *The negative impact of Credit Rating Agencies and proposal for better regulations*, in “Stiftung Wissenschaft und Politik”, 2013, <http://www.swp-berlin.org/>, 7 Aprile 2013.
- RAWSKI, Thomas G., “Reforming China's Economy: What Have We Learned?”, *The China Journal*, 41 1 1999, pp. 139-156.
- RAWSKI, Thomas G., “China reform watch: turning point looming”, *China perspective*, n. 38, 2001. pp. 28-35.
- RULE, Ted, “How are equity markets performing in China?”, in Ross Garnaut e Ligang Song (a cura di), *The China boom and discontent*, Camberra, 2005, pp. 174-195.
- Mark, RUQUET, “Marsh Offers Tips on Opportunities in China”, *National Underwriter*, 1, 10, 2001, p. 9.

S

- SCHENA, Patrick, *The China Investment Corporation at 4 Years: An Evolving Legacy of Capitalization and Control*, in “Tufts University”, 2012, <http://fletcher.tufts.edu/SWFI/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/P%20Schena%20CIC%20Mar%20Bulletin%20Final.pdf>, 22 Marzo 2013.
- SINCLAIR, Timothy J, “The infrastructure of global governance: quasi-regulatory mechanism and the new global finance”, *Global governance*, 7, 4, 2001, pp. 441-451.
- SHI, Jianhuai, *Financial innovations in China: 1990-2000*, in “China Center for economic research”, 2006, <http://en.ccer.edu.cn/>, 02 Febbraio, 2013.
- SHI Fang 施放 et Ali, “Woguo Xinyong Pingjiye Fazhan Xianzhuang ji Wenti Yanjiu” 我国信用评级业发展现状及问题研究 (I problemi e lo stato di sviluppo del sistema di valutazione del credito in China), *Shangchang Xiandahua*, 396, 2007.
- SHAPIRO, Stacy, “Broker breaches Great Wall of China”, *Business Insurance*, 27, 29, 1993, pp 15–30.
- SHROUT, Kurt, *The U.S. Bond Market May Be Much Different Than You Think It Is*, in “Learn

- Bonds”, 2013, <http://www.learnbonds.com/how-big-is-the-bond-market/>, 24 Settembre 2013.
- SIMMS, Larry, “China's Insurance Law”, *The China Business Review*, 23, 5, 1996, pp. 30 – 45.
- SAU, Lino, *La struttura del sistema finanziario in Cina*, in “Dipartimento di Economia S. Cognetti de Martiis - Università di Torino”, 2008, <http://www.de.unito.it>, 10 Marzo 2013.
- SCHMIDT, Dirk, The financial crisis and its impact on China, in “Chinapolitik”, 2009, www.chinapolitik.de, 11 Aprile 2013.
- SHEN, Hu, *China to Take up Gov't Bond Futures Trading*, in “Caixin Online”, 2012, <http://english.caixin.com/2012-02-09/100354986.html>, 3 Agosto 2013.
- S&P taglia Francia e Italia, Il nostro Paese scende a BBB+, in “La Repubblica”, 2012, http://www.repubblica.it/economia/2012/01/13/news/voci_di_un_taglio_ai_rating_di_francia_e_austria-28054770/, 11 Settembre 20103.
- Sigma: World insurance in 2011*, in “Swiss Re”, 2012, http://www.biztositasizemle.hu/files/201206/sigma3_2012_en.pdf, 04 Settembre 2013.
- SOLARI, Stefano, *Istituzioni ed organizzazione dei processi economici*, Milano, Giuffrè Editore, 2005.
- SOUTER, Gavin, “Tough New Enforcement of China’s Insurance Rules”, *Business Insurance*, 33, 23, 1999, pp. 1-10.
- SPALLETTA, Alessandra, *Nasce a Milano Dagong Europe, Parla Lorenzo Stanca*, in “AGChina 24”, 2013, <http://www.agichina24.it/focus/notizie/nasce-a-milano-dagong-europe-parla-lorenzo-stanca>, 09 Settembre 2013.
- SU, Haoyan 苏郝演, *Baoxian xuejiaocheng 保险学教程* (Processo di insegnamento per le assicurazioni), Pechino, Qinghua Daxue Chubanshe, 2004.
- Southern excursion talks (Deng Xiaoping, 1992)*, in “Encyclopedia of contemporary Chinese culture”, 2011, http://contemporary_chinese_culture.academic.ru/, 12 Giugno 2013.
- Santiago Principles*, in “International Working Group of Sovereign Wealth Funds”, 2008, <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>, 1 Luglio 2013.T
- THRIFT, Nigel, *Spatial Formations*, Londra, SAGE Publications, 1996.
- TALIA, Antonio, “Il rating dell’Italia secondo Pechino”, *Orizzonte Cina*, 05, 2012, p. 8.
- TAKESHI, Jingu, *China's growing corporate bond issuance*, in “Nomura Research Institute”, 2012, <http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2012/pdf/lkr2012154.pdf>, 24 Settembre 2013.
- TANG, Junhua e LINOWSKI, Dirk, “Corporate Governance at the Chinese Stock Market - How It Evolved”, *Corporate governance and business ethics*, 39, 2011, pp. 107-155.
- TRUMAN, Edwin, *The Management of China’s International Reserves: China and a SWF Scoreboard*, in “Institute for International Economics”, 2007,

<http://www.iie.com/publications/papers/truman1007.pdf>, 22 Luglio 2007.

V

- VAALER, Paul, et Alii, “Counting the Investor Vote: Political Business Cycle Effects on Sovereign Bond Spreads in Developing Countries”, *Journal of International Business Studies*, 36, 1, 2005, pp. 62-88.
- VISETTI, Gianpaolo, “Da Pechino a Milano la sfida di Dagong alle “tre Sorelle” del rating mondiale”, *La Repubblica Affari e Finanza*, 21 Gennaio 2013, p. 12.
- VOGEL, Ezra F, *Deng Xiaoping and the transformation of China*, Cambridge, Harvard University Press, 2011.
- VINCIGUERRA, Luca, “Debuttano in Cina i Panda-bond”, *Il Sole 24 Ore*, 11 Ottobre 2005.

W

- WALTER, Carl e HOWIE, Fraser, *Privatizing China: inside China's Stockmarket*, Singapore, Wiley, 2009.
- WALTER, Carl e HOWIE, Fraser, *Red capitalism – the fragile financial foundation of China's Extraordinary Rise*, Singapore, Wiley, 2012.
- WANG, Jun, FANG, Zhen, *Prosperity of non state sectors and secession of SOEs in China: a proper view of them*, in “Fudan University”, 1996, <http://www.cs.utah.edu/~zfang/soe.pdf>, 6 Agosto 2013.
- WANG Zhaohui 王昭慧 e DONG Fenyi 董奋义, “Dui woguo xinyong pingji jigou cunzai wenti de tantao” 对我国信用评级机构存在问题的探讨 (Riflessioni a riguardo degli attuali problemi delle agenzie di rating in Cina), *Shangchang xiandaihua*, 4, 2007, pp. 63-65.
- WANG, Xujin, Property Insurance, Pechino, Peking University Press, p. 34.
- 王连洲 WANG Lianzhou e 李诚 LI Cheng, *Fengfeng yuyu zhengquanfa* 风风雨雨证券法 (Le sofferenze e le avversità della Securities Law), Shanghai, Sanlian Shudian, 2000.
- WHALLEY, John et Alii, *China and the financial crisis*, in “CIGI”, www.cigionline.org, 03 Maggio 2013.
- WAN, Xiaoli e ZENG, Zhixiong, *Understanding the Recent Performance of China's Stock Market*, in “China center for economic research”, 2007, <http://faculty.ccer.edu.cn/zxzeng/paper/China-stock-market.pdf>, 8 Marzo 2013.
- WONG, Sonia, “China's stock market: a marriage of capitalism and socialism”, *Cato Journal*, 1, 26, 3, 2006, pp. 389-424.

WANG Xiaobing 王晓冰, "Xitan Gelikeer" 细探格林柯尔 (Analisi accurata della Greencool), in *Caijing Magazine*, 16, 49, 2001, pp. 84-87.

WU Dingfu 吴定富, *Xin Zhongguo baoxianye fazhan bolanzhuangkuo* 新中国保险业发展波澜壮阔 60 年 (Sessant'anni di magnifico sviluppo del settore assicurativo in Cina), 2009, <http://www.cnfinance.cn/articles/2009-09/23-2237.html>, 03 Settembre 2013.

X

XIAO, Feng, "Irrational exuberance and stock market valuations: evidence from China", *Journal of Post Keynesian Economics*, 29, 2, 2006, pp. 285-308.

XU, Shan, "The Asset Management Companies: The Resolution Trust Corporation Model's Application in Resolving China's Banking Problems", *Chinese Public Affairs Quarterly*, 2, 3, 2006, pp. 184-206.

XU, Yinping e WENG, Charlie Xiaochuan, "Introduction and Suggestions on the Chinese Securities Credit Rating System from a Comparative Perspective", *University of Pennsylvania East Asia law review*, 6, 2 2011, pp. 217-241.

XIN, Tang, "New Hope for Corporate Governance in China?", *The China Quarterly*, 191, 2007, pp. 613-619.

Y

YAM, Shirley, *Board shows true colours of nation's new sovereign fund*, in "South China Morning Post", 2007, <http://www.scmp.com/article/610489/board-shows-true-colours-nations-new-sovereign-fund>, 25 Marzo 2013.

YANG, Mu e LIM, Tinseng, *Why did the chinese stock market perform so badly in 2008?*, in "East Asia Institute", 2009, <http://www.eai.nus.edu.sg/BB427.pdf>, 27 Aprile 2013.

YU, Ning 于宁, "Qiyezhai qidong zaiji" 企业债启动在即 (Si avvicina il momento del lancio dei corporate bonds), in *Caijing*, 5, 8, 2002.

YU, Yongding, "China's Economic Growth, Global Economic Crisis and China's Policy Responses", *The Pakixtan Development Review*, 47, 4, 2008, pp. 337-355.

YU, Yongding, *The impact of the global financial crisis on the chinese economy and China's policy responses*, in "Third World network", 2010, www.twinside.org.sg, 3 Marzo 2013.

Z

"Zhengxin guanli yu zhenxin tixijianshe" 征信管理与征信体系建设, (L'istituzione della finanza

- statale), in *中国人民银行年报*, 2009, pp. 59–60.
- Zhengque renshi dangqian gupiao shichang 正确认识当前股票市场 (Conoscere il mercato azionario attuale), *People's Daily*, 16 Dicembre 1996.
- Zixin Pingji Jigou Chuju Zhengquan Gongsi Zhaiquan Xinyong Pingji Baogao Zhunze 资信评级机构出具证券公司债券信用评级报告准则 (Linee guida per l'emissione di valutazioni sul credito di obbligazioni societarie da parte di agenzie di rating e regolamentazione per il controllo delle obbligazioni societarie), in “Shenzhen Stock Exchange”, 2003, <http://www.szse.cn/main/rule/bmgz/fxl/zqgsfxzq/39743579.shtml>, 27 Agosto 2013.
- ZWEIG, David, “China stalled «Fifth Wave» Zhu Rongji’s Reform Package of 1998–2000, *Asian Survey*, 41, 2, 2001, pp. 231-247.
- ZHANG, Zhongle e LI, Fengying, “Securities supervisione and juridical review in China”, *Pacific Rim Law & Policy Journal*, 13, 2, 2004, pp. 329-350.
- ZHANG, Yan, *The Stock Prices in China and the Global Financial Crisis*, 2010, http://www.apeaweb.org/confer/bus11/papers/Zhang_Yan.pdf, 11 Giugno 2013.
- ZHANG, Yi, *Overseas Listing of Chinese Companies-A Study Focusing on Listing on the London Stock Exchange for Chinese Companies*, in “Goteborg University”, 2002, https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/2345/1/gbs_thesis_2002_55.pdf, 24 Giugno 2013.
- ZHANG Jianhua 张健华 e ZHU Pian 主编, *Zhongguo jinrong tixi 中国金融体系 (Il sistema finanziario cinese)*, Pechino, Zhongguo Jinrong Chubanshe, 2010.
- ZHANG, Yingjie, The study on entry mechanism by chinese companies to the US market, in “Albany University”, 2012, http://www.albany.edu/Zhang_Thesis_Final.pdf, 24 Giugno 2013.
- ZHANG, Chengsi et alii, “Financial Crisis, Monetary Policy, and Stock Market Volatility in China”, *Annals of economics and finance*, 12, 2, 2011, pp. 371-388.
- Zhengquan gongsi duanqi rongziquan guanli banfa 证券公司短期融资券管理办法 (Regolamento per la gestione delle short-term commercial paper societarie), in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2004, http://www.gov.cn/gongbao/content/2005/content_78636.htm, 07 Settembre 2013.
- ZHI, Qiangjiang et Alii, *Bubble Diagnosis and Prediction of the 2005-2007 and 2008-2009 Chinese stock market bubbles*, in “Cornell University”, 2010, <http://arxiv.org/pdf/0909.1007.pdf>, 9 Agosto 2013.
- Zhonghua Renmin Gongheguo Baoxianfa 中华人民共和国保险法 (Legge sulle assicurazioni della Repubblica Popolare Cinese), 2009, http://www.gov.cn/flfg/2009-02/28/content_1246444.htm, 01 Settembre 2013.

- Zhonghua Renmin gongheguo Xingzheng Susongfa* 中华人民共和国行政诉讼法 (Legge per le procedure amministrative della Repubblica Popolare Cinese), in “The Central People's Government of the People's Republic of China” 2013, <http://baike.baidu.com/view/129941.htm>, 2 Settembre 2013.
- Zhonghua Renmingongheguo waizi baoxiangongsi guanli tiaoli* 中华人民共和国外资保险公司管理条例 (regolamento per la gestione delle società di assicurazione con capitale straniero), in “The Central People's Government of the People's Republic of China”, 2013, http://www.gov.cn/zwggk/2013-06/08/content_2422468.htm, 03 Settembre 2013.
- Zhongguo baoxian nianjian 2012* 中国保险年鉴 2012 (Annuario delle assicurazioni in Cina 2012), 2012, <http://www.chinabookshop.net/china-insurance-yearbook-series-1981-2011-electronic-version-p-2239.html>, 04 Settembre 2013.
- Zhongguo zhengquan qihuo tongji nianjian* 中国证券期货统计年鉴 (2008) (Annuario statistico dei titoli finanziari 2008), in “China Insurance Regulatory Commission”, 2009, http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/, 21 Maggio 2013.
- Zhongguo tongji nianlin 2012*” 中国统计年鉴 2012 (Annuario statistico cinese 2012), in “National Bureau of Statistics of China”, 2013, http://www.stats.gov.cn/english/publications/t20121011_402841708.htm, 24 Settembre 2013.
- Zhongguo baojianhui guanyu baoxian zijin gupiao touzi youguan wenti de tongzhi* 中国保监会关于保险资金股票投资有关问题的通知 (Indicazioni della CSRC riguardo gli investimenti in titoli azionari dei capitali derivanti da premi assicurativi), in “Sina.com”, 2005, <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20050217/22381364461.shtml>, 24 Settembre 2013.
- Zhonghua renmingongheguo daolu jiaotong anquanfa* 中华人民共和国道路交通安全法 (Legge sulla sicurezza stradale della Repubblica Popolare Cinese), 2005, http://www.gov.cn/banshi/2005-08/23/content_25575.htm, 04 Settembre 2013.
- ZHOU, Xiaochuan, *Learn lessons from the past for the benefit of future endeavour*, in “Bank for International Settlements”, 2005, <http://www.bis.org/review/r051124e.pdf?frames=0>, 10 Luglio 2013.