

La riforma del mercato borsistico, da completare nel 2006, prevede l'eliminazione delle non tradable shares

## Pechino mette in fuorigioco le azioni di Stato

«Non sappiamo se i mercati finanziari siano una cosa buona o cattiva, se siano pericolosi, se siano strumenti adatti solo per i sistemi capitalistici o anche per sistemi socialisti. È comunque possibile metterli alla prova. Ma se scegliamo di farlo, l'esperimento deve essere condotto con determinazione». Negli ultimi anni il Governo cinese sembra seriamente intenzionato a mettere in pratica le parole che Deng Xiaoping pronunciò nel 1992 durante il suo storico viaggio nelle province del Sud, imprimendo

una forte accelerazione allo sviluppo dei mercati dei capitali.

**Riforme strutturali erano dovute da tempo.** Le due Borse principali di Shanghai e Shenzhen, inaugurate rispettivamente nel 1990 e 1991, sono

cresciute a ritmi vertiginosi fino al 2001, realizzando tra le migliori performance dei mercati emergenti. Grazie ai 1.300 collocamenti degli anni 90, la capitalizzazione di borsa ha superato nel 2000 il 50% del Pil. Questi dati mascherano però l'effettivo livello di sviluppo di un mercato in cui il flottante

rappresenta soltanto il 35% della capitalizzazione. La scarsa liquidità del mercato

deriva dalla struttura particolare del capitale delle quotate cinesi, in cui sono presenti due principali classi di azioni: le

*tradable e non-tradable shares.* Le seconde, non negoziabili per definizione, sono detenute dal Governo centrale o locale o da istituzioni finanziarie controllate da azionisti pubblici. La prima fase dello sviluppo del mercato finanziario cinese è quindi corrisposta a un'ondata di emissioni che di fatto non ha modificato le strutture di governance. Inoltre, la segmentazione del mercato ha facilitato la speculazione e l'insider trading generando rischi e alimentando la volatilità. Non a caso le azioni trattate sul mercato domestico hanno rapporti prezzi/utili largamente superiori a quelli di società cinesi quotate a Hong Kong o su altre piazze internazionali.

A partire dal 2004, le autorità hanno deciso di affrontare seriamente il problema. Sul fronte dell'offerta, l'esperimento più ambizioso, lanciato nel giugno del 2005 e tuttora in corso, è rappresentato dal programma pilota di trasformazione delle non tradable shares. Questo progetto, avviato

inizialmente su quattro società quotate, è stato recentemente esteso a oltre 400 società che valgono oltre il 10% della capitalizzazione e che dovrebbe completarsi entro il 2006 per coprire l'intero listino. Il processo di riforma stabilisce regole certe ma lascia alla negoziazione fra le due classi di azionisti la determinazione dei termini di compensazione. Dalle prime ricognizioni dei casi già conclusi sembra che lo schema prevalente sia la distribuzione di circa 3,5 bonus shares per ogni 10 azioni trasferite. È importante notare che nella maggioranza dei casi il processo di riforma prevede la completa eliminazione delle non tradable shares in mano allo Stato. Qualora venisse completato, il controvalore delle azioni trasferite potrebbe risultare pari a circa 100 miliardi di dollari, configurando quindi in termini di ricavi uno dei più significativi processi di privatizzazione della storia recente.

Ma come portare a termine il processo senza che lo shock dell'offerta deprima ulteriormente un mercato già debole?

Le autorità cinesi hanno accolto questa sfida stimolando la do-

manda interna e in particolare quella dei grandi investitori internazionali. La Cina, che nel 2002 si era aperta ai movimenti internazionali di capitale istituendo i Qualified Foreign Institutional Investors (Qfii),

ha di recente innalzato da 4 a 10 miliardi di dollari la quota totale di investimento, e molti operatori hanno già richiesto un upgrade della propria quota individuale.

Oltre ad aver migliorato sensibilmente le proprie capacità di controllo macroeconomico e reso più flessibile la propria politica dei cambi, le autorità

cinesi hanno inoltre avviato un processo di riforma del sistema bancario che, seppur storicamente appesantito dalle sofferenze, sta ritrovando un proprio equilibrio anche grazie alla maggior apertura ai

capitali esteri. Naturalmente rimangono ancora diversi aspetti controversi. In particolare, l'Occidente dubita che un mercato finanziario efficiente possa davvero svilupparsi nel contesto politico della Cina socialista.

**BERNARDO BORTOLOTTI**

Università di Torino e Feem

### Lunedì a Milano

Il convegno della Fondazione Mattei

- **La finanza nel Celeste Impero**  
Lunedì prossimo si svolgerà a Milano, presso la Fondazione Eni Enrico Mattei, il convegno «Lo sviluppo dei mercati finanziari in Cina: sfide, rischi, opportunità». Organizzato dalla Fondazione stessa e dal Centro di economia monetaria e finanziaria Paolo Baffi dell'Università Bocconi, l'incontro verterà sulle più recenti evoluzioni del mercato finanziario di Pechino: dalla sua apertura alla concorrenza internazionale alle nuove opportunità del mercato obbligazionario. Tutte le relazioni si svolgeranno di mattina e saranno in inglese; la partecipazione è su invito.



La sede della Borsa di Shenzhen (inagineChina)