Mission économique de Pékin

Chine

sous la direction de
Jean-Patrick Yanitch, Conseiller financier

Alexander Riveros
Adrien Guillemin
François Challan-Belval
Steven Sherman
André Tan
Axel Leroy-Deval

Les marchés financiers

Panorama
la réforme en cours
analyses

octobre 2007

Les marchés financiers chinois

Liste des encadrés

Organisation institutionnelle de la CSRC 26
Des Chinese walls encore très perméables 28
L'exemple de Sany Heavy Industry 65
La procédure de réforme des titres non échangeables 66
Exemple de recours en justice 71
L'affaire Delong 72
Circuit de corruption du fonds de pension de Shanghai (d'après Caijing) 74
Les variations de droit de timbre ont-elles eu une incidence par le passé ? 93

Liste des graphiques

Comparaisons internationales - Capitalisation/ PIB 21
Evolution de la capitalisation des principales bourses mondiales 21
Capitalisations des bourses mondiales à la mi-juin 2007 22
Capitalisations de Shanghai et Shenzhen 22
Capitalisations et nombre d'entreprises cotées 22
Gains 2006 enregistrés par les bourses 23
Croissance 2006 des gains enregistrés par les bourses nationales 23
PER moyen des places asiatiques en 2006 23
Rendement des places asiatiques en 2006 23
10 premières capitalisations mondiales 23
Le rôle croissant des gestionnaires étrangers 35
Comparaison de la performance des principaux indices mondiaux en 2006 53
Corrélation du Shanghai Composite et du Shanghai 180 53
Evolution des indices Shanghai A et B 54
L'évolution du Shenzhen Composite 55
Comparaison entre les indices Shenzhen A et B 56
Part des actions chinoises dans l'indice Hang Seng 60
Performance des indices Hang Seng en 2006 60
Capitalisation des actions H et des red chips 61
Progression des indices de Hong Kong 61
Corrélation entre le HSI et le HSCEI 61
Les indices liés à la Chine continentale 61
Progression des indices S&P/CITIC 300 et FTSE/Xinhua 25 62
Les titres non échangeables entre les mains de l'Etat en 2005 64
Evolution des PER sectoriels à Shanghai 88
Part des titres gelés par secteur 89
Dépôts des ménages chinois : une fuite vers la bourse ? 90

Dépôts bancaires des ménages / M2 90
Volume des transactions boursières / M2 91
Capitalisation / PIB 91
Incidence des variations de droits de timbre sur l'indice composite de Shanghai 93
Structure des marchés financiers chinois : 68 % de titres gelés 96
Marché des titres échangeables : 70 % de particuliers 96
Répartition de l'actif des ménages chinois 97
Fonds levés à Hong Kong par les sociétés chinoises 104
Comparaison historique des volatilités lissées sur 10 jours 122
Progression comparée du titre ICBC à Shanghai et à Hong Kong depuis l'introduction 123
Evolution du cours de l'action Tianjin Capital à Shanghai et à Hong Kong 124
Hang Seng China AH Premium Index 125
Le Hang Seng China AH Premium Index pendant la crise des subprimes 125

Liste des tableaux

Les sociétés de bourse établies en joint-venture 33
Frais de gestion pratiqués par les gestionnaires de fonds 34
Gestionnaires de fonds locaux et étrangers en Chine 36
Evolution des canaux de distribution des fonds 37
Principaux titres détenus par les fonds de Chine continentale 38
Etat des différents partenariats en gestion d'actifs à octobre 2007 39
Les participations du FNSS dans les sociétés chinoises cotées 41
Les différents types de placement du FNSS 42
Ventilation des actifs détenus par les assureurs 42
Performance des fonds QFII à fin juillet 2007 46
Liste des QFII en Chine 47
Estimation de la taille des quotas QDII à la mi-2007 49
Liste des QDII en Chine 51
Les 10 plus importantes capitalisations du SSE Composite par capitalisation totale 52
Les 10 plus importantes capitalisations du SSE Composite par capitalisation échangeable 52
Progression des principaux indices en 2006 53
Les 5 capitalisations les plus importantes de Shenzhen 55
Evolution des principaux indices chinois en 2006 55
Les 10 plus importantes capitalisations des sociétés H 57
Les plus importantes capitalisations Red chips 58
Les plus importantes capitalisations du HSI 58
Les plus importantes capitalisations du HSCEI 59
Quelques exemples d'IPO chinoises à l'étranger 62
Principales réglementations en vigueur 76
Règlementations spécifiques à certains acteurs 77

Synthèse des saisonnalités sur les marchés financiers chinois 84
Evolution des droits de timbre 93
Les IPOs de grande Chine 103
Fonds levés par les sociétés chinoises cotées à Hong Kong 104
Classement des sociétés de bourse en 2006 158

Comment la bourse chinoise est devenue un enjeu politique national.

La bourse devrait être, par nature, un objet marginal dans une économie socialiste, fut-elle « de marché ». De fait, en 2005, la capitalisation échangeable sur les places chinoises ne représentait encore que 9% du PIB, très loin des standards tant régionaux qu'internationaux. Vivotant sur les décombres du krach de 2001, les places de Shanghai et de Shenzhen ont longtemps connu une évolution atone, seulement animées par quelques scandales financiers récurrents. Elles enregistraient ainsi régulièrement les plus mauvaises performances d'Asie, voire mondiales, contrastant en cela avec les records de croissance de l'économie réelle. La plupart des investisseurs particuliers s'étaient retirés. Hong Kong assurait seule le rôle de place financière -*offshore*- chinoise. Par méfiance idéologique, par souci de conserver un contrôle direct sur l'allocation du capital, mais aussi échaudées par l'épisode spéculatif des années 90, les autorités étaient réticentes à réveiller les marchés financiers continentaux. Le développement des bourses locales constituent pourtant une voie de diversification pour une économie surbancarisée, et une opportunité de meilleurs rendements pour une épargne chinoise pléthorique et sous-rémunérée. Il s'agit aussi d'un bon moyen de valoriser et rentabiliser les actifs publics. Mais, là ne sont pas les priorités premières des autorités chinoises.

La priorité centrale du gouvernement chinois demeure la stabilité sociale. Nombre d'observateurs estiment que le risque de crise sociale, dans un pays continent et où les inégalités vont toujours croissantes, constitue l'une des principales hypothèques pesant sur la croissance. Les autorités ont cessé de recenser officiellement les « incidents » sociaux (dénombrés à 85 000 en 2005). Jusqu'à présent, les causes des soulèvements, certes nombreux, sont essentiellement d'ordre local : conflits et accidents du travail, corruption et expropriations abusives, catastrophes environnementales. Elles affectent le plus souvent les catégories les plus modestes de la population, c'est-à-dire les travailleurs migrants et les ruraux. La nature locale des incidents, ainsi que l'organisation politique chinoise, rendent peu probables la fédération et la diffusion de ces mécontentements à l'échelle nationale. Il est aisé pour les autorités d'apaiser la population, les problèmes étant limités et gérables au cas par cas. On considère ainsi communément que, si le risque social chinois est élevé à l'échelle locale, le risque national demeure très contenu. Pourtant, le réveil boursier infléchit ce diagnostic.

Inattendue par son ampleur, la flambée boursière est devenue en quelques mois une cause d'inquiétude nationale pour les autorités. La reprise des cours a peu à peu attiré les petits porteurs. Leur retour en bourse, tout d'abord modeste, a tourné au raz-de-marée à partir du début de l'année 2007. Les autorités se trouvent aujourd'hui prises au piège du succès de la réforme boursière, dont elles n'avaient sans doute pas anticipé l'ampleur. Elles ont su rétablir la confiance, au-delà de toutes leurs espérances. La capitalisation totale atteint maintenant 114% du PIB (comparable aux standards des pays développés), et la part échangeable dépasse le tiers du PIB. Au cours du printemps 2007, 380 000 comptes titres ont été ouverts chaque jour. On estime désormais la part des particuliers à 70% du marché échangeable (que ce soit en gestion directe ou via des fonds d'investissement).

D'objet marginal, la bourse entre désormais au cœur des préoccupations chinoises. Si l'exposition des ménages chinois, pris dans leur ensemble, à une éventuelle crise boursière

paraît encore contenue[1], elle est en fait concentrée au sein de la classe moyenne. On estime aujourd'hui les petits porteurs à 60 millions d'individus (un doublement depuis le printemps). S'ils comptent pour moins de 5% des ménages, il s'agit de la frange la plus active de la population, disposant des leviers les plus forts pour faire connaître son mécontentement. Une erreur de communication du Ministère des finances, à l'occasion de la hausse légère des droits de timbre à la fin mai 2007, a montré la réactivité de ces petits porteurs, rapidement fédérés au niveau national pour demander sur internet rien moins que la démission du Ministre, fait exceptionnel en Chine[2]. L'incident reste à l'esprit de tous à l'approche du 17e Congrès du PCC. Ainsi, pour la première fois depuis plusieurs années, un risque[3] apparaît pouvant affecter potentiellement la stabilité sociale à l'échelle nationale : une crise boursière aurait la capacité de fédérer le mécontentement d'une large classe sociale sur l'ensemble du territoire.

Les épargnants parient sur cette crainte gouvernementale. Certes, « *la bourse chinoise est un casino* »[4] ; mais, pour l'instant, il s'agit d'un pari perçu comme à sens unique, en raison précisément de l'enjeu que représente désormais la bourse pour le gouvernement. Peu importent les niveaux de valorisation excessifs, les carences de la gouvernance des entreprises cotées, les épargnants sont convaincus que les autorités centrales ne peuvent se permettre un krach boursier dans cette période politique critique du 17e Congrès du PCC (le renouvellement quinquennal des équipes dirigeantes) et des Jeux Olympiques de Pékin. Et, spirale haussière auto-entretenue, cette certitude nourrit la flambée, qui attire en retour de nouveaux épargnants. L'indice vole de records en records historiques.

Phénomène étrange, la plupart des observateurs sont bien en peine de déterminer quel élément particulier de la réforme a été le déclencheur de ce rétablissement spectaculaire de confiance. La réforme très attendue des titres non-échangeables était bien sûr centrale pour unifier la capitalisation. Mais, techniquement, le gel pendant 3 années de ces titres (maintenant juridiquement échangeables, mais volontairement conservés par les autorités publiques pour ne pas diluer le marché) ne fait que reporter à 2008 et 2009 le choc de la mise progressive sur le marché des deux tiers de la cote. Suit une succession de mesures légales et réglementaires, certes de nature à améliorer l'environnement boursier, mais dont l'impact dépend éminemment de leur mise en œuvre effective : amélioration de la transparence, rôle des auditeurs externes, relations intra-groupe, composition des conseils d'administration, protection des actionnaires minoritaires, renforcement des pouvoirs du régulateur, etc. Il est probable que l'arrivée à partir de la mi-2006 sur le marché domestique de grandes valeurs bancaires, telles que ICBC, Bank of China, ou encore Merchants Bank – et l'engagement de grands investisseurs institutionnels publics à leurs côtés-, ait contribué pour une bonne part à la renaissance du marché.

Depuis, la soudaine croissance des bénéfices des entreprises cotées (+46% en 2006 et +71% au premier semestre 2007) justifie les PER record (plus de 60 à Shanghai par rapport aux bénéfices 2006). On peut néanmoins s'interroger sur cette embellie. L'économie chinoise croît sur un rythme supérieur à 8% par an depuis 20 ans et ces bénéfices auraient du apparaître depuis longtemps. Il est probable que la réforme des titres non échangeables ait opportunément aligné les intérêts des grands actionnaires sur ceux des petits porteurs. Tous ont maintenant intérêt à ce que l'entreprise soit profitable, et les détournements d'actifs, notamment au profit des maisons mères, n'ont plus cours. Néanmoins, plusieurs observateurs relèvent des gonflements artificiels de résultats[5] et le rôle central de la valorisation des participations croisées pour décupler la valeur des titres en bourse.

---

[1] Si on considère le patrimoine financier agrégé de l'ensemble des ménages chinois, les actions ne représentent que le cinquième du total, loin derrière les dépôts bancaires encore majoritaires.

[2] Pour d'autres motifs, le Ministre des finances, JIN Renqing, a été démis de ses fonctions en septembre 2007.

[3] On peut aussi compter les résurgences inflationnistes au rang de ces risques pour la stabilité sociale nationale. En effet, la forte augmentation conjoncturelle des prix alimentaires (notamment du porc, de la volaille et des œufs) affecte durement le niveau de vie des ménages les plus défavorisés sur l'ensemble du territoire.

[4] Expression de Wu JingLian, Chef économiste du Development Research Center (DRC), dans les années 90.

[5] Notamment en sous valorisant des transferts d'actifs vers la société cotée, pour faire ainsi apparaître une plus value à son bilan.

Les étrangers, toujours à la porte du marché chinois. Les gestionnaires d'actifs, en partenariat minoritaire avec un acteur local, sont les principaux bénéficiairesétrangers de l'essor actuel. Certains enregistrent même des résultats spectaculaires, figurant dans les premiers rangs de cette industrie naissante (environ 380 Mds USD sous gestion aujourd'hui, McKinsey prévoit un doublement d'ici 2010 et 1 400 Mds USD en dix ans). Les participations dans les sociétés de bourse sont en revanche gelées. On attend une ouverture prochaine aux étrangers des primo émissions, mais le courtage reste étroitement contrôlé. Les investissements étrangers sur les marchés chinois, dans le cadre de licences d'investisseur qualifié QFII, sont contingentés à seulement 10 Mds USD de quotas (soit 0,2 % de la capitalisation). A l'inverse, les quotas d'investisseur institutionnel vers l'extérieur, les QDII, présentent un potentiel important. L'expertise étrangère est bien sûr particulièrement recherchée par les épargnants chinois sur ce segment. L'apparition progressive de produits dérivés devrait aussi créer de nouvelles opportunités. Enfin, des introductions à Shanghai de grandes entreprises internationales ne sont pas à exclure.

Les solutions pour stabiliser et pérenniser le marché sont partiellement connues, mais toutes nécessiteront du temps : accroître le rôle des investisseurs institutionnels, améliorer leur gestion du risque, ouvrir le compte de capital pour disséminer l'excès de liquidités, éduquer les investisseurs, pour l'instant largement inconscients du risque et court-termistes, former de nouveaux professionnels. A plus brève échéance, les autorités de Chine populaire devraient attirer les entreprises cotées à Hong Kong (des *red chips* sont maintenant autorisées à Shanghai), voire donner la priorité à Shanghai pour les prochaines introductions au détriment de Hong Kong. La question est de savoir si les autorités seront en mesure de contenir le marché, quand la séquence euphorique actuelle prendra fin.

Jean-Patrick Yanitch
Pékin, le 8 octobre 2007

Table des matières

Liste des encadrés 4
Liste des graphiques 4
Liste des tableaux 5

Comment la bourse chinoise est devenue un enjeu de politique nationale. 7

Les marchés financiers chinois en chiffres 11
Chronologie 13

PANORAMA DES MARCHES 17

Un marché boursier en pleine ébullition 19
Comparaison internationale 20
Les bourses continentales 24
Les régulateurs 25
Les acteurs 28
Les indices et les principales capitalisations 51
Le rôle de Hong Kong et des autres places internationales 56

Réformer pour ancrer la confiance des investisseurs 63
La réforme des titres non-échangeables 64
L'amélioration de la gouvernance 66
Le renforcement des pouvoirs de la CSRC 69
Le scandale du fonds de pension de Shanghai 73
Le nouveau cadre juridique 75

ANALYSES 81

Y-a-t-il un particularisme culturel des bourses chinoises ? 83
Le concept de confiance dans la culture chinoise 84
Les saisonalités à Shanghai et Shenzhen 84
Le phénomène d'aggrégation des prix 86

La hausse des marchés chinois est-elle durable ? 89
Une nette surévaluation dans un marché imparfait 89
La hausse peut se poursuivre encore longtemps 91
Que peuvent faire les autorités ? 93

La flambée boursière présente-t-elle un risque macroéconomique ? 97
L'exposition croissante des ménages : au premier rang la classe moyenne 97
Bourse et financement de l'économie 99
Les afflux de hot money 99
A qui profite l'embellie ? 100
Le risque de contagion aux autres places financières 100

Le retour spectaculaire des introductions en bourse des sociétés chinoises 103

Comment expliquer la déconnexion de la bourse de Shanghai / Hong Kong ? 123
La volatilité accrue des marchés continentaux 124
L'insularité des marchés continentaux 125
Comment expliquer le différentiel de valorisation entre Shanghai et Hong Kong ? 127
Vers un réalignement des valorisations ? 129

ANNEXES 131

Le s 25 capitalisations les plus importantes 133
Les sociétés de gestion d'actifs 149
Les sociétés de bourse 161

Glossaire 179

Liste des abréviations et acronymes 189

Les marchés financiers chinois en chiffres

- 3 900 Mds USD de capitalisation boursière au plus haut en octobre 2007, soit soit 130 % du PIB et 6,5 % de la capitalisation mondiale totale ;
- +204 % de croissance du principal indice de Shanghai depuis le début de l'année 2007, et +320 % en g.a. ;
- 1 517 entreprises cotées à Shanghai et à Shenzhen ;
- 61 % de la capitalisation encore gelée par l'Etat ;
- Plus de 100 millions de comptes titres, pour environ 60 millions petits porteurs ;
- 107 sociétés de bourse ; 80 sociétés de conseil ; 59 sociétés de gestion gérant 347 fonds pour un total de 2.900 Mds CNY ;
- 62 Mds USD levés sur les bourses de Grande Chine en 2006 ;
- 56 Mds USD levés sur les seules places continentales au cours des 9 premiers mois de l'année 2007 ; auxquels s'ajoutent 12,4 Mds USD levés à Hong Kong par les sociétés chinoises depuis le début de l'année ;
- une valorisation moyenne s'élevant, au plus haut à près de 73 fois les bénéfices annuels 2006 (35 fois les prévisions 2007) ;
- 141 sociétés chinoises constituent 60 % de la capitalisation de Hong Kong ;
- 10 Mds USD de quotas QFII accordés aux investisseurs institutionnels étrangers, soit 0,2 % de la capitalisation totale ;
- 50 Mds USD de quotas QDII accordés aux investisseurs domestiques pour investir à l'étranger.

Nota : Nous avons veillé au maximum à la cohérence des chiffres entre les parties. Toutefois l'évolution très rapide des marchés peut conduire à quelques variations au fil du rapport. Notamment, le rapport ne prend pas en compte l'introduction en bourse de PetroChina qui lèvera 8,9 Mds USD le 1er novembre 2007.

Chronologie – Les marchés financiers chinois 1978-2007

1978
- DENG Xiaoping annonce le début de la politique de réforme et d'ouverture.

1979-80
- Première émission d'actions. Elle concerne le plus grand fabriquant de briques, Liaoning Fushun.

1984
- Première émission standardisée d'actions à Shanghai par la société Shanghai Feile Acoustics

1986
- Début des échanges de titres sur un marché géré par une banque à Shenyang
- Liaoning Investment & Trust Co. ouvre un comptoir d'échanges de titres à Shanghai.
- Jing'an Securities Office, une filiale de la branche shanghaienne d'ICBC, débute une activité de transaction de gré à gré.

1987
- Création de la première société de bourse, Shenzhen SEZ Securities Company

1990
- En octobre, création du Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE), le premier marché de produits dérivés chinois
- En décembre, début des activités du Shanghai Stock Exchange (SSE) et du Shenzhen Stock Exchange (SZE)
- Shanghai commence à transformer la zone de Pudong pour en faire le cœur financier du pays.

1991
- Première émission d'actions libellées en devises (actions B) par Shanghai Vacuum
- Lancement du Shenzhen Non-ferrous Metal Exchange, le premier marché de contrats à terme en Chine
- Le 28 août, établissement de la Securities Association of China (SAC)

1992
- Publication des premières règlementations concernant l'émission et l'échange de titres. Plus de 10 000 entreprises publiques sont candidates à la cotation.
- Le 10 août (*810 event*) : émeutes à Shenzhen suite à l'épuisement en moins de 4 heures des actions nouvellement émises. La gestion de la PBoC est rendue responsable.
- Le 7 octobre, Brilliance China Automotives devient la première société chinoise à être cotée à l'étranger (sur le NYSE).
- Création de la China Securities Regulatory Commission (CSRC) et de la State Council Securities Commission (SCSC)

1993
- Le Conseil d'Etat adopte les premières règles concernant l'émission et l'échange d'actions (*Regulations for Stock Issuance and Trading)*.
- Le 15 juillet Tsingtao Beer devient la première société chinoise à être cotée à Hong Kong en émettant des actions H libellées en HKD.
- Création du Dalian Commodity Exchange (DCE) pour les contrats sur les produits oléagineux

1994
- Le nombre de comptes titres dépasse 10 millions.
- Le gouvernement réduit le nombre de marchés à terme de 50 à 15 et confie à la CSRC le soin d'autoriser l'établissement de nouvelles sociétés de courtage.

1995
- Wanguo Securities s'effondre après un scandale de délit d'initiés (*327 T-bond futures scandal*). Son président, Guan Jinsheng est condamné à 17 ans de prison
- Adoption de la nouvelle loi sur les sociétés et de la réglementation sur l''investissement des banques
- Morgan Stanley ouvre la première société d'investissement et de courtage en *joint*

venture de Chine, China International Capital Corporation (CICC).

1996
- L'indice composite du marché de Shanghai dépasse **1 000 points**.

1997
- En août, les marchés de Shanghai et Shenzhen sont placés sous l'autorité exclusive de la CSRC.
- En novembre, adoption d'un cadre réglementaire pour l'activité de gestion d'actifs (*Provisional Measures for Managing Securities Investment Fund*).

1998
- En avril, fusion de la SCSC avec la CSRC, qui devient l'unique régulateur des marchés financiers.
- En décembre, l'ANP adopte la *Securities Law* qui entre en vigueur en juillet 1999.

1999
- Le Conseil des Affaires d'Etat (gouvernement) autorise les compagnies d'assurance à investir indirectement sur les marchés financiers, en prenant des participations dans des fonds d'investissement en actions.
- La CSRC autorise les syndicataires et leurs clients à fixer leur propre prix d'introduction (alors que ce prix était auparavant fixé à un PER compris entre 14 et 18).
- Création du Shanghai Futures Exchange (SHFE) qui rassemble plusieurs marchés dérivés sur les métaux et les céréales.
- En fin d'année, l'indice composite de Shanghai atteint les **2 000 points**.

2000
- La CSRC impose un seuil d'achat de 10 000 CNY pour les acheteurs d'actions A nouvellement émises.
- Création du Fonds National de Sécurité Sociale (FNSS)

2001
- Le 1er juin, ouverture du marché des actions B aux investisseurs domestiques
- La CSRC et le MOF décident de réduire le droit de timbre sur les échanges d'actions à 0,2%.
- De nouvelles règles demandent aux entreprises de faire certifier leurs comptes à la fois par une société d'audit chinoise et par une société d'audit internationale.
- En septembre, création du 1er fonds ouvert, Hu'An Creative Fund
- En décembre, entrée de la Chine à l'OMC. Les engagements consolident et approfondissent l'ouverture du secteur financier aux sociétés étrangères.

2002
- Les particuliers sont désormais autorisés à s'échanger des bons du Trésor.
- Annonce par la CSRC de nouvelles règles concernant l'acquisition de sociétés cotées. Elle ouvre les licences de courtage à d'autres sociétés que les sociétés d'investissement et libéralise la fixation des commissions.
- Normura Securities devient la première société étrangère autorisée à participer à des transactions d'actions B.
- En décembre, mise en place du mécanisme de quota d'investissement pour les investisseurs institutionnels étrangers (QFII).

2003
- CITIC Securities devient la première société de bourse continentale cotée en bourse.
- UBS devient la première institution financière internationale à se voir accorder le statut d'investisseur institutionnel qualifié (QFII).

2004
- La Bill and Melinda Gates Foundation devient la première institution non financière à obtenir le statut de QFII.
- Barclays Global Investors lance le premier fonds indiciel coté à la bourse de Shanghai ouvert aux investisseurs américains.
- Le 27 mai, lancement du Shenzhen SME Board.
- En juin, début du gel des introductions en bourse et des augmentations de capital.
- Le Conseil des affaires d'Etat publie un document de référence sur les futurs développements des marchés financiers chinois (9-Guidelines on Promoting Reforms, Opening-up and Steady Development of China's Capital Market)

2005
- Après que l'indice shanghaïen a atteint un plus bas à 1 013,64 points, la CSRC annonce

un mécanisme de rachat d'actions pour restaurer la confiance des investisseurs.

- La vente des actions détenues par l'Etat est étendue à 42 sociétés.
- En avril, nouveau moratoire sur l'émission de nouvelles actions et augmentation du quota d'investissement pour les QFII de 4 à 10 Mds USD
- Création du SIPF et du China Jianyin Investment pour protéger les épargnants contre le risque de défaut des sociétés de courtage.
- En juin, la CSRC lève son interdiction sur les nouvelles introductions. Plusieurs centaines de sociétés se portent candidates à la cotation.
- UBS devient la première institution financière étrangère à prendre une participation dans un courtier chinois.
- La CSRC suspend les candidatures étrangères visant les prises de participations dans des courtiers chinois.
- A la fin de l'année les sociétés de bourse chinoises annoncent avoir perdu plus de 120 Ms USD.
- Le 27 octobre, adoption de la nouvelle loi sur les valeurs mobilières (Securities Law)

2006

- Le 1er janvier, entrée en vigueur de la nouvelle Securities Law
- La Chine adopte une version des normes comptables IFRS.
- UBS achète 20 % de Beijing Securities et le droit de contrôler le management, ce qui constitue une première.
- En mai, annonce de la reprise des introductions en bourse, des augmentations de capital, des émissions d'obligations convertibles et d'autres titres
- Le 9 mai, l'indice composite de Shanghai atteint son plus haut niveau depuis 24 mois soit **1 500 points**.
- En août, lancement du système d'investisseur domestique qualifié (QDII) qui permet aux sociétés chinoises d'investir sur les marchés financiers étrangers.
- La plus importante introduction jamais réalisée dans le monde est lancée à Shanghai et à Hong Kong pour la banque ICBC qui est finalement valorisée à 21,9 Mds USD.
- Le 8 septembre, création du China Financial Futures Exchange (CFFE).
- Le 20 octobre l'indice de Shanghai repasse au-dessus des **2 000 points**.

2007

- La frénésie d'achat spéculatif sur les marchés chinois se poursuit.
- Le 27 février, les craintes d'une bulle et la rumeur d'une intervention des autorités provoquent une correction passagère se répercutant sur l'ensemble des marchés internationaux.
- En mars, le marché shanghaien rebondit rapidement en passant les **3 000 points**
- Le 9 mai l'indice de Shanghai franchit les 4 000 points.
- Le 30 mai, le triplement du droit de timbre de 0,1 % à 0,3 % provoque une chute de 6 %. Le marché se stabilise par la suite autour de **4 000 points**.
- Le 23 août, en pleine crise financière internationale, le marché shanghaien atteint les **5 000 points**.
- En septembre, création de la China Investment Corporation (CIC), le fonds chargé de gérer une partie des réserves de change du pays et de financer la restructuration du secteur bancaire.
- Le 15 octobre, le niveau de l'indice de référence a dépassé les **6 000 points** en hausse de plus de 320 % sur un an.

Partie 1

Panorama des marchés

Chapitre 1

Un marché boursier en pleine ébullition

L'essentiel

- *La capitalisation totale des places continentales rivalisent maintenant avec les plus grandes places mondiales (devant la Deutsche Börse, et non loin de Tokyo). Toutefois, la capitalisation effectivement échangée, bien qu'en croissance rapide, ne représente encore que 39% du PIB.*
- *Shanghai est la principale place du pays ; Shenzhen est dédiée aux entreprises de taille moyenne et comprend également le SME Board, dédié aux PME. La CSRC concentre les pouvoirs de régulation et de supervision.*
- *Les indices composites ont, sur les 12 derniers mois, enregistrés une hausse de +240 % à Shanghai et +344 % à Shenzhen.*
- *Dans cette euphorie, les courtiers et les gestionnaires de fonds enregistrent depuis le début 2006 un décollage de leurs activités après une histoire mouvementée, riche en scandales et en vagues d'assainissement.*
- *Les étrangers sont maintenus à l'écart du marché. Ils ne peuvent avoir d'activité en propre, et sont contraints à un partenariat minoritaire pour toutes les activités de marché (au mieux 49% dans la gestion d'actifs ; 33% pour le courtage, dont l'accès est gelé pour l'instant). Ils ciblent donc des niches et soignent leur partenariat. Les partenariats sino-étrangers dans la gestion d'actifs apparaissent particulièrement performants et représentent 41 % du marché.*
- *Longtemps sceptiques, les détenteurs de licences QFII, permettant aux étrangers d'investir sur les marchés financiers continentaux, sont désormais tous largement investis sur les bourses continentales, profitant de l'envolée. L'ensemble des quotas QFII alloués n'étant que de 10 Mds USD, les opérateurs espèrent prochainement leur doublement.*
- *Les licences d'investissement vers l'étranger, les QDII, ont jusqu'à une époque encore très récente, été largement boudés par les opérateurs chinois. Néanmoins, l'assouplissement des règles d'investissement QDII, ainsi que l'élargissement du programme à des acteurs non bancaires, ont relancé l'intérêt des investisseurs chinois. Des analystes prévoient dans ce cadre de vastes perspectives d'investissement chinois sur les marchés financiers étrangers (de 40 à 90 Mds USD pour les 12 prochains mois).*

Les marchés financiers de Chine continentale ont connu une renaissance timide depuis le début des années 80, sous l'impulsion réformatrice de DENG Xiaoping. Lors des premières émissions en 1984, et jusqu'à la fin de la décennie, les infrastructures de la place de Shanghai se limitaient à un simple tableau noir et à une craie. Ce n'est qu'à la fin de l'année 1990 qu'est créée la version contemporaine de la bourse de Shanghai. L'essor des marchés chinois a depuis été tumultueux. Plusieurs freins ont bridé leur développement, notamment le contrecoup des événements de 1989, la crise asiatique en 1997, les scandales financiers des années 2000, pour finalement connaître depuis 2006 une renaissance spectaculaire.

Comparaisons internationales 20

Les bourses continentales 24

Les régulateurs 25

Les acteurs 28

Les indices et les principales capitalisations 51

Le rôle de Hong Kong et des autres places internationales 56

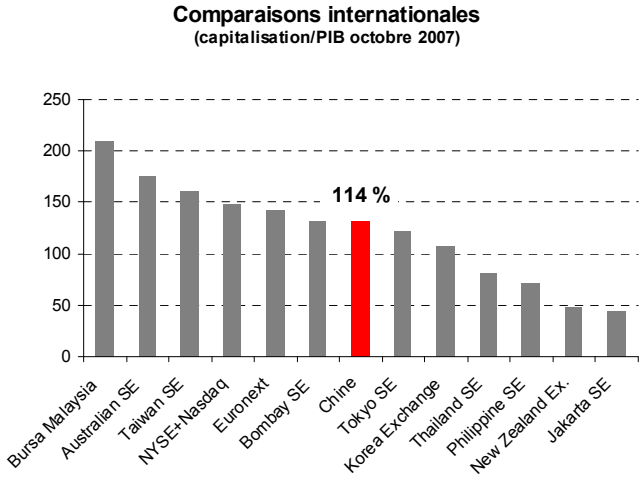
Comparaisons internationales

Source des graphiques : World Federation Exchange ; calculs ME de Pékin

Les bourses de Shanghai et de Shenzhen ont amorcé depuis un an et demi une croissance continue, à la fois en termes de capitalisation et de performance. Elles occupent désormais le premier rang des places émergentes, et dépassent Hong Kong et Francfort par leur capitalisation. Les bourses de Chine continentale représentent aujourd'hui 5,7 % de la capitalisation mondiale, contre seulement 1 % en juin 2006. Néanmoins, elles demeurent à un stade encore juvénile de leur développement. Les réserves de liquidités détenues jusqu'à présent en de simples comptes bancaires, les afflux extérieurs de *hot money*, le manque d'offre de titres à la cote, portent les marchés continentaux à un niveau de valorisation de plus en plus excessif.

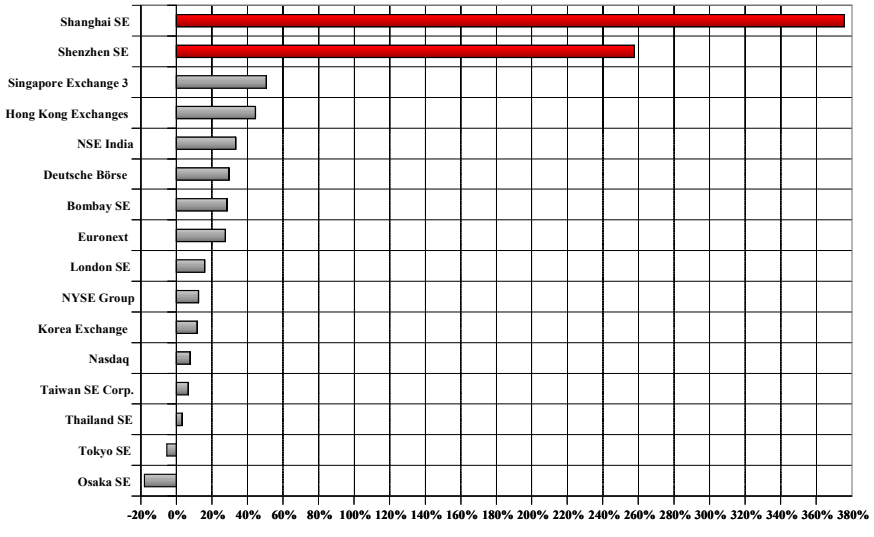
Des bourses encore modestes

Les deux bourses continentales affichaient début octobre une capitalisation de 3 600 Mds USD, soit 114 % de PIB chinois. Mais si on se limite à la capitalisation échangée, ce ratio n'était plus que de 39 % du PIB. Deux ans plus tôt, la capitalisation totale de la Chine en proportion de son PIB s'élevait à 28 % (9 % pour les seuls titres échangeables), plus faible ratio d'Asie à l'époque. En l'espace de deux années, il a plus que quadruplé, et sa marge de progression apparaît encore importante.



Le rattrapage

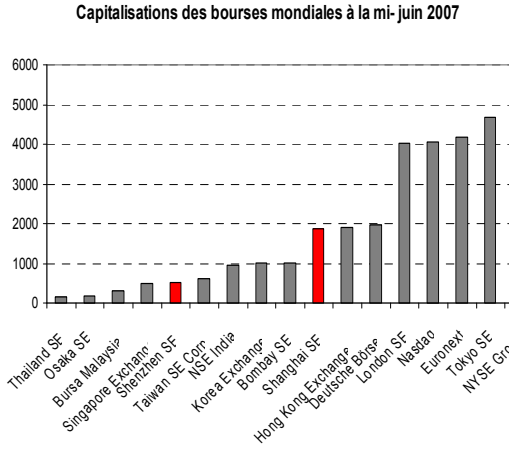
L'année dernière, les places chinoises ont connu la plus forte performance d'Asie (avec un pic de +343 % en moyenne pondérée de mi-2006 à mi-2007, après +24,5 % de mi-2005 à mi-2006 et -20,4 % pour la période 2004-2005). En comparaison avec la performance mondiale (+23,8 %) et même avec celle d'Asie pacifique (+33,8 %), la progression des marchés continentaux est hors normes.

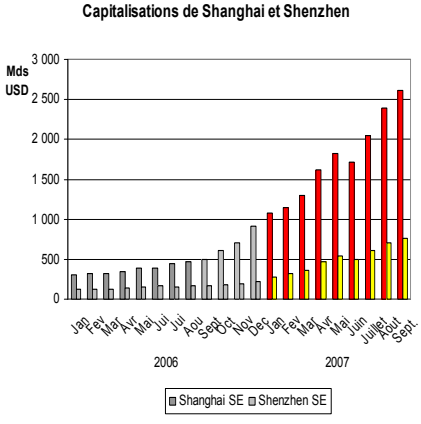


Avec 1 895 Mds USD de capitalisation mi-juin 2007, le Shanghai Stock Exchange (SSE) se situait légèrement en-deçà de la bourse de Francfort, au-dessus de la Bourse de Madrid et à égalité avec Hong Kong. Au cours de l'été 2007, Shanghai s'est détaché de Hong Kong pour être valorisé, au 1er septembre 2007, à 2 380 Mds USD contre 2 036 Mds USD pour Hong Kong, et au 1er octobre à 2 885 Mds USD contre 2 253 Mds pour Hong Kong.

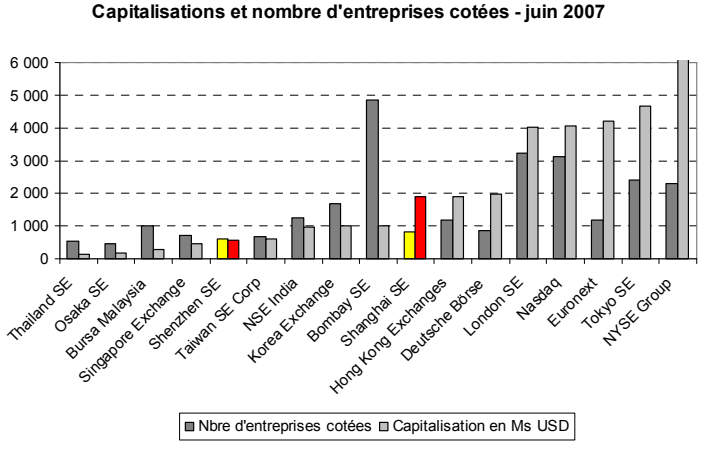
Le Shenzhen Stock Exchange (ZSE), se place depuis avril 2007 devant la bourse de Singapour, et depuis juillet devant celle de Taïwan. Début septembre 2007, la capitalisation de la place de Shenzhen s'élevait à 698 Mds USD contre 576 Mds USD pour Taïwan, et au 1er octobre déjà à 755 Mds USD.

Cumulées, les capitalisations des places continentales de Shanghai et de Shenzhen représentent en octobre 3 600 Mds USD. Néanmoins si l'on se limite aux titres échangeables (donc en excluant les titres d'Etat gelés), la capitalisation continentale n'est plus que de 1 150 Mds USD, soit moins que la capitalisation boursière de l'Inde.





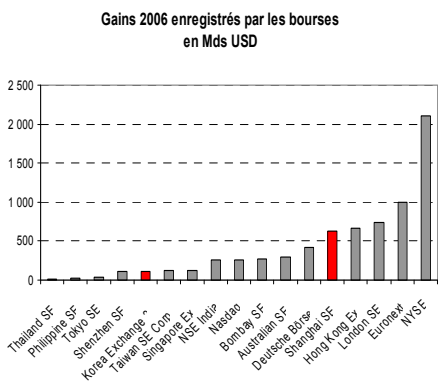
A niveau égal de capitalisation, les bourses continentales offrent moins de valeurs à la cote : 856 pour Shanghai contre 1189 pour Hong Kong, et 604 pour Shenzhen contre 689 pour Taïwan.

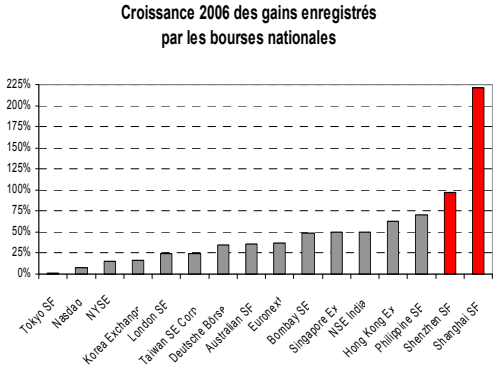


La capitalisation croît beaucoup plus rapidement que le nombre d'entreprises cotées. Entre mi-2006 et mi-2007, le nombre de sociétés cotées à Shanghai augmentait seulement de 2,3 % à Shanghai et de 14,2 % à Shenzhen.

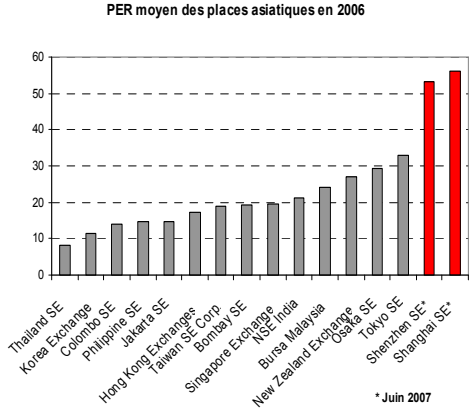
Une valorisation sans doute excessive des bourses continentales

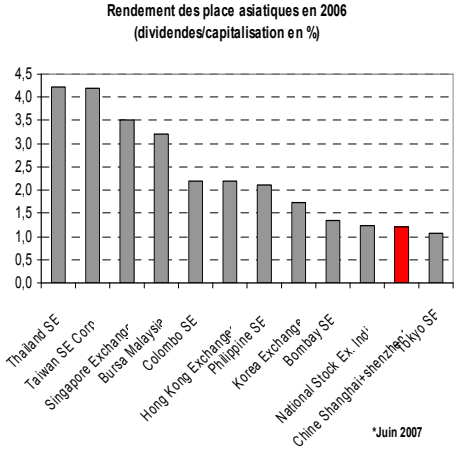
En hausse de +221 % en 2006, Shanghai a généré des gains comparables à ceux de Francfort ou Hong Kong. L'ensemble des gains enregistrés par les bourses continentales en 2006 s'élèvent à 650 Mds USD.



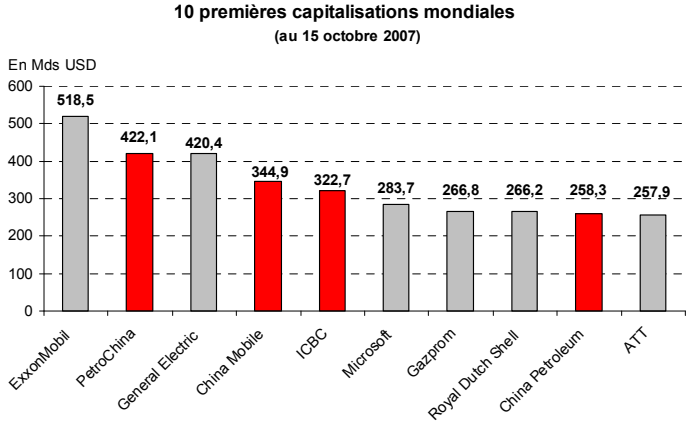


Pourtant, le rendement des titres des entreprises chinoises cotées reste parmi les plus bas d'Asie pacifique.





La valorisation des bourses continentales a d'ores et déjà permis de porter les champions nationaux au niveau des toutes premières capitalisations mondiales, même si le calcul prête à de nombreuses critiques. Petrochina se classe deuxième capitalisation mondiale, derrière ExxonMobil et devant General Electric, tandis qu'ICBC devient la première banque mondiale par sa capitalisation.



Sources : Les Echos, Bloomberg

Mi-juin 2007, le PER (price-earning ratio) moyen pondéré sur les résultats financiers 2006 à Shanghai était de 56. Il atteignait 75 pour les valeurs immobilières et même 94 pour les « commerciales ». Fin septembre 2007, ce PER moyen s'élevait à 63 pour Shanghai, 73 pour Shenzhen, contre 29 pour Hong Kong (pourtant déjà à un niveau

exceptionnel). Le cas des entreprises faisant l'objet d'une double cotation à Shanghai et à Hong Kong est particulièrement révélateur. Les actions H (actions des entreprises chinoises cotées à Hong Kong) s'échangeaient mi-2007 sur un PER de 17, contre un PER de 51 pour les mêmes entreprises cotées à Shanghai (*cf. la Partie II pour une analyse détaillée de cette déconnexion*).

Les bourses continentales

Shanghai Stock Exchange (SSE). Elle a été créée le 26 novembre 1990, et est active depuis le 19 décembre 1990. Il s'agit de la principale bourse de Chine continentale avec près de 19 650 Mds de CNY de capitalisation (2 616 Mds USD), début octobre 2007. La cote est répartie en actions A libellées en monnaie locale, accessibles aux seuls ressortissants chinois et à quelques investisseurs étrangers qualifiés, et actions B libellées en USD, ouvertes aux étrangers mais dont les valeurs sont plus modestes et moins connues. En octobre, on dénombrait 855 entreprises cotées, représentant 899 valeurs (marché A + marché B).

La SSE est un organisme non lucratif dépendant directement du régulateur, la CSRC. Elle a également mis en place une politique d'encouragement et de facilitation de l'établissement des opérateurs boursiers dans le quartier de Pudong à Shanghai, avec l'ambition de devenir le cœur financier de la Chine.

Shenzhen Stock Exchange (ZSE). Elle a été créée le 1er décembre 1990, et est active depuis le 19 décembre 1990. Elle est principalement dédiée aux entreprises de taille moyenne. Elle compte, début octobre 2007, 642 entreprises cotées, pour 5 666 Mds CNY (755 Mds USD) de capitalisation. Elle est de même nature et possède les mêmes prérogatives que le SSE sur la bourse de Shenzhen. A la mi-2004, après trois années de préparation mouvementées, Shenzhen a ouvert un deuxième marché exclusivement à l'intention des PME. Inaugurée le 27 mai 2004, le *Shenzhen's Small and Medium Enterprises Board* (SMEB) a été construit sur le modèle du *Hong Kong's Growth Enterprises Market* permettant aux PME chinoises de s'introduire en bourse avec des conditions de prospectus et d'informations allégées. Les valeurs inscrites au SMEB sont libellées en CNY et réservées aux investisseurs nationaux ou détenteurs de licence QFII. Fin 2006, elle comptait 55 entreprises cotées, 10 mois plus tard on en dénombrait 176 valorisées à 40 Mds USD avec un PER moyen de 79. Cette bourse prévoit d'accueillir dans les trois prochaines années 950 nouvelles valeurs à la cote.

Shanghai Futures Exchange (SHFE). Elle est le résultat de la fusion en 1999 de plusieurs marchés dérivés shanghaïens sur les métaux et les céréales. Elle compte, mi-2007, 215 membres et 250 terminaux de transactions. Les transactions portent actuellement sur le cuivre, l'aluminium, le caoutchouc naturel, le fioul et le zinc. Le volume de transactions en 2006 s'élevait à 2 286 Mds CNY, en croissance de 105 % par rapport à 2005.

Dalian Commodity Exchange (DCE). Elle a été créée en 1993. Elle compte 195 membres répartis dans l'ensemble du pays. La DCE traite avant tout des contrats sur graine de soja (le plus actif) et les tourteaux de soja. Les contrats sur soja en Chine représentent le quart des contrats équivalents cotés à Chicago et cinq fois ceux échangés à Tokyo. La DCE occupe le deuxième rang mondial sur ce segment. Le volume de transactions s'est élevé à 507 Mds CNY en 2006 (+ 42 %).

Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE). Elle fut historiquement le premier marché dérivé chinois, créé en octobre 1990. Elle est de taille bien plus modeste que Shanghai et Dalian. Elle compte 218 membres. Les contrats échangés portent essentiellement sur le blé, le haricot et l'arachide. Depuis mai 2007, elle traite aussi le colza destiné au biocarburant. En 2006, le volume de transactions a connu une croissance de +20 %, atteignant un volume global de transactions de 236 Mds CNY.

Les régulateurs

La China Securities Regulatory Commission

La China Securities Regulatory Commission (CSRC), créée en 1992, n'a pas toujours eu le monopole de la régulation des marchés financiers. La State Council Securities Commission (SCSC), créée la même année, a longtemps été en charge de l'établissement d'une réglementation générale des marchés chinois, alors que la CSRC ne s'occupait que de la supervision et de la mise en application des nouveaux règlements. La Banque centrale disposait d'un pouvoir important, notamment sur le contrôle des sociétés de gestions de fonds.

En août 1997, les marchés de Shenzhen et de Shanghai ont été placés sous le contrôle unique de la CSRC et de la SCSC. En avril 1998, les deux autorités ont fusionné pour devenir l'actuelle CSRC, placée directement sous le contrôle du Conseil des affaires d'Etat, au même titre que le régulateur bancaire, la CBRC, ou celui des assureurs, la CIRC.

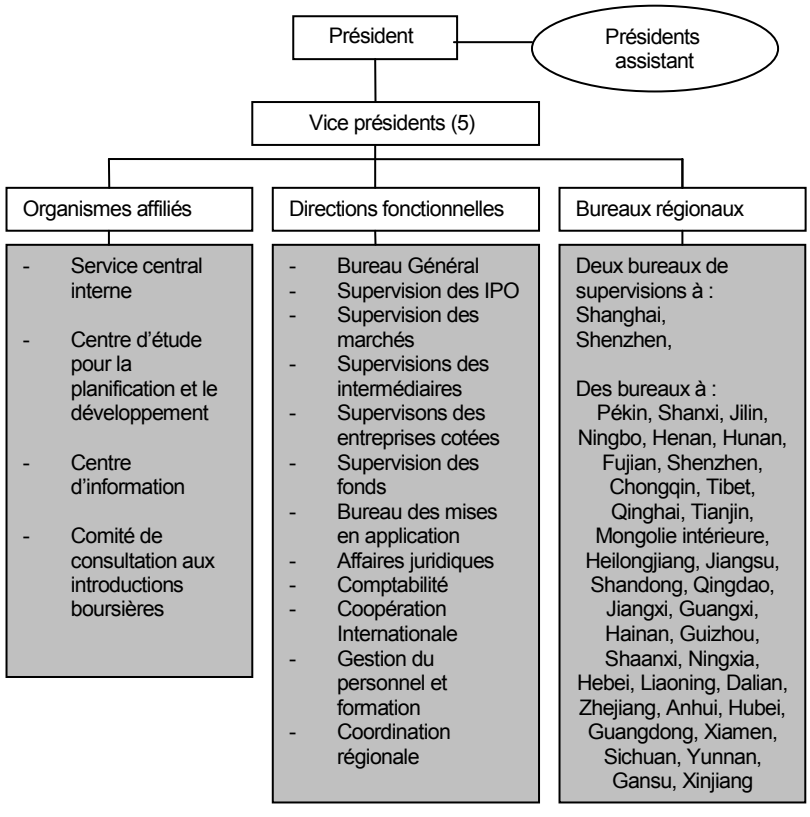
Prérogatives de la CSRC

En vertu de l'article 179 de la loi sur les valeurs mobilières- *Securities Law*- du 27 octobre 2005, en vigueur depuis le 1er janvier 2006, la CSRC est mandataire des pouvoir du Conseil des affaires d'Etat quant à :

- L'édiction des règles nécessaires à la supervision et à l'administration des marchés financiers ;
- La supervision et l'administration des introductions, échanges, enregistrement et suivi des valeurs boursières cotées ;
- La supervision et l'administration de l'ensemble des acteurs et institutions opérant sur les marchés financiers ;
- La formulation et la mise en application de standards et de codes de bonnes pratiques ;
- La supervision et le contrôle des informations circulant sur les marchés financiers ;
- La formulation des principes directeurs aux autorités et associations autorégulatrices du marché ;
- Le pouvoir de police et d'investigation quant aux respects des lois, des règles, des principes, et de la réglementation en vigueur ;
- Le pouvoir de contrôle et de sanction en cas d'infraction des lois, des règles, des principes, de la réglementation en vigueur.

Selon l'article 180 de la même loi, la CSRC est également en charge d'établir des mécanismes de coopération avec, d'une part, les autres régulateurs nationaux homologues et, d'autre part, toute juridiction étrangère lors d'une opération transfrontalière ou lorsque une partie étrangère est concernée.

Organisation institutionnelle de la CSRC



Source : China's Securities and Futures Markets Report, CSRC

Les autres régulateurs

La **CBRC** (China Banking Regulatory Commission) est consultée pour avis obligatoire, pour toute opération concernant une banque sur les marchés financiers.

La **CIRC** (China Insurance Regulatory Commission) est consultée pour avis obligatoire pour toute opération concernant un assureur sur les marchés financiers.

La Securities Association of China

Il ne s'agit pas d'un régulateur au sens strict, mais elle dépend directement de la CSRC. La Securities Association of China (SAC), établie le 28 août 1991, est une organisation non lucrative d'autorégulation, dotée d'une personnalité morale dont l'objet est de guider, superviser et administrer les règles et les recommandations émises par la CSRC et le Ministère des affaires civiles (chargé des associations et des entités non lucratives).

La plus haute autorité de la SAC est l'Assemblée générale de ses membres, qui désigne le Conseil d'administration, organe exécutif de la SAC. Mi-2007, la SAC comptait 282 membres dont 116 sociétés de bourses, 33 gestionnaires d'actifs, et 89 sociétés de conseil en valeurs mobilières.

La SAC a pour principale mission d'informer et de former ses membres au respect et à la bonne application des lois, de la réglementation (en vigueur et à venir), et des recommandations de la CSRC sur les marchés financiers. Elle veille sur les droits et

les intérêts légitimes des ses membres. Elle émet des suggestions et rapporte toute demande de ses membres à la CSRC. Elle sert de médiateur aux conflits entres membres de l'association. Elle édicte des règles d'autodiscipline qui ont force obligatoire et peut imposer des sanctions disciplinaires en cas de violation.

La CSRC a explicitement confié quatre missions à la SAC: faciliter l'innovation et l'introduction de nouvelles technologies au sein de la profession ; définir les exigences de qualification nécessaires à l'exercice professionnel ; édicter les règles et principes de bonne conduite, afin d'aboutir à la formation de standards ; la supervision et la gestion du *Share Transfer System*, registre de transfert des actions. Sur ce dernier point, la SAC n'exerce en pratique qu'une simple gestion administrative du registre.

State-Owned Assets Supervision and Administration Commission – la SASAC

La SASAC n'est pas à proprement parler un régulateur. Créée en avril 2003, elle a pour mandat de veiller à la préservation et à la valorisation des actifs des entreprises publiques non-financières[6]. Elle est placée sous l'autorité du Conseil des Affaires d'Etat. Elle nomme leurs principaux dirigeants et évalue leurs performances, mais n'intervient pas dans leur gestion quotidienne.

Auparavant, la gestion des entreprises d'Etat était éclatée entre un grand nombre d'institutions. La création de la SASAC a permis de distinguer le rôle de l'Etat actionnaire (SASAC) et de l'Etat régulateur. En 2003, la SASAC contrôlait directement 196 entreprises publiques et, indirectement via les agences locales de gestion des actifs d'Etat, quelques 174 000 entreprises. Son objectif à long terme est la cession de ces actifs au meilleur prix. A la fin 2006, la SASAC n'avait des participations de contrôle que dans 159 sociétés d'Etat (cumulant 1 590 Mds USD d'actifs). Elle souhaite arriver à un portefeuille compris entre 80 et 100 entreprises, avant 2010.

Règles de la SASAC sur les transactions boursières des sociétés d'Etat

La SASAC a publié une nouvelle réglementation fin 2005, régissant les transactions portant sur des titres de sociétés publiques. Toute société publique cotée doit demander une autorisation préalable de la SASAC pour une vente d'actions supérieure à :

- 5 % de leur capital pour les entreprises ayant une capitalisation inférieure à 1 Mds CNY ;
- 3% de leur capital pour les entreprises ayant une capitalisation supérieure à 1 Mds CNY.

La SASAC contrôle le transfert des actifs de l'Etat vers le secteur privé. Elle définit les règles du transfert et les critères d'acceptation des candidats à l'acquisition.

Concernant les introductions en bourse des sociétés d'Etat, la SASAC ne décide pas de la cotation. La décision relève de la CSRC. C'est néanmoins la SASAC qui avalise ou refuse la séparation juridique et comptable des branches les plus saines des groupes publics. En effet, les entreprises publiques, désireuses de se coter en bourse, sont tentées de détacher la filiale ou les pans les plus profitables du groupe, afin de gonfler les résultats financiers et de satisfaire artificiellement aux exigences de la CSRC. Longtemps conciliante, la SASAC a annoncé à l'automne 2007, un examen plus restrictif des montages juridiques des sociétés d'Etat qui désirent se coter en bourse.

[6] Les entreprises financières sont sous le contrôle de Huijin et du MOF (Ministère des Finances chinois)

Les acteurs des marchés

Les sociétés de bourse

Acteurs historiques, la plupart des sociétés de bourse sont apparues sur le marché entre la fin des années 1980[7] et le début des années 1990, créées par les gouvernements locaux. A l'origine, beaucoup d'entres elles étaient le service de gestion de titres de banques ou d'une société d'investissement local, que le gouvernement a souhaité séparer pour réduire le risque systémique. On dénombre aujourd'hui 107 maisons de titres et 80 sociétés de consulting sur le marché financier chinois. La CSRC avait décidé en 2005 de suspendre l'approbation de nouvelles sociétés de bourse, suspension qui vient d'être levée à l'automne 2007.

La création de sociétés de bourse, comme de sociétés de conseil en valeurs mobilières, nécessite l'approbation de la CSRC. Leurs statuts respectifs sont très liés et leurs fonctions mal distinguées. La CSRC, sous le terme de *Securities Trading Services Institutions*, englobe les *Securities Depository and Clearing Houses* (SDCC), qui correspondent aux activités de courtage *stricto sensu*, et les *Other Securities Trading Services Institutions*, qui exercent des activités de conseil. Toutes ces entreprises doivent être approuvées par la CSRC, à l'exception des cabinets d'avocat qui peuvent dans certains cas recevoir mandat de leurs clients pour des opérations financières (lors de fusions-acquisitions par exemple).

Des *Chinese Walls* encore très perméables

Le terme de *Chinese Walls*, apparu après la crise de 1929 aux Etats-Unis, désigne la séparation qui doit exister entre les activités de banque d'investissement et celles de courtage au sein d'une même institution financière. L'idée est de limiter les conflits d'intérêt entre une analyse objective des entreprises cotées, le rôle de mandataire et son rôle de conseil que peut exercer la société de bourse dans le placement de titres.

Alors que les réglementations en la matière tendent à être de plus en plus précises sur les marchés occidentaux (loi Sarbannes Oxley aux Etats-Unis, jurisprudence de la Cour d'appel de Paris du 30 juin 2006 dans l'affaire LVMH c/ Morgan Stanley en France), c'est loin d'être le cas en Chine. L'ajout des catégories de sociétés de conseil et de notation financière dans le statut (large) des maisons de courtage – *Securities trading services Institutions* en témoigne.

La CSRC n'a pour l'heure édicté qu'un texte à valeur réglementaire sur le sujet. Une société de conseil ne peut pas agir sur les marchés financiers en tant que mandataire de son client. Le mandat pour achat ou vente de titres d'un client de la société de conseil à un autre client de la société est interdit. La société de conseil ne peut passer d'accord de partenariat avec un courtier, en vue de toucher une commission sur les fonds orientés vers celui-ci. Néanmoins, l'interdiction n'est que de principe. Il est en effet possible pour un courtier - une *Securities depository and clearing House* - d'obtenir une licence délivrée par la CSRC, lui permettant de pratiquer une activité de conseil et vice et versa pour la société de conseil. La réglementation ne fait encore état d'aucune interdiction de communication ou de transmission d'informations au sein d'une même maison de courtage. En pratique, bon nombre de maisons de courtage exercent également des activités de conseil et pour certaines, les plus grosses, publient des rapports d'analyse sur la conjoncture et l'orientation des marchés boursiers. Actuellement, il n'existe pas d'arsenal juridique garantissant une séparation stricte au sein des sociétés de bourse entre les activités de conseil, d'analyse, et celles de courtage ou de placement de titres.

[7] La première fut Shenzhen SEZ Securities en 1987.

Tout comme leurs confrères étrangers, les sociétés de bourse chinoises se développent dans quatre lignes de métier principales : le courtage, la banque d'investissement, la gestion d'actifs (via la création d'une société *ad hoc*) et la gestion pour compte propre. Dans un marché longtemps morose, ces sociétés ont accumulés de lourdes pertes depuis leur création. En 2005, 21 sociétés parmi les 42 à avoir publié leurs résultats non audités, ont combiné des pertes d'un montant total de 51 Mds CNY. Presque toutes déficitaires pour la période 2001-2005, seules quelques rares sociétés de bourse ont connu meilleure fortune, notamment, CITIC Securities, Guoxin Securities et China International Capital Corp. (CICC).

Les sociétés de bourse on vu leur situation s'améliorer au fil de la remontée boursière observée depuis la fin 2005. En 2006, les sociétés de bourse ont enregistré un profit net cumulé de 25,5 Mds CNY, dont la moitié résultant du courtage. Les 6 premières enregistrent un profit net au-delà de 500 Ms CNY chacune, les 12 suivantes sont autour de 100 Ms CNY.

La prééminence du courtage

La spécificité des sociétés de bourse chinoises réside notamment dans la prééminence du courtage dans la structure de leurs revenus (plus de 50 %), alors que le cœur de métier dans les autres pays est en général la banque d'investissement. Or, depuis le passage d'une commission fixe à une commission variable en 2002, les recettes du courtage ont fondu lors de la baisse des marchés financiers chinois (2001-2005). Elles ont rebondi par la suite, au rythme de l'ascension de la bourse depuis fin 2005.

Dans les années 1990, le taux de commission fixé administrativement était de 0,35 % du montant de la transaction. La marge de fluctuation de ce taux ne variait que de 0,05 à 0,1 points. En 2002, la CSRC a libéralisé la fixation de la commission par les courtiers.

Aujourd'hui, fortement concurrentiel, les commissions varient dans une fourchette de 0,2 % à 0,3 % (0,15 % à 0,2 % en cas d'ordre passé par internet).

Une source de revenu complémentaire au courtage (entre 10 et 20 % du total) est le différentiel entre les intérêts que versent les banques aux sociétés de bourse sur leurs dépôts et ceux (plus faibles) que les sociétés de bourse versent à leurs clients. Mais l'évolution des taux interbancaires, la concurrence accrue, ainsi que la modernisation progressive des marchés financiers, tendent à diminuer cette rente de situation.

La faiblesse des activités de banque d'investissement

Historiquement, le peu d'enthousiasme pour la souscription a obligé les sociétés de bourse à s'exposer à un risque élevé et à conserver en compte propre les actions non placées de leurs clients. Les mauvais résultats et l'impossibilité de satisfaire à leurs engagements ont longtemps entaché l'image de la banque d'investissement en Chine. De fait, les sociétés de bourse ont restreint leurs services à la seule activité de placement de titres, limitation accentuée par le gel des IPOs de juin 2004 à juin 2005. De plus, en octobre 2006, en pleine effervescence des introductions boursières, la CSRC a émis une réglementation prohibant le réinvestissement des sommes levées lors d'une IPO dans une société de courtage, pratique qui avait été observée en 2006 et qui résultait d'un accord tacite entre la société de courtage et l'entreprise s'introduisant en bourse. L'objectif était de contourner la réglementation restrictive en matière de rétribution des services de banque d'investissement. La CSRC, qui a longtemps jugé le stade de développement de la bourse chinoise encore trop précoce pour encourager les activités de banque d'investissement, prévoit de développer ce segment à partir de la fin 2007.

Les pertes en gestion d'actifs

En gestion d'actifs, la concurrence entre les sociétés de bourse a engendré des pertes considérables, celles-ci étant prêtes à garantir des revenus fixes élevés à leurs clients (environ 10 %, même dans un marché fortement baissier). Beaucoup de sociétés ont perdu des montants largement supérieurs à leurs fonds propres lors de la longue période baissière.

Depuis le début 2006, le retournement des marchés financiers a offert de nouvelles opportunités aux sociétés de bourse. Néanmoins, la CSRC, qui redoute de nouvelles dérives, maintient un contrôle étroit sur les activités de gestion d'actifs des courtiers, en particulier quant à la séparation stricte de la gestion pour compte de tiers et celle pour compte propre. Ce dernier point représente un manque à gagner important pour les maisons de courtage, qui désireraient davantage optimiser la gestion des comptes titres de leurs clients, en même temps que leurs fonds propres.

Un réseau d'agences important

Une autre caractéristique défavorable est le maintien d'un nombre important de succursales par société de courtage (24 en moyenne en 2006), pour un coût d'exploitation annuel moyen estimé à 50 Ms CNY par succursale. Ceci engendre une forte rigidité dans leur structure de coûts. Dans les années 1990, au cours desquelles les transactions par Internet étaient quasi-inexistantes en Chine, le développement d'un réseau d'agences nationales faisaient partie de la stratégie des grandes sociétés de bourse. Internet et les systèmes d'exploitation informatiques ont aujourd'hui considérablement compressé les coûts d'exploitation. Les frais de commission peuvent varier sensiblement selon le mode de passation de l'ordre. A titre d'exemple, Galaxy Securities, l'un des premiers courtiers de Chine, facture une commission de 0,24 % pour un ordre passé par téléphone, et seulement de 0,16 % pour un ordre passé via internet.

Les activités des sociétés de bourse, pour la première fois bénéficiaires en 2006, restent encore fragiles et souvent entachées d'irrégularités.

Restructurer…

Les pratiques frauduleuses, la mauvaise gestion et la chute de la bourse pendant la période 2001-2005, ont conduit l'Etat, via son fonds de recapitalisation Huijin (alimenté par les réserves de change), à renflouer les sociétés de bourse dont la défaillance présentait un risque systémique. Les deux grands *brokers* étatiques Guotai Jun'An Securities et Oriental Securities ont ainsi été renfloués de 55 Mds CNY (7 Mds USD). Durant les trois dernières années, la CSRC a fermé et liquidé 19 maisons de courtage, et restreint les activités de 5 sociétés de bourse, pour détournement des fonds de leurs clients. Les sociétés sauvées de la faillite ont été redressées par la *State's Asset Management Company* (SAMC), créée en 2004 pour reprendre la gestion des sociétés de bourse les plus problématiques.

Parallèlement la CSRC a créé deux fonds en 2005 : le *Securities Investors Protection Fund* (SIPF), financé par le Ministère des Finances à hauteur de 6,3 Mds CNY (788 Ms USD), et le *China Jianyin Investment* alimenté de 3,7 Mds CNY (470 Ms USD) par la PBoC, afin de garantir le risque de défaut de paiement des maisons de courtages. Le fonds SIPF garantit à 100 % la défaillance des transactions inférieures à 100 000 CNY, aussi bien pour les particuliers que pour les institutionnels. Les sommes supérieures à 100 000 CNY sont garanties entre 50 % et 90 % en fonction du volume de la transaction, en partage avec le gouvernement central et le gouvernement provincial.

Le SIPF est actuellement alimenté par une faible commission sur chaque transaction dont le pourcentage dépend du niveau de risque pris par la société de bourse. Ce

fonds a récemment servi à restructurer trois sociétés de bourse afin de les fusionner en une seule. Il existe actuellement un débat pour savoir s'il convient d'utiliser ce fonds, afin de financer une réforme plus large d'assainissement et de restructuration des sociétés de bourse.

En 2006, parmi les principales opérations de restructuration, on compte :

- le renflouement de Yinhe Securities. Le montant du renflouement n'a pas été divulgué ;
- Hantang Securities et Minfa Securities ont été sanctionnées pour leur mauvaise gestion ;
- Beijing Securities a bénéficié de 510 Ms CNY (61 Ms USD), via l'entrée d'UBS dans son capital à hauteur de 20 % ;
- Zhongguancun et Science & Technology Securities ont été liquidées. Les créanciers ont été en partie remboursés sur le *Securities Investors Protection Fund* (SIPF);
- les créanciers de Dapeng Securities ont approuvé la procédure de faillite de la société. Les dirigeants de la société font actuellement l'objet de poursuites ;
- Guangfa Securities a acquis First Securities;
- le plan de restructuration de Aijian Securities a été approuvé par la CSRC ;
- Guotai Junan Securities a acquis Shanghai Securities ;
- Xinjiang Securities a acquis Hongyuan Securities ;
- Ailing Sun Securities a été réintégrée au sein de son groupe fondateur, Founder Group ;
- Everbright Securities a acquis Tianyi Securities ;
- Southwest Securities a été renflouée par China Jianyin Investment d'un montant non divulgué.

...et réformer les sociétés de bourse

Considérant les pratiques frauduleuses et les faibles performances des sociétés de bourse, la CSRC a mis en place une série de réformes à partir de la fin 2004. Le premier volet fut la séparation stricte de la gestion pour compte de tiers et sur fonds propres. La tenue des comptes et les opérations doivent être strictement séparées, mesure que les maisons de courtage jugent très sévère et handicapante pour leurs activités de gestion de fonds. Les contrôles, audits et enquêtes de la CSRC se sont par la suite accentués.

Deuxième volet de la réforme, début 2005, la CSRC a encouragé le retour et la promotion des chinois de l'étranger, ayant une expérience et une compétence avérées en matière de courtage et de gestion de fonds, à des postes de direction, afin d'améliorer le professionnalisme au sein des sociétés de bourse. La CSRC exige également du professionnel en courtage qu'il ait au moins deux ans d'expérience dans le domaine financier. Autre point important de la réforme, la politique de conditionnalité adoptée par la CSRC : elle conditionne toute approbation de nouveaux fonds, de nouveaux produits, ou plus simplement le développement des sociétés de bourse, à un constat préalable de bonne gestion.

Afin d'encourager les bonnes pratiques, la CSRC classe les sociétés de bourse en quatre catégories : le *Tier one* qui concerne les 18 sociétés les mieux gérées, le *Tier two* qui désigne les 29 suivantes. Les *Tier three* et *four* désignent *a contrario* les sociétés de bourses les plus risquées. La mise en place de ce classement s'est révélé fructueux puisque selon la CSRC, le *Tier one* représente plus de la moitié des

volumes échangés. Le 19 octobre 2006, la CSRC a décidé d'assouplir les règles de contrôle du système de compensation et de règlements des opérations financières. Cet assouplissement n'a concerné que les deux premiers paliers T1 et T2. Le T1 a en plus bénéficié d'une marge de liberté plus grande quant à l'expérimentation de produits innovants.

Depuis novembre 2006, les sociétés de bourse sont tenues de mettre en place une procédure détaillée de gestion des risques et de contrôle interne – « *Administrative Rule Regarding the Risk Management Targets of Securities Companies* ». Cette nouvelle réglementation introduit de nouveaux principes directeurs et de nouvelles règles sur les planchers de capitaux propres : les sociétés de bourse doivent avoir au moins 20 Ms CNY pour pouvoir agir en tant que courtier, 50 Ms CNY si la société veut étendre son activité à de la gestion (restreinte) d'actifs, 200 Ms CNY pour développer toute la gamme des services en gestion d'actifs, et 300 Ms CNY si la société veut être éligible à une licence QDII (cf. infra). Les sociétés de bourse doivent également satisfaire un ratio de capital net sur dettes et risques engagés d'au moins 8 %.

La CSRC a fixé pour le début 2008 un objectif de transparence du secteur. Les sociétés de courtage devront mettre à la disposition du public et des marchés le rapport financier annuel de l'exercice 2007. Une obligation de transmission qui ne valait jusqu'à présent qu'à l'égard de la CSRC.

Les coopérations sino-étrangères

Les courtiers et les banques d'investissement étrangers ne sont pas autorisés à opérer directement en Chine. En vertu des engagements pris par la Chine à l'OMC, les opérateurs étrangers peuvent détenir jusqu'à 33 % d'une société de bourse sous forme de *Joint Venture*. Les banques d'investissement et les sociétés de bourse étrangères sont également autorisées à établir un bureau de représentation. La seule activité librement ouverte aux étrangers est le crédit consortial (prêt accordé par plusieurs banques réunies en consortium), afin de lever des fonds sur les marchés internationaux pour le compte de banques chinoises, et les activités de courtage sur les marchés B de Shanghai et Shenzhen (au sens strict défini par un règlement de décembre 2001 de la CSRC).

En pratique, le secteur est très faiblement ouvert et l'on ne dénombre que 8 *joint venture*, dont un cas de dissolution[8]. La première JV, China International Capital Corp. (CICC), a été approuvée en 1995. Les créations suivantes sont intervenues dans le cadre de plans de restructuration. Par exemple, Goldman Sachs, qui en plus des 33 % de participation dans la JV Goldman Sachs Gao Hua Securities pour un montant de 390 Ms CNY (50 Ms USD), avait renfloué en août 2004 son partenaire Beijing Gao Hua Securities (sous forme de donation) de 510 Ms CNY (61 Ms USD). Bien que minoritaire, Goldman Sachs avait pris la direction de la JV. Goldman Sachs avait prêté quelques mois auparavant 800 Ms CNY pour l'établissement de Beijing Gao Hua Securities en coopération avec Lenovo. La société de bourse s'associera par la suite à Goldman Sachs pour fonder la JV. Au total Goldman Sachs a en réalité contribué au redressement de son partenaire Beijing Gao Hua Securities pour un montant de 1 700 Ms CNY (soit 220 Ms USD). A l'automne 2007, on évoque le retrait amiable du partenaire chinois. Il existe d'autres exemples de restructurations soutenues par des opérateurs étrangers : UBS a acquis 20 % de Beijing Securities pour 210 Ms USD, ou le sauvetage de Liaoning Securities par JP Morgan pour un montant non divulgué.

L'entrée des maisons de courtage étrangères dans les sociétés de bourse continentales ne se limite à un apport financier. Le partenaire étranger doit encore prouver la compétence de ses équipes en Chine, en apportant au moins 50 personnes ayant au moins 10 ans d'expérience dans le courtage ou la banque d'investissement,

[8] En janvier 2007, BNP s'est retirée de la JV BNP-Changjiang Securities en cédant 33 % de sa participation à Changjiang Securities.

au service de la JV nouvellement créée. Exigence que nombre de courtiers étrangers estiment excessive.

Le 14 septembre 2006, la CSRC a annoncé la suspension de toutes les procédures de coopération sino-étrangère en cours. Citigroup et ABN Amro, qui avait tous deux signé un mémorandum d'accord, ont vu leur projet de JV arrêté pour une durée indéfinie. Néanmoins, les autorités chinoises ont annoncé en mai 2007, lors du dialogue stratégique sino-américain, la levée prochaine du moratoire. Pékin pourrait également accepter d'autres avancées, comme le relèvement du plafond de détention des JV par les étrangers, de 33 % à 49 %, et la délivrance de nouvelles licences de JV. L'enjeu est de taille pour les courtiers et banques d'investissements étrangers : les sociétés chinoises nouvellement cotées devraient lever plus de 70 Mds USD en 2007 sur les places locales.

Les sociétés de bourse établies en joint ventures

Sociétés de bourse	Partenaires étrangers	Partenaires locaux
China International Capital Corp. (CICC) (1995)	- Morgan Stanley (33 %) - The Mingly (7,35 %) - Government of Singapore Investment (7,65 %)	- China Construction Bank (43,35 %) - Guarantee (7,65 %)
Bank of China International (Chine continentale)	Bank of China International	- State Development & Investment Yuxi Hongta Group - China General Technology - Shanghai State-owned Assets Operation
China Euro Securities	Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA)	Xiangcai Securities
Shanghai Daiwa SMBC Securities	Daiwa Securities SMBC	Shanghai Securities
Goldman Sachs Gao Hua Securities	Goldman Sachs	Beijing Gao Hua Securities Lenovo
Beijing Securities (2006)	- UBS (20 %) - IFC	- COFCO - State Development Investment Comp. - Jianyin Investment - Beijing Municipal Government
Liaoning Securities (2005)	JP Morgan (33 %)	- Liaoning Securities - Liaoning Province Government
Jutian Securities Co	Morgan Stanley (35 %)	Jutian Securities
En pourparler Un MoU a été signé	Citigroup	Huatai Securities
En pourparler Un MoU a été signé	ABN Amro	Haitong Securities
En pourparler	Citigroup	CITIC Securities
En pourparler suite à la JV créée à Hong Kong	Bearn Sterns	CITIC Securities
En pourparler	HSBC	Bank of Communications

Source : EIU

Perspectives pour les sociétés de bourse en Chine

La plupart des maisons de courtage envisagent leur introduction en bourse comme prochaine étape de leur développement. Seules quatre sociétés de bourse sont aujourd'hui cotées sur le marché A de Shanghai : Hongyuan Securities (1993), CITIC Securities (2003), et plus récemment, depuis le 31 juillet et le 27 août 2007, Haitong Securities et Dongbei Securities. Les cotations de Haitong et Dongbei Securities sont pour le moins originales. Face aux dérives et à la mauvaise gouvernance des courtiers, la CSRC avait décidé en 2003 un moratoire sur leurs introductions en bourse. Sans revenir formellement sur ce moratoire, la CSRC a autorisé à l'été 2007, selon une procédure étonnante, Dongbei Securities à racheter la société d'autoroute Jingliuliu cotée à Shanghai et Haitong Securities à acquérir le conglomérat Dushi, également coté à Shanghai. Puis Dongbei Securities s'est substituée à Jingliuliu à la cote, et Haitong Securities à Dushi. Si Haitong Securities et Dongbei Securities sont

bien cotées à Shanghai, elles n'ont pourtant pas fait formellement l'objet d'une introduction boursière.

La CSRC examine actuellement les demandes d'IPO de 5 sociétés de bourse : Guangfa Securities, Guoyuan Securities, Everbright Securities, Changjiang Securities et Merchant Securities.

A noter que CITIC Securities prévoit de lancer, au second semestre 2007, une deuxième cotation de son titre à la bourse de Hong Kong, après celle de Shanghai. CITIC Securities et Citigroup seraient en négociation pour une éventuelle prise de participation de la banque américaine dans CITIC, lors de son introduction à la bourse de Hong Kong.

Les sociétés de gestion d'actifs

Une histoire mouvementée

Le boom des sociétés de gestion de fonds a débuté dès leur création : 37 fonds avaient été créés dès 1992. Jusqu'en 1997, ce secteur évoluait sans réglementation ni réel contrôle par les autorités. Les promoteurs de ces fonds étaient avant tout des trusts et sociétés d'investissement locales et les sociétés de bourse. Il n'était pas rare de trouver dans le même groupe, la société du promoteur, la société créatrice du fonds, le fonds et le dépositaire du fonds de placement. Malgré leur multiplication, ces sociétés ne représentaient en 1997, que 1,27 % des actifs échangeables sur le marché.

L'adoption d'un cadre réglementaire (*Provisional Measures for Managing Securities Investment Funds* - novembre 1997), ainsi que la création de la CSRC sous sa forme actuelle en 1998, ont considérablement bouleversé le marché. Désormais, seules les sociétés de bourse et les sociétés d'investissement ont le droit de créer des sociétés de gestion de fonds. Il en a résulté à l'époque une restructuration du marché en 6 sociétés, dont 2 nouvelles (China Southern Fund Management et Guotai Asset Management). Les régulateurs, considérant à l'époque ces sociétés comme des investisseurs stables, leurs avaient alloué un droit de priorité de 20 % lors des nouvelles émissions, afin de renforcer leur poids. Parallèlement, les autorités se sont attelées à la restructuration des anciens fonds. Fin 2000, le nombre de sociétés de gestion restructurées s'élevaient à 34, représentants 84,7 Mds CNY d'actifs sous gestion. Le gonflement du nombre de sociétés de gestion au début des années 2000, dans un contexte de très bons rendements, a vu la résurgence des manipulations de cours. La CSRC avait alors réagi en prenant des sanctions drastiques envers 8 sociétés, dont quelques acteurs importants comme Boshi Fund Management.

Frais et droits de gestions pratiqués par les gestionnaires de fonds

	Frais de gestion en % (Management fees)	Droits de garde des titres en % (Custodian fee)
Fonds ouvert :		
Equity fund – Stock	1,2 – 1,5	0,2 – 0,25
Equity fund – Index	0,5 – 1,3	0,1 – 0,25
Hybrid fund	1,2 – 1,5	0,2 – 0,25
Bond fund	0,41 – 0,8	0,14 – 0,2
Capital guaranteed	1 – 1,2	0,2
Money market fund	0,33	0,1
Fonds fermés	1,25 – 1,5	0,25

Source : Z-Ben Advisors Ltd, KPMG

En septembre 2001, apparaît le premier fonds ouvert, Hu'an Creative Fund. L'arrivée de ce nouveau type d'acteur a considérablement dynamisé le marché, dans la mesure où les investisseurs ont la possibilité de céder leurs titres, s'ils ne sont pas satisfaits des performances. Ces nouveaux fonds ont ainsi introduit une relative culture de

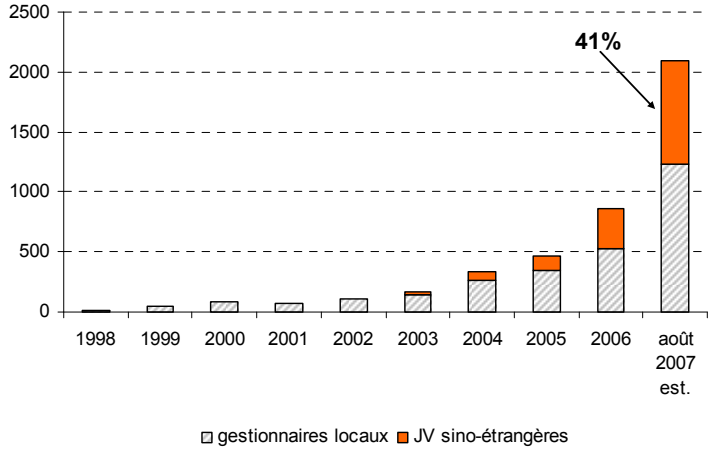
marché chez les gestionnaires chinois. L'attrait pour les fonds ouverts a progressivement entraîné la marginalisation des fonds fermés.

La croissance de ces fonds a aussi conduit les gestionnaires à innover pour se démarquer de leurs concurrents. Le premier fonds obligataire (CSFM Baoyuan Fund) et le premier fonds indiciel (Hu'uan 180 Index Fund) ont été créés à la fin de l'année 2002. En 2003, sont apparus les premiers fonds à rendement garanti, ainsi que le premier fonds monétaire. L'influence des fonds va croissante. Par exemple, ils ont bloqué une émission d'obligations convertibles de China Merchant Banks, jugée contraire à leur intérêt d'actionnaire.

Une multitude d'acteurs pour un marché encore très concentré

Aujourd'hui, on dénombre 59 sociétés de gestion de fonds, gérant plus de 340 fonds. Selon la CSRC, le volume total des fonds sous gestion atteindrait 2962 Mds CNY à la fin septembre 2007, à la suite d'une progression record au cours du 3e trimestre de 71%. En effet, après le mini-crash du 30 mai, les petits porteurs ont préféré confier leur épargne à des gestionnaires professionnels. 6 fonds dépassent même 30 Mds CNY d'actifs sous gestion (dont deux gérés par la société Boshi).

Le rôle croissant des gestionnaires étrangers
(en Mds CNY)



Le leader du marché serait une société chinoise, E-Fund Management, avec 7,3 % de part de marché à la fin août 2007. Le secteur est encore très concentré : fin 2006, les 10 premiers détenaient 58 % du marché. Parmi ceux-ci, 7 sont exclusivement chinois, montrant le caractère encore « traditionnel » de ce secteur en Chine. Les positions changent néanmoins rapidement, et les sociétés sino-étrangères augmentent très rapidement leurs parts de marché : de 25% en 2005, elles détiennent maintenant 41% d'un marché en pleine expansion. Par exemple, la joint-venture Fortune SGAM de la Société Générale, de Baosteel et de Fortune Trust & Investment Co (FTIC), a enregistré plusieurs collectes exceptionnelles. Ses actifs sous gestion dépassent aujourd'hui 10 Mds USD.

Toutes les entreprises de gestion de fonds présentes en Chine cherchent à stabiliser leurs performances. Les approches sont néanmoins différentes. Alors que les sociétés chinoises cherchent essentiellement à satisfaire les demandes à court terme de leurs clients, les joint-ventures ont, elles, souvent une stratégie d'investissement de plus long terme. Jusqu'à maintenant, la première approche s'est révélée la plus performante. Les fonds ne jouent donc globalement pas le rôle de stabilisateur attendu

par les autorités. De plus, le faible flottant encourage les manipulations de cours par des gestionnaires indélicats.

Les perspectives du marché sont très optimistes : on évoque 1 400 Mds USD sous gestion avant 2016, selon un rapport McKinsey. Cette étude prévoit une hausse annuelle de 25 % des actifs à gérer pour les 10 prochaines années.

Liste des gestionnaires de fonds locaux et étrangers en Chine

En grisé les gestionnaires à participation étrangère	Au 31 août 2007 *estimations*		Au 31 décembre 2006		Au 31 décembre 2005	
	Actifs sous gestion (Ms CNY)	*Part de marché*	Actifs sous gestion (Ms CNY)	Part de marché	Actifs sous gestion (CNY Ms)	Part de marché
E-Fund Management	*152 910*	*7,31%*	63 124	7,37%	36 198	7,72%
China Southern	*137 511*	*6,58%*	76 303	8,91%	53 677	11,44%
China Asset Management	*134 441*	*6,43%*	72 355	8,45%	40 166	8,56%
Harvest (Deutsche AM)	*134381*	*6,43%*	89 090	9,7%	24 611	5,25%
Bosera Boshi Fund	*102 298*	*4,89%*	38 046	4,44%	37 311	7,95%
Yinghua	*86 416*	*4,13%*	30 400	3,55%	11 258	2,4%
China Int. Fund Man. (JP Morg.)	*84 677*	*4,05%*	28 612	3,34%	2 452	0,52%
China Great Wall	*73 386*	*3,51%*	11 605	1,36%	7 197	1,53%
GF Fund Manag.	*71 984*	*3,44%*	35 687	4,17%	9 000	1,92%
Dacheng	*61 671*	*2,95%*	31 878	3,72%	13 474	2,87%
CCB Principal	*52 803*	*2,53%*	11 547	1,35%	6 237	1,33%
China Merchants	*52 680*	*2,52%*	10 628	1,24%	15 485	3,3%
Fortune SGAM[9]	*52 014*	*2,49%*	18 677	2,18%	12 452	2,65%
Penghua	*51 473*	*2,46%*	15 407	1,8%	11 354	2,42%
Rongtong	*48 362*	*2,31%*	14 351	1,68%	6 634	1,41%
ICBC Credit Suisse	*46 518*	*2,23%*	29 461	3,46%	3 947	0,84%
Hua'an	*46 470*	*2,22%*	26 561	3,1%	44 850	9,56%
Fullgoal (BMO)	*42711*	*2,04%*	26 059	3,04%	8 062	1,72%
UBS SDIC	*40924*	*1,96%*	7 209	0,84%	2 326	0,5%
Guotai	*40 277*	*1,93%*	16 635	1,94%	8 724	1,86%
China Universal	*37 014*	*1,77%*	10 348	1,21%	868	0,19%
BoCom Schroder	*36 676*	*1,75%*	23 122	2,7%	2 504	0,53%
Lion	*36 415*	*1,74%*	12 664	1,48%	4 760	1,01%
Zhonghai	*36 338*	*1,74%*	1 399	0,16%	499	0,11%
Fortis Haitong	*34 235*	*1,64%*	14 959	1,75%	14 557	3,1%
Franklin Templeton Sealand	*31 974*	*1,53%*	2 486	0,29%	527	0,11%
Industrial Bank Fund	*28 381*	*1,36%*	6 820	0,8%	3 047	0,65%
Changsheng	*26 634*	*1,27%*	17 488	2,04%	11 372	2,42%
Baoying	*23 504*	*1,12%*	5 082	0,59%	2 859	0,61%
SYWG BNPParisbas	*21 229*	*1,02%*	6 472	0,76%	5 440	1,16%
China Post Capit.	*20 821*	*1,00%*	2 148	0,25%	-	0
First State Cinda	*20400*	*0,98%*	-	-	-	0
CITIC	*20 112*	*0,96%*	5 876	0,69%	10 211	2,18%
AIG-Huatai	*18 823*	*0,90%*	3 617	0,42%	683	0,15%

[9] Fortune SGAM a réalisé une levée importante de fonds depuis ce classement. Au total, la JV dispose de 80 Mds CNY sous gestion, ce qui la placerait au 8e rang national.

ABN AMRO TEDA	*17322*	*0,83%*	19 070	2,23%	4 935	1,05%
Galaxy	*16 551*	*0,79%*	7 546	0,88%	9 130	1,95%
INVESCO GreatWall	*15 358*	*0,73%*	29 786	3,48%	4 299	0,92%
Lord Abbett China	*14846*	*0,71%*	-	-	-	0
Huafu	*14 430*	*0,69%*	999	0,12%	365	0,08%
Orient	*13 946*	*0,67%*	972	0,11%	316	0,07%
HSBC Jintrust	*13 846*	*0,66%*	4 744	0,55%	-	0
First-Trust	*13 413*	*0,64%*	4 724	0,55%	7 363	1,57%
Everbright Pramerica	*11 523*	*0,55%*	2016	0,24%	3 053	0,65%
Lombarda China	*8805*	*0,42%*	-	-	-	0
Soochow	*8 016*	*0,38%*	2 314	0,27%	347	0,07%
BOC International	*6 989*	*0,33%*	6 200	0,72%	1 788	0,38%
CITIC Prudential	*6 989*	*0,33%*	5 624	0,66%	-	0
Chang Xin	*6 662*	*0,32%*	5 148	0,6%	12 344	2,63%
Golden Eagle	*2 904*	*0,14%*	175	0,02%	589	0,13%
Jutian (Morgan Stan.)	*2 872*	*0,14%*	499	0,06%	1 061	0,23%
China Nature	*2 636*	*0,13%*	492	0,06%	392	0,08%
New Century	*2 259*	*0,11%*	135	0,02%	447	0,1%
Wanjia	*2 161*	*0,10%*	2 051	0,24%	2 079	0,44%
Yimin	*1 492*	*0,07%*	1 567	0,18%	-	0
Guotai Junan Allianz	*856*	*0,04%*	1 905	0,22%	7 632	1,63%
Tianhong	*115*	*0,01%*	188	0,02%	255	0,05%
Huashang	-	*7,31%*	-	-	-	-
KBC-Goldstate	-	*6,58%*	-	-	-	-
TOTAL	***2 090 454*** [10]	***100 %***	**856 452**	**100 %**	**469 116**	**100 %**
TOTAL des partenariats	***863 329***	***41,30 %***	**335 465**	**39,17 %**	**120 964**	**25,79 %**

Source : Z-Ben Advisors Ltd, KPMG, et Winroo 网润融资讯 pour 2007

La distribution des fonds emprunte quatre canaux principaux : les réseaux bancaires, les sociétés de bourse, la vente directe, le e-commerce (c'est-à-dire internet et le téléphone). Classiquement, le distributeur prélève 30 à 40% des frais de gestion. Dans un premier temps, les réseaux bancaires ont perdu de leur prééminence au profit, notamment, des sociétés de bourse.

Evolution des canaux de distribution des fonds

	2002	2003	2004	2005	2006
Banques	54.61%	44.19%	40.75%	24.07%	43.82%
Sociétés de bourse	1.73%	6.99%	16.05%	19.83%	17.07%
Vente directe	43.66%	48.70%	42.99%	55.04%	37.36%
e-commerce	-	0.08%	0.17%	1.03%	1.74%

Toutefois, avec la flambée boursière et l'arrivée des petits épargnants, dont le seul contact avec l'industrie financière est le réseau des succursales bancaires, on constate un retour en force des banques dans la distribution. Aujourd'hui, grace à leur proximité avec la clientèle de masse, **on estime de 60 à 70% la part des banques dans la distribution de fonds**. Le marché paraît néanmoins peu stabilisé.

[10] La CSRC annonce un total de 2962 Mds CNY d'actifs sous gestion à la fin septembre 2007.

Principaux titres détenus par les fonds continentaux (*au 3ème trimestre 2007*)

Titre à la cote du SSE ou du SZE	Valorisation du portefeuille détenu par les fonds (Ms CNY)	Nombre d'actions détenues par les fonds (en Ms)	Evolution trimestrielle du nombre d'actions détenues (%)	Part du flottant détenu par les fonds
Merchants Bank (SSE)	99.624	2 603,191	+7,33 %	17,70 %
CITIC Securities (SSE)	77.030	796,513	+5,89 %	28,53 %
Ping'An (SSE)	57.753	427,962	+6,53 %	53,16 %
Shanghai Pudong Dev. Bank (SSE)	57.587	1 096,911	+6,51 %	33,64 %
Wanke (SZE)	51.420	1 730,426	+1,47 %	33,29 %
Baosteel (SSE)	27.408	1 506,784	+9,19 %	26,85 %
Suning (SZE)	27.199	396,376	-10,09 %	85,17 %
Shenzhen dev. Bank (SSE)	24.802	620,373	+21,59 %	40,02 %
Maotai (SSE)	19.011	126,347	+0,12 %	30,97 %
Wu steel (SSE)	17.276	977,742	+7,04 %	34,48 %
Daqing Railway (SSE)	15.999	628,189	+17,01 %	24,14 %
Unicom (SSE)	15.282	1 636,216	+15,60 %	19,66 %
China Ocean (SSE)	15.176	336,815	+14,89 %	26,97 %
China shipping (SSE)	14.945	54,549	-5,38 %	40,47 %
Industrial Bank (SSE)	14.758	261,586	+4,90 %	37,32 %
China Life (SSE)	14.538	232,959	-0,10 %	25,88 %
Yangtze Power (SZE)	14.337	742,123	-0,35 %	15,12 %
Minsheng Bank (SSE)	13.867	877,151	-2,58 %	7,25 %
Xishan coal (SZE)	12.986	181,651	+10,29 %	32,08 %
Tang steel (SSE)	12.846	489,956	+17,55 %	44,31 %

ETAT DES DIFFERENTS PARTENARIATS EN GESTION D'ACTIFS A OCTOBRE 2007

Date de création (partenaire étranger)	Nom du partenariat	Partenaire étranger	Partenaires chinois
Déc. 2002	China Merchants Fund Management (JV)	ING Investment Management (30%)	China Merchants Securities (40%), China Huaneng Finance (10%), China Power Financial Affairs (10%), China COSCO Finance (10%)
Février 2003	Fortune SGAM Fund Management (JV)	Société Générale Asset Management (33%)	Fortune Trust & Investment (67%)
Mars 2003	Guotai Junan Allianz Fund Management (JV)	AllianzDresdner Asset Management (33%)	Guotai Junan Securities (67%)
Avril 2003	Fortis Haitong Investment Management (JV)	Fortis Investment Management (49%)	Haitong Securities (51%)
Avril 1999 (Mai 2003)	Fullgoal Fund Management	BMO Financial Group (27,78%)	Haitong Securities (27,78%), Shenyin&Wanguo Securities (27,78%), Shandong International Trust&Investment (27,78%)
Juin 2003	INVESCO Great Wall Fund Mgmt (JV)	INVESCO Asia (49%)	Great Wall Securities (49%), Dalian Shide Group (1%), Kailuan Group (1%)
Juil. 2002 (Sept.2003)	ABN AMRO TEDA Fund Management	ABN AMRO Asset Management Asia (49%)	Northern International Trust and Investment (51%)
Décembre.. 2003	SYWG BNP Paribas Asset Mgmt (JV)	BNP Paribas Asset Management (33%)	Sheyin&Wanguo Securities (67%)
March 2004	Everbright Pramerica Fund Management	Pramerica Investment Management (33%)	Everbright Securities (67%)
Avril 2004	China International Fund Management	JPMorgan Asset Management UK (49%)	Shanghai International Trust&Investment (51%)
Juin 2004	BOC International Investment Managers	Merrill Lynch Investment Managers (16,5%), BOC International Holdings (16,5%)	BOCInternational China (67%)
Septembre 2004	Franklin Templeton Sealand Fund Mgmt	Franklin Templeton (49%)	Sealand Securities (51%)
Novembre 2004	AIG Huatai Fund Management	AIG Global Investment (49%)	Huatai Securities (49%), SuzhouNew District HiTech IndustrialPark (2%)
Juin 2005	ICBC Crédit Suisse Asset Management (JV)	Crédit Suisse (25%)	ICBC (55%), China Ocean Shipping Company (20%)
Mars 1999 (Juin2005)	Harvest Fund Management	Deutsche Asset Management Asia (19,5%)	China Credit Trust (48%), Li Xin Investment (32.5%)
Juin 2002 (juin 2005)	UBS SDIC Fund Management	UBS (49%)	SDIC Hongtai Trust&Investment (51%)
Juillet 2005	Bank of Communications Schroder Fund Management (JV)	Schroder Investement Management (30%)	Bank of Communications (65%), China Intl. Marine Containers (5%)
Août 2005	CITIC Prudential Fund Management	Prudential (33%)	CITIC Group (33%), China-Singapore Suzhou Ind. Park Venture (18%), Suzhou New District HiTech Ind. Park (16%)
Septembre 2005	CCB Principal Asset Management	Principal Financial Group (25%)	China Construction Bank (65%), China Huadian Corp. (10%)
Octobre 2005	HSBC Jintrust Fund Management	HSBC Investment UK (49%)	Shanxi Trust & Investment (51%)
Avril 2006	First State Cinda Fund Management	First State Investment Management (46%)	Cinda Asset Management (54%)
Mai 2006	Lord Abbett China	Lord Abbett (49%)	Yangtze Securities (30%), Tsinghua Holdings (21%)
Mai 2006	Lombarda China Fund Management	Banca Lombarda e Piemontese (49%)	Guodu Securities (47%), Pingdingshan Coal (4%)
Novembre 2006	KBC-Goldstate Fund Management	KBC Asset Management (49%)	Goldstate Securities (51%)
Octobre 2007	China's Jutian Fund Management	Morgan Stanley (35 %)	Jutian Fund, Guoan Information Industry
En cours		Crédit Agricole Asset Management (33,7%)	Agricultural Bank of China (51,3%), CHALCO (15%)
En cours		Royal Bank of Canada (30%)	China Minsheng Banking (60%), China Three Gorges Project (10%)
En cours		AXA Investment Managers (39%)	Shanghai Pudong Development Bank (51%), Shanghai Dragon Invest. (10%)
Mai 2001 (en cours)	Rongtong Fund Management	Nikko Asset Management (20%)	Hebei Securities (40%), United Securities (20%), Chinalion Sec. (20%)

Les grands institutionnels

Le Fonds National de Sécurité Sociale (FNSS)

Le FNSS a été fondé par le gouvernement central en 2000. Le fonds est actuellement une réserve de soutien aux fonds de pensions provinciaux. Toutefois, aucune modalité n'a pour l'instant été définie quant au système de refinancement par le FNSS de ces fonds locaux. Son rôle pourrait évoluer dans l'avenir. Le FNSS est directement placé sous le contrôle du Conseil des Affaires d'Etat, mais il est aussi supervisé par le Ministère des Finances et le Ministère du travail et de la sécurité sociale. Il est régi par des règles spécifiques. Le FNSS constitue le principal investisseur national sur les marchés financiers chinois.

L'essentiel de la dotation du fonds se fait, pour l'instant, grâce aux revenus tirés des introductions en bourse des sociétés détenues par l'Etat : 10 % desfonds levés par chaque IPO sont reversés au FNSS.

A fin 2005, les actifs du fonds s'élevaient à 26,5 Mds USD. La progression a été importante en 2006, essentiellement grâce aux grandes IPO de l'année (ICBC, Bank of China). Ainsi, le montant des actifs détenus à la fin de 2006 s'élevaient à 35,43 Mds USD (282,77 Mds CNY), soit une progression de prés de 34 %. Cette forte hausse s'explique aussi par un retour sur investissement de 9,3 % cette même année. Les performances obtenues sur les bourses de Shanghai et Shenzhen comptent pour 50 % de ce résultat. Selon Xiang Huai Chen, Président du FNSS, le Fonds devrait représenter 200 Mds USD dans les 10 ans à venir.

Pour atteindre de hauts niveaux de retour sur investissement, le Fonds confie depuis 2002, une partie de ses avoirs à des sociétés de gestion tiers. Les sociétés sélectionnées sont tenues de faire fructifier les fonds confiés à hauteur d'au moins 3 points au-dessus de l'inflation et 20 % au-dessus des taux de rémunération des dépôts sur un an. En 2005, quatre sociétés géraient des avoirs du FNSS : China International Capital Corp (une JV avec Morgan Stanley), China Merchants Fund Management (une JV entre China Merchants Fund et ING Group), Guotai Asset Management et E Fund Management.

Depuis 2006, le gouvernement autorise des investisseurs institutionnels étrangers à s'occuper de la gestion d'une partie des avoirs du fonds pour ses investissements à l'étranger. Ces placements à l'étranger ont un horizon de long terme. Les institutions étrangères candidates doivent gérer au préalable un minimum de 5 Mds USD et exister depuis au moins 6 ans. En Novembre 2006, 10 institutions étrangères étaient désignées parmi lesquelles : AXA-IM, Pimco et UBS. A la fin du premier trimestre 2007, le montant des investissements du fonds à l'étranger était de 1,6 Mds USD.

Les participations du FNSS dans les sociétés chinoises cotées
(données 2005 disponibles, source FNSS)

Entreprise	Capitalisation cotée Mds CNY	Participation du FNSS (en %)	Activité(s)
Anhui BBCA Biochemical co	12,8	1,25	Produits chimiques
Anhui Expressway co	11,5	0,88	Exploitation des autoroutes
Anhui Jianghuai Automobile Co	9,9	2,37	Industrie automobile
Anyang Iron & Steel Inc	5,3	0,16	Sidérurgie
Bank of Communications	510	12,13	Banque
Baoding Tianwei Baobian Electric	10,9	0,75	Energie
Baosheng science and Tech Innovation	1,2	3,6	Câbles électriques et réseaux de télécom
Beijing Capital tourism co	2,1	0,54	Tourisme
ChongQing Changhan Automobile	11,4	1,14	Industrie automobile
CITIC GuoAn Information Industry	10,1	0,38	Immobilier
Citychamp Dartong Co	2,1	3,62	Composants électriques
Dalian Refrigerators	1,8	2,57	Electroménager
Faw Car Co	5,9	1,38	Production de pièces pour automobiles
Foshan Electrical And Lightning co	4,2	2,08	Eclairage
Gree Electric Appliance Inc. of Zhuhai	7,3	1,68	Installation électrique
Guangdong Yihua Timber Industry	2,5	3,87	Bois de construction
Guangxi Guiguan Electric Power	15,4	0,65	Gestion de centrales électriques
Guangxi Liugong Machinery Co	3,5	1,03	Développe, construit, vend machines + maintenance
Hangzhou Iron & Steel Co	2,7	0,08	Sidérurgie
Harbin Air Conditioning Co	2,5	1,28	Electroménager
Harbin Pharmaceutical Group Co	7,5	0,09	Industrie pharmaceutique
Hebei Chengde Lolo Co	2,5	0,9	Boissons non-alcoolisées
Hebei Jinniu Energy & Ressources Co	9,8	0,44	Exploration (Charbon)
Heungkong Holding Co	1,4	0,56	Constructions de machines
Hunan Valin Steel Tube & Wire	7,7	1,77	Sidérurgie
Inner Mongolia Mengdian Huaneng Thermal Power Corp	6,3	0,59	Producteur et distributeur d'énergie géothermique
Jiangsu Kanion Pharmaceutical	1,2	2,46	Produits pharmaceutiques
Jiangxi Gannan Fruit Co	1,8	0,79	Production produits agricoles
Jilin Power share Co	1,8	1,06	Gestion de centrales électriques
Lanzhou Aluminium Co	4,3	2,02	Sidérurgie
Luzhou Lao Jiao Co	8,6	1,06	Producteur de vin
Nanjing Iron & Steel co	4,9	0,55	Sidérurgie
North China Pharmaceutical co	1,8	0,28	Industrie pharmaceutique
SGIS Songshan co	7,3	0,63	Production métallurgiques
Shandong Dong-E E-Jiao co	3,3	2,38	Produits pharmaceutiques
Shanghai Belling co	4	0,18	Composants électroniques
Shanghai Power Transmission & Distribution	7,8	0,43	Energie
Shanghai Urban agro-business co	2,3	0,9	Agroalimentaire
Shanghai Zhangjiang Hi-Tech Park Dev.	8,1	0,21	Immobilier
Shanxi Taigang Stainless Steel co	7,2	0,77	Sidérurgie
Shenzhen Changyuan New material co	2,1	0,64	Matériel de télécom
Shenzhen Energy Investment	9,5	0,89	Finance
Tiandi Science&Tech co	4	1,15	Electronique et équipements miniers
Tianjin Faw Xiali Automobile co	7,9	1,14	Industrie automobile
TYHI	2,06	1,8	Rails et produits métalliques
Wolong Electric Group co	2,27	3,98	Energie
Xiamen Overseas Chinese Electronic	1,4	0,99	Electronique
Xi'An Typical Industries	1,7	1,34	Matériel de scierie
Xinxing Ductile Iron pipes	4,6	0,48	Sidérurgie
Yibin Wuliangye	33,6	0,45	Vins
Yinzuo Group co	1,1	3,7	Ingeniérie
Yunnan Baiyao group co	13	1,7	produit pharmaceutiques
Yunnan Yuntianhua co	7,5	0,64	Verre, produits chimiques
Zhejiang NHU Co	3,5	1,45	Produits chimiques organiques
Zhongchu developement stock co	3,4	0,58	Logistique/Transport

Les différents types de placements du FNSS

Bons du Trésor et marché obligataire	10 % max
Actions	20 % max
Actions et fonds de gestion	40 % max
Dépôts bancaires	10 % min

L'essentiel des actifs du FNSS demeure placé en dépôts bancaires et en obligations du gouvernement avec des rémunérations peu élevées, de l'ordre de 3 %. Seuls 20 % des actifs du fonds peuvent être placés en actions. Pour l'instant, 9 % des avoirs du FNSS sont placés en actions. Cette part devrait rapidement augmenter au cours des prochaines années, selon les responsables du Fonds.

Les sociétés d'assurance

Le secteur de l'assurance vie est dominé, en Chine, par deux géants : China Life et Ping An. A elles deux, ces sociétés contrôlent environ 80 % du marché de l'assurance vie. L'assurance dommage est elle dominée par PICC. Fin 2006, les assureurs chinois détenaient 1 970 Mds CNY sous gestion, en hausse de 33 % par rapport à 2005. Cette hausse rapide a conduit à un renforcement du contrôle de la CIRC (China Insurance Regulatory Commission). Le régulateur des assurances veille notamment à la solvabilité du secteur, en définissant les plafonds pour la gestion des actifs des sociétés d'assurance. Si 30 % de leurs avoirs doit être conservé en dépôts, le reste peut être réparti sur une large gamme de placements.

Ventilation des actifs détenus par les assureurs

Total des actifs : 345 Mds USD (07/2007)	Seuil réglementaire	Plafond réglementaire	Montant détenu (Mds USD)	Soit en % des actifs totaux
Dépôt bancaire	30 %	-	103	30 %
Actions chinoises	-	15 %	31	9 %
A l'étranger		15 % (1,7% quotas QDII)	5,5	1,6 %
Bons et dettes d'Etat		30 %	53	15 %
Projets d'infrastructures	-	5 %	12	3,5 %
Secteur bancaire (estimation)	-	3% (banques non cotées)	16,3	4,7 %
Dettes d'entreprises et autres investissements à revenu fixe	-	40 %	124	36 %
Total			**345**	**100 %**

Source : CEIC, calculs de la ME de Pékin

Parmi les placements autorisés, les assureurs peuvent acquérir des bons du trésor, jusqu'à 30% de leurs avoirs totaux (dont 1/3 à court terme). Les assurances peuvent également détenir des obligations d'entreprises. Dans ce dernier cas, l'entreprise émettrice doit être bénéficiaire au cours des trois années précédentes, et ses actifs doivent représenter au minimum 2 Mds CNY. Au total, les titres obligataires détenus par les assureurs ne peuvent représenter plus de 40 % de leurs actifs totaux, calculés à partir de l'exercice comptable de l'année précédente.

Les sociétés d'assurance chinoises peuvent également, à la différence des fonds de pension, investir directement sur les marchés boursiers, à hauteur de 15 % du total de leurs actifs. Cela représente à la mi-2007 un potentiel de 52 Mds USD, mais les assureurs ne détiendraient en actions que 31 Mds USD. Deux conditions de la CIRC encadrent les participations. Celles-ci ne peuvent être supérieures à 10 % des actions d'une même société. En outre, il est interdit aux assureurs d'investir dans des titres dont les cours ont doublé au cours des douze derniers mois. Selon les statistiques de la CIRC, au premier semestre 2007, les compagnies d'assurance ont enregistré 137,4 Mds CNY de profits, en hausse de 260 % en g.a. Ces résultats exceptionnels sont

dus, pour 72,9 % de la croissance totale des profits, aux actifs détenus en bourse par les compagnies d'assurance.

Depuis 2004, elles sont aussi autorisées à investir sur les marchés financiers étrangers. Depuis 2006, 15 % de leurs actifs totaux peuvent être investis à l'étranger (et dans une moindre mesure en actions, limités à l'époque à 5 %), sur la base de l'exercice de la dernière année comptable. La mesure a, dans un premier temps, rencontré un faible succès, les contraintes étant trop importantes. Au mois de juillet 2007, les contraintes quant à la ventilation des investissements étrangers autres qu'à revenu fixe ont donc été assouplies. Le plafond de 5 % d'investissement en actions sur les marchés étrangers a désormais disparu, reste uniquement le plafond total des 15 % d'actifs sous gestion qu'elles peuvent potentiellement placer à l'étranger indifféremment en titres à revenu fixe ou variable. A la mi-2007, les 15 premières compagnies d'assurance détenaient à l'étranger 5,8 Mds USD, soit le maximum de ce qu'elles peuvent investir à l'étranger sous quota QDII (*cf infra*). Néanmoins, cela ne représente qu'une fraction des 15 % qu'elles peuvent potentiellement placer à l'étranger (sur l'exercice 2006, cela représenterait 38 Mds USD).

Autre type de placement autorisé aux assurances : l'investissement dans le secteur bancaire. Permis depuis 2006, ces investissements se scindent en deux catégories. Les investissements sont dits généraux (*general investments*), lorsque moins de 5 % des parts de la banque commerciale sont détenus par l'assureur. Les investissements sont dits majeurs (*major investments*), lorsque les participations vont au-delà du seuil des 5 % du capital. Dans les deux cas ils sont soumis à autorisation de la CIRC et de la CBRC (*China Banking Regulatory Commission*). Pour les *major investments*, les assurances sont limitées à un maximum de deux institutions financières. En outre, elles doivent disposer d'un actif total de 20 Mds CNY pour les participations comprises entre 5 et 10 % ; 30 Mds pour les participations supérieures à 10 %. La CIRC a, en octobre 2006, publié des lignes directrices (*guidelines*) pour les assureurs désireux d'investir dans le secteur bancaire. Ce texte fait suite à une circulaire permettant aux assureurs d'entrer directement dans le capital des banques chinoises non cotées à hauteur de 3 % de leurs avoirs totaux.

China Life détient actuellement 20 % de Guangdong Development Bank pour 5,67 Mds USD et 5 % de Minsheng Bank pour 700 Ms USD. En fusionnant sa filiale bancaire Ping An Bank avec Shenzhen Commercial Bank, le groupe Ping An est devenu proprietaire à 89,4 % de la nouvelle entité bancaire rebaptisée Shenzhen Ping An Bank. Le deuxième assureur de Chine détient également 5 % de Minsheng Bank pour 700 Ms USD, à parité avec China Life, ainsi que 1,68 % du capital de Shanghai Pudong Develoment Bank pour 260 Ms USD.

Dernier type de placement autorisé : les assurances peuvent investir indirectement 5 % de leur actif total dans des projets d'infrastructure, à hauteur de 20 % du coût total de chaque projet. Les assureurs doivent pour ces opérations passer par des sociétés de gestion de fonds.

A la mi-2007, l'ensemble des compagnies d'assurance détenait 345 Mds USD sous gestion, dont 104 Mds USD en dépôts bancaires, 63 Mds en titres d'Etat, 31 Mds en actions et obligations d'entreprises cotées A, 16 Mds dans le secteur bancaire, 12 Mds dans des projets d'infrastructure, et près de 6 Mds à l'étranger. Restent 124 Mds USD détenus en créances d'entreprises non cotées et dans divers investissements à revenu fixe.

Les QFII (Qualified Foreign Institutional Investor)

En raison du contrôle des changes, la participation d'acteurs étrangers aux marchés financiers locaux est très limitée. Les investisseurs étrangers ont accès librement depuis 2001 au marché des actions B, libellées en USD, mais ceux-ci ne représentent qu'une très faible part de la capitalisation boursière. Les marchés A sont réservés aux

investisseurs chinois. Toutefois, en décembre 2002, un système d'investisseurs institutionnels étrangers qualifiés a été approuvé.

Mi-2007, 52 sociétés avaient reçu une licence accordées par la CSRC. Toutefois, la licence seule ne suffit pas pour opérer. En effet, chaque investisseur agréé doit aussi obtenir de la SAFE un quota d'investissement. L'ensemble des quotas fut d'abord plafonné à 10 Mds USD, mais la SAFE a, en début d'année, annoncé le doublement du montant globale des QFII à 20 Mds USD d'ici la fin 2007. 10 Mds de quotas seront ainsi alloués dans les mois à venir. Actuellement on dénombre 49 quotas accordés, totalisant 9,995 Mds USD. Chaque quota est compris entre 50 Ms USD et 800 Ms USD, le plafond devrait probablement être étendu à 1 Mds USD, selon des sources officielles. La gestion a tout d'abord été prudente et les QFII sont demeurés longtemps sur de simples comptes bancaires. L'envolée boursière a stimulé leur utilisation en 2006-2007. Toutefois, un désengagement apparaît au début de l'été 2007, de crainte d'un éclatement de la bulle. Les investisseurs qualifiés sont toujours en attente d'un élargissement de leur quota par la SAFE.

Critères d'éligibilité d'une licence QFII

La licence QFII est en principe ouverte à une multitude d'acteurs : gestionnaires, compagnies d'assurance, banques commerciales, fonds de pension, organismes de charité, sociétés de trust, fonds souverain, etc. Afin de pouvoir prétendre à une licence QFII, le candidat doit opérer depuis au moins 5 ans et avoir au moins 5 Mds USD d'actifs sous gestion. Les sociétés d'investissement et de courtage en particuliers, doivent elles compter au moins 30 ans d'expérience avec au moins 10 Mds USD d'actifs sous gestion et un montant de capital libéré supérieur à 1 Mds USD. Concernant les banques commerciales, ces dernières doivent se classer parmi les 100 premières banques mondiales en termes d'actifs et gérer au moins 10 Mds USD en titres boursiers.

La procédure de licence se déroule en trois temps. Le candidat doit en premier lieu choisir un courtier et une banque dépositaire qui jouera également un rôle d'intermédiaire avec les régulateurs (CSRC, SAFE). 11 banques ont obtenu le statut de *Custodian Bank* pour QFII[11]. La banque gardienne est tenue de rapporté toute violation à la CSRC et lui transmet un rapport annuel sur les activités du QFII. Enfin, dans un délai de trois mois à partir de la délivrance de la licence par la CSRC, et sous réserve du quota alloué par la SAFE, le nouvel investisseur devra verser l'ensemble de son investissement à la banque dépositaire qui convertira la somme en CNY. Le QFII.

Restrictions à l'investissement QFII

Le bénéficiaire de la licence QFII ne peut détenir plus de 10 % des parts d'une société chinoise, qui elle-même ne peut laisser entrer les investisseurs QFII qu'à hauteur maximale de 20 % de son capital. Le programme QFII permet d'investir également sur le marché obligataire, en bons du trésor et autres titres publics.

Conditions de liquidation et de rapatriement

Le retrait des sommes investies en bourse est en principe libre tant que les sommes restent sur le compte de la banque dépositaire. Néanmoins, la liquidation du compte en lui-même est soumise au contrôle de la CSRC et le rapatriement des fonds à l'autorisation de la SAFE. Une réglementation propre aux QFII s'ajoute en effet à celle sur le contrôle des changes. Il convient de distinguer en la matière les fonds fermés et ouverts. Lorsqu'il s'agit de fonds fermés, le rapatriement des sommes liquidées s'étale

[11] Il s'agit de Bank of China, China Construction Bank, Industrial and Commercial Bank of China, Agricultural Bank of China, Bank of Communications, China Merchants Bank, China Everbright Bank, Standard Chartered, HSBC, Citibank, et Deutsche Bank.

sur une période maximale de trois ans après paiement du principal et autorisation de la SAFE. Le rapatriement se fait en petits « paquets » représentant chacun un maximum de 20 % du total de la somme devant être rapatriée. Chaque rapatriement doit être espacé d'au moins un mois. Concernant la réglementation pour les fonds ouverts, elle est la même que pour les fonds fermés à la différence que les « paquets » doivent être rapatriés avec un délai d'au moins trois mois entre chaque envoi. Suite au rapatriement, partiel ou total des fonds QFII, si l'investisseur qualifié désire réinvestir les sommes qu'il a liquidées, il devra postuler à une nouvelle demande de quota auprès de la SAFE

.

Performances des fonds QFII *(à fin juillet 2007)*

Nom du fonds	Performance globale en CNY pour juillet 2007 (%)	Performance globale en CNY sur les 6 derniers mois (%)	Performance globale en CNY sur un an (%)	Performance globale en CNY sur 2 ans (%)	Croissance du fonds		Date de lancement
					Date	*Valeur en Ms USD*	
TShares FTSE/ Xinhua A50 China Tracker	18,70	64,23	237,01	354,18	31 juil. 2007	1784,01	18 nov. 2004
Morgan Stanley China A Share Fund Inc.	17,19	76,63	NC	NC	30 juin 2007	618,90	28 sept. 2006
Fortis FLEXIFUND Equity China A	16,66	78,75	247,59	416,42	31 juil. 2007	287,71	17 déc. 2004
ING China A Share Fund P Class	14,52	59,98	190,97	NC	29 juin 2007	494,74	14 juil. 2006
JF China Pioneer A Share A	13,68	75,39	235,23	NC	29 juin 2007	471,67	19 juin 2006
Nikko AM China A Stock Fund	11,85	44,36	143,98	243,35	31 juil. 2007	417,70	28 fév. 2008
Nikko China A Share Fund 2	11,75	45,44	143,96	246,67	31 juil. 2007	501,13	15 juin 2005
PCA China Dragon A Share Equity A Class C	11,35	NC	NC	NC	31 juil. 2007	81,29	7 mai 2005
APS China A Share	NC	NC	NC	NC	29 juin 2007	422,00	15 juil. 2005
Hang Seng China A Share Focus A1	NC	56,32	174,73	NC	29 juin 2007	59,71	28 fév. 2006
Hang Seng A Share Focus	NC	70,81	200,17	397,16	29 juin 2007	5,58	25 août 2003
Sheryln Wanguo Alawa China A Share Fund No 3	NC	NC	NC	NC	29 juin 2007	34,20	4 avril 2004
Sheryln Wanguo Alawa China A Share Fund No 2	NC	NC	NC	NC	29 juin 2007	35,20	6 sept. 2004
Sheryln Wanguo Alawa China A Share Fund No 1	NC	NC	NC	NC	29 juin 2007	16,41	4 juin 2004
ABN AMRO China A Share Fund	NC	NC	NC	NC	29 juin 2007	382,60	23 janv. 2006
Moyenne générale	**14,46**	**63,54**	**196,71**	**331,56**		**374,19**	

Source: China Daily

Liste des QFII en Chine *(source : China Asset Management)*

QFII	Date de délivrance de licence	Investissement
UBS Ltd	27-mai-03	800
Citigroup Global Markets Ltd	29-sept-04	550
Credit Suisse First Boston (Hong Kong) Ltd	24-oct-03	500
Nikko Asset Management Co., Ltd	11-déc-03	450
Deutsche Bank AG	30-juil-03	400
Morgan Stanley & International Ltd	05-juin-03	400
HSBC	04-août-03	400
Nomura Securities Co. Ltd	27-mai-03	350
Goldman Sachs & Co.	04-août-03	300
ING Bank N. V.	10-sept-03	300
Merril Lynch Intl Inc	30-avr-04	300
Invesco Asset Management Ltd.	04-août-04	250
Goldman Sachs Asset Managment	04-août-03	200
International	09-mai-05	200
Lehman Brothers (Europe)	06-juil-04	200
BNP Paribas SA	29-sept-04	200
AMP Capital Investors Limited	10-avr-06	200
Morgan Stanley Investment Management	07-juil-06	200
Prudential Asset Management	07-juil-06	200
GE Asset Management	05-août-06	200
UBS Global Asset Management (Singapore)	25-sept-06	200
HSBC Investment Management	05-sept-06	200
Sumitomo Mitsui Asset Management	25-sept-06	200
UBS Global Asset Management (Singapore)	25-sept-06	200
ABN Amro	02-sept-04	175
JP Morgan Chase Bank	30-sept-03	150
Hang Seng Bank Ltd (HK)	10-juil-04	150
JPMorgan Chase Bank	04-déc-03	150
JF Asset Management	28-déc-05	150
Bank of Nova Scotia	10-avr-06	150
Martin Currie Investment	25-oct-05	120
Bill and Melinda Gates Foundation	19-juil-04	100
GIC	25-oct-05	100
Temasek Fullerton Alpha Pte Ltd	15-nov-05	100
Dai-Ichi MutualLife	28-déc-05	100
DBS Bank	13-févr-06	100
KBC Financial Products UK Limited	10-avr-06	100
LCF Edmond de Rothschild Banque	10-avr-06	100
Standard Chartered	11-déc-03	75
Barclays PLC	15-sept-04	75
Dresdner Bank AG	27-sept-04	75
Calyon.A.	15-oct-04	75
Fortis Bank	15-oct-04	50
Daiwa Securities SMBC (Japon)	09-juil-04	50
Société Générale	02-sept-04	50
Power Corporation of Canada	15-oct-04	50
AIG Global Investment Corp	14-nov-05	50
Yale University	14-avr-06	50
Stanford University	05-août-06	50
United Overseas Bank	05-août-06	50
Templeton Asset Management	14-sept-04	Pas de quota
Norges Bank	24-oct-06	Pas de quota
Pictet & Cie	25-oct-06	Pas de quota
Total		**9 995**

L'investissement sans QFII : au cas par cas

Le régulateur a publié, en février 2006, une réglementation - *Administrative Measures Regarding Strategic Investments in Listed Companies by Foreign Investors* – permettant aux étrangers d'investir sur les bourses continentales sans QFII mais de manière très encadrée. Selon ce règlement, l'investissement sans QFII par un investisseur étranger « stratégique » est possible à condition qu'il représente au moins 10 % du capital d'une société cotée G (entreprise d'Etat cotée sur le marché A ou B qui s'est réformée, *cf chapitre 2*), qu'il porte sur une période d'au moins trois ans et que l'investisseur soit une entreprise avec un capital enregistré d'au moins 100 Ms USD et gérant un minimum de 500 Ms d'actifs. De plus, l'approbation des autorités de tutelle est nécessaire pour chaque acquisition.

Ce type d'investissement lourd et à long terme s'inscrit en fait dans une stratégie d'acquisition ou de contrôle d'une entreprise chinoise cotée. Jusqu'à présent, les rares tentatives se heurtent souvent à un refus d'approbation par les autorités compétentes, notamment depuis l'adoption de la loi anti-monopole. Carlyle avait ainsi planifié d'acquérir 50 % du capital de Xugong Keji (entreprise de fabrication d'engins de construction) cotée à Shenzhen, avec l'accord du Mofcom. Son projet n'a pas été approuvé par la CSRC, sur la base de cette réglementation.

Les QDII (Qualified Domestic Institutional Investor)

Le système QDII, lancé en août 2006, permet à une institution financière chinoise ou étrangère d'investir des fonds levés en Chine sur les marchés financiers étrangers, via un système de quota délivré par la SAFE, l'autorité de contrôle des changes.

Historiquement l'idée du QDII est apparue à la suite de la crise asiatique. La bourse sous-évaluée de Hong Kong attisait l'intérêt des investisseurs continentaux. A cette époque, plusieurs autorités gouvernementales, dont la SAFE, s'étaient opposées à de telles licences, de peur d'affaiblir les marchés continentaux. La situation actuelle est différente et la Chine tente de limiter l'accumulation domestique de liquidités. Initialement prévu pour drainer des capitaux continentaux vers la place offshore de Hong Kong, le système est aujourd'hui ouvert à l'ensemble des marchés étrangers.

Le lancement en 2006 des QDII a souffert d'un mauvais calendrier. Les anticipations d'appréciation du CNY, la flambée des bourses locales, ont rendu ces quotas peu attrayants. Ainsi, les quotas officiellement délivrés sont loin d'être utilisés à leur maximum. Selon la CSRC, les quotas autorisés à octobre 2007 atteignent 50,3 Mds USD, mais seulement 26 % du total (soit 13 Mds USD) seraient effectivement utilisés.

L'investissement à l'étranger via un QDII est limité par deux barrières. La première est d'ordre général : l'obtention effective d'une licence, difficile en pratique. La seconde est propre à chaque secteur : le quota dépend aussi des plafonds d'investissement à l'étranger imposés à chaque industrie financière par la réglementation (*cf. supra les investisseurs institutionnels*).

L'obtention d'une licence

La CSRC, qui délivre la licence, consulte pour avis les organes de régulation compétents en fonction du secteur d'origine du demandeur, la CBRC pour les banques et la CIRC pour les assurances. Leur avis est souvent déterminant. Le montant du quota est quant à lui délivré par la SAFE.

Pour prétendre à une licence QDII, l'institution financière doit pouvoir justifier de 20 Mds CNY d'actifs sous gestion (2,5 Mds USD), et avoir été bénéficiaire au cours des deux dernières années, avec un résultat d'au moins 250 Ms CNY à chaque exercice. L'institution doit également posséder au moins une succursale à l'étranger.

Pour les gestionnaires de fonds et les sociétés de bourse, la CSRC exige, depuis février 2007, un capital minimum de 300 Ms CNY.

La ventilation des investissements QDII n'est pas libre. Le système QDII a tout d'abord plafonné l'investissement en actions sur les bourses étrangères à 50 % du fonds, et à 5 % sur une seule valeur.

Estimation de la taille des quotas QDII à la mi-2007

Estimation de la taille des quotas QDII à la mi-2007					
En Mds USD	Total des actifs sous gestion	Plafond théorique d'investissement en QDII (en % des actifs)	Quotas QDII effectivement autorisé	Dont part en actions autorisée	Soit en actions (Mds USD)
Banques		-	14,9	50%	7,3
Assurances	345	52 (15%)	5,7	20%*	1,5
Fonds**	380	38 (10%)	24	50%*	12
Courtiers*	5,2	2,6 (50%)	-	50%*	-
NSSF	51	10,2 (20%)	5	30%*	1,5
Total	**781** (hors banques)	**102,8** (hors banques)	**50,3**		**22,3**
*** Estimation Morgan Stanley**		**** 3ème trimestre 2007**			

Sources: Factset, Morgan Stanley Research, ME de Pékin

Les banques

Le secteur bancaire dispose de 14,9 Mds USD de quotas QDII, dont 12 Mds pour les banques domestiques et 2,9 Mds USD pour les banques étrangères implantées en Chine. Selon les estimations de la CSRC, les banques n'utilisent ces quotas qu'à hauteur de 1 Md USD. La Bank of Communications a récemment reçu l'approbation de la CBRC, de la CSRC et de la SAFE, pour lancer un fonds ouvert QDII de 400 Ms USD. Réglementairement, pour qu'un particulier puisse souscrire à un fonds ou un produit QDII, il lui fallait satisfaire un investissement minimum de 100 000 CNY (13 150 USD). Ce seuil a été abaissé en septembre 2007, il était initialement de 300 000 CNY (39 500 USD).

Les gestionnaires de fonds

Hua An, qui a établi un partenariat stratégique avec Lehman Brothers, a été le premier gestionnaire de fonds en septembre 2006 à recevoir une licence. Il possède une licence et un quota QDII actuellement de 500 Ms USD. Hua An a rapporté avoir en pratique levé 200 Ms USD pour son fonds QDII fermé. Harvest Fund Management (JV établie avec Deutsche Bank AG) est devenu, début août 2007, la première JV en gestion d'actifs à détenir une licence QDII. Formellement, les gestionnaires peuvent déposer une demande de licence à la CSRC depuis le 5 juillet 2007. Une dizaine de fonds ont postulé à une licence QDII, et 6 se sont vus accorder une licence pour un quota respectif de 4 à 5 Mds USD [12] : Le montant maximal réglementaire d'investissement QDII est plafonné à 10 % de leurs actifs sous gestion, soit un potentiel de 38 Mds USD en septembre 2007. Selon les prévisions de Credit Suisse[13], les gestionnaires de fonds en Chine pourraient détenir dans les 18 prochains mois 21 Mds USD de quotas.

Les sociétés de bourse

La CSRC a également déclaré vouloir développer le système QDII pour les sociétés de bourse. CITIC Securities et China International Capital Corp. (CICC) devraient être

[12] Il s'agit de China Southern Fund (qui s'est associé avec Mellon Financial), China AMC, China International Fund Management (JV de JP Morgan), Fortis Haitong Investment Management, Harvest Fund Management, Fortune SGAM.

[13] Prévision établie par Vincent CHAN, Chef du département recherche de Crédit Suisse en Chine.

les premiers courtiers à obtenir une licence QDII. La CSRC a édicté en février 2007 un règlement encadrant les licences QDII délivrées aux sociétés de bourse. Le montant maximal réglementaire d'investissement QDII est d'ores et déjà plafonné à 50 % de leurs actifs sous gestion, soit 2,6 Mds USD à la mi-2007. A partir de septembre 2007, les sociétés de bourse devraient disposer de 1,3 Mds USD de quotas QDII.

Les assurances

Depuis juillet 2007, les assureurs peuvent potentiellement investir à l'étranger 15 % de leurs actifs sur la base de leur dernier exercice comptable (38 Mds USD d'après l'exercice 2006). Même si, depuis juillet 2007, le plafond des investissements à l'étranger a été assoupli par la CIRC, se surajoute une seconde contrainte réglementaire : la délivrance de licences par la CIRC et de quotas par la SAFE. Les 11 assureurs, détenteurs de licences, disposent aujourd'hui de 5,7 Mds de quotas QDII. Les deux grands assureurs vie, Ping An et China Life, disposent respectivement de 1,7 Mds et de 2,5 Mds USD de quotas, largement au-dessous des 15 % de leurs actifs (3,3 Mds USD pour Ping An et 5 Mds USD pour China Life).

Réforme et orientation des QDII

A l'heure actuelle les opérateurs estiment que la réforme doit porter sur une diversification des licences QDII, en direction des gestionnaires de fonds et des sociétés de bourse, et moins vers les banques et les assurances. La suppression du plafond des 50 % de l'investissement en actions est également une doléance forte des opérateurs[14]. JP Morgan prévoit même que courant 2008 le total des quotas QDII pourrait représenter 90 Mds USD.

[14] Par exemple, Hong LIANG, Chef économiste chez Morgan Stanley China, tribune du *China Daily* du 12 juin 2007.

Liste des QDII en Chine

QDII	En Ms USD	Institution financière
Bank of China	2 500	Banque nationale
ICBC	2 000	Banque nationale
China Construction Bank	2 000	Banque nationale
Bank of Communications	1 500	Banque nationale
Merchants Bank	1 000	Banque nationale
HSBC	500	Banque nationale
CITIC Bank	500	Banque nationale
Industrial Bank	500	Banque nationale
China Minsheng Bank	500	Banque nationale
China Eveybright Bank	500	Banque nationale
ABC	500	Banque nationale
Hua An Fund Managment	500	Gestion d'actifs
China Southern Fund	4000	Gestion d'actifs
China AMC	5000	Gestion d'actifs
Harvest Fund Management	5000	Gestion d'actifs
China International Fund Mana.	5000	Gestion d'actifs
Fortis Haitong Investment Money	5000 en cours	Gestion d'actifs
Société Générale AM (SGAM)	5000 en cours	Gestion d'actifs
Changsheng Fund Mangement	en cours	Gestion d'actifs
ICBC Crédit Suisse AM	en cours	Gestion d'actifs
CityGroup	500	Banque étrangère
Standard Chartered Bank	500	Banque étrangère
HSBC	500	Banque étrangère
Bank of East Asia	300	Banque étrangère
Hangsheng Bank	300	Banque étrangère
Bank of China Hong Kong	300	Banque étrangère
Crédit Suisse Shanghai	300	Banque étrangère
Deutsche Bank	300	Banque étrangère
China Life	2 500	Assureur
Ping An	1 700	Assureur
9 autres assureurs	1 500	Assureur
CICC	NC	Société de bourse
FNSS	5 000	Fonds de pension
Total	**50 300**	

Les indices et les principales capitalisations

Source des tableaux et graphiques : Hong Kong Exchange and Clearing Ltd., bourses de Shanghai et Shenzhen, ME de Pékin

A la bourse de Shanghai

Lors de son ouverture en décembre 1990, la bourse comptait 878 valeurs à la cotation et une capitalisation totale de 2 310 Mds CNY. Elle comptait 156 courtiers, dont 137 sous formes de société de bourse, 15 autres entités financières pouvant fournir certains services de courtage et 4 courtiers étrangers. Le marché B ne comptait à son ouverture que 39 valeurs à la cotation. Aujourd'hui la bourse de Shanghai compte 899 valeurs à la cotation pour 856 sociétés cotées et une capitalisation totale de 2 616 Mds USD au 1er octobre 2007.

La cote est répartie en actions A libellées en monnaie locale, accessibles aux seuls ressortissants chinois et à quelques investisseurs étrangers qualifiés, et actions B libellées en USD, ouvertes aux étrangers, mais dont les valeurs sont beaucoup plus modestes et moins connues. Le SSE se compose de 16 départements et de deux filiales : Securities Telecommunications Co. et SSE InfoNet Co. La bourse annonce pouvoir traiter, via son système informatique, plus de 20 000 transactions par seconde.

SSE Composite Index

L'indice composite de Shanghai est l'indice de référence. Il inclut l'ensemble des 900 valeurs à la cote sur Shanghai A et B. Inauguré le 15 juillet 1991, il débute au 19 décembre 1990 avec une valeur de base de 100.

Les 10 plus importantes capitalisations du SSE Composite par capitalisation totale
(au 23 octobre 2007)

Rang	Valeurs	Secteur	Capitalisation du marché (Mds CNY)
1	**China Petroleum & Chemical Corporation (SINOPEC)**	Energie	**3 177**
2	ICBC Industrial and Commercial Bank of China	Banque	2 488
3	CCB China Construction Bank	Banque	2 178
4	China Life Insurance Company	Assurance	1 894
5	BoC Bank of China Ltd	Banque	1 658
6	SHENHUA Energy	Energie	1 589
7	Ping An Insurance Group	Assurance	1 020
8	Bank of Communications	Banque	738
9	China Merchants Bank Co. Ltd.	Banque	610
10	China COSCO Holdings	Logistique	509

Les 10 plus importantes capitalisations du SSE Composite par capitalisation échangeable *(au 23 octobre 2007)*

Rang	Valeurs	Secteur	Capitalisation du Marché (Mds CNY)
1	**CITIC Securities**	Finance	304
2	China Petroleum & Chemical Corporation (SINOPEC)	Energie	194
3	China Merchants Bank Co. Ltd.	Banque	195
4	Wanke	Immobilier	177
5	SPDB Shanghai Pudong Develoment Bank	Banque	170
6	China Minsheng Banking Group	Banque	113
7	Ping An Insurance Group	Assurance	112
8	Baoshan Iron and Steel Co.	Acier	102
9	SHENHUA Energy	Energie	101
10	China Yangtze Power Co.	Energie	99

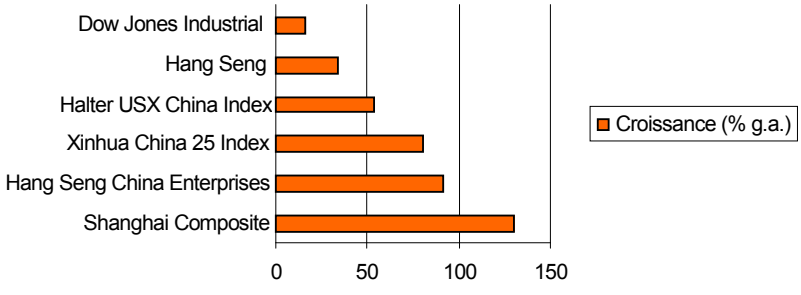
Evolution

La Bourse de Shanghai a connu une croissance de 130 % en 2006, de 108 % de janvier à octobre 2007, et de 217 % sur les 12 derniers mois. Bien que de tels chiffres impressionnent, leur mode de calcul est quelque peu biaisé. Les compilateurs du Shanghai Composite Index y incluent les IPOs à leur valeur d'entrée sur le marché. Cela a pour effet de stimuler à la hausse l'indice, de manière un peu artificielle. L'indice est pondéré en tenant compte de l'ensemble des actions, aussi bien échangeables que non-échangeables. Les grandes *blue chips*, comme Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) ont par conséquent beaucoup de poids sur l'indice. Par exemple, lors de la dernière semaine de 2006, la seule évolution du cours de ICBC a provoqué des variations de l'indice composite sur des centaines de points. La Bourse de Shanghai a annoncé un projet de réglementation, déposé auprès de la CSRC, visant à ce que les performances des dix premiers jours d'échange suivant une IPO ne soient plus prises en compte dans l'indice.

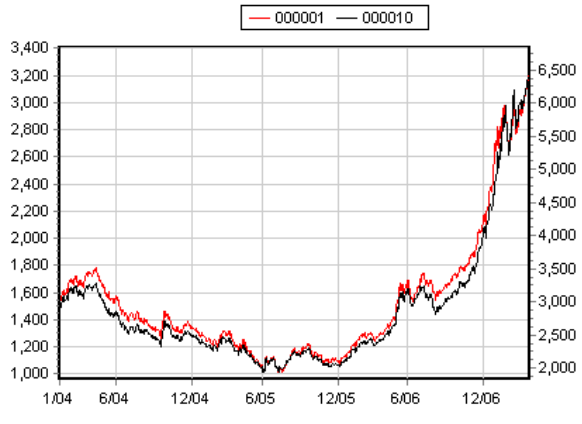
Progression des principaux indices en 2006

Indices	29-déc-06	30-déc-05	Variation %
Shanghai Composite	2 675,47	1 161,06	130,4
Hang Seng	19 964,72	14 876,43	34,2
Hang Seng China Enterprise	10 340,36	5 412,99	91
Xinhua China 25 Index	111,45	61,62	80,9
Dow Jones Industrial	12 463,15	10717,5	16,3

Comparaison de la performance des indices mondiaux en 2006



Corrélation du Shanghai Composite et du Shanghai 180



SSE 180 Index

Cet indice a été créé sur la base du SSE30 Index. Il inclut toutes les valeurs du Shanghai A sauf :

- les IPOs depuis les 3 derniers mois (à l'exception de la moyenne journalière de la capitalisation négociable sur le marché pour une valeur classée dans le top 18 de la bourse de Shanghai)
- les titres suspendus de la cote, à la suite : a/d'événements anormaux dans le cours ou la gestion du titre, ou à des pertes sévères dans le dernier bilan financier, b/ou en cas de grandes volatilités du cours mettant à jour des manipulations évidentes, c/en cas de situation « inappropriée » selon le Comité Consultatif (*Advisory Committee*).

SSE 50 Index

Compris dans le SSE 180 Index, l'indice représente les 50 plus grandes entreprises les plus liquides. L'objectif est de suivre la part échangeable des plus grandes entreprises cotées.

SSE Dividend Index

L'indice est constitué des titres A enregistrés à Shanghai qui satisfont les exigences suivantes :

- les sociétés cotées ont continuellement payé des dividendes depuis les 2 dernières années et le revenu du dividende liquide annuel après taxe est supérieur à 0 ;
- la moyenne journalière des titres négociables sur 1 an doit se situer dans la première moitié du Shanghai A.

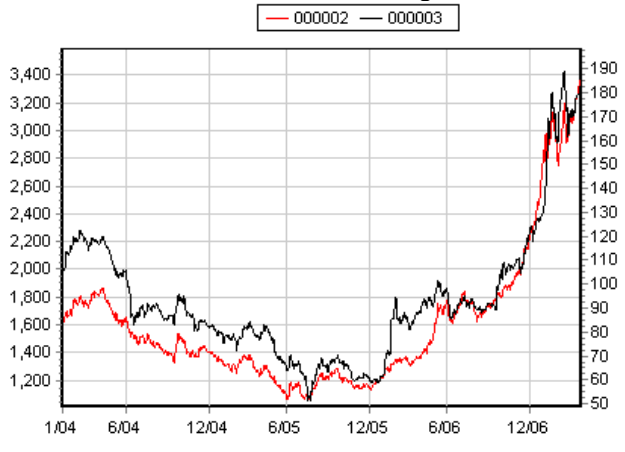
SSE New Composite Index

Inauguré le 4 janvier 2006, les entreprises suivies par cet indice ont déjà mené à bien la réforme de leurs titres non échangeables, *Split-share*. Le jour de référence est le 30 décembre 2005 avec une valeur de base de 1000 pts.

SSE A Share Index

Inauguré le 21 février 1992 (valeur de base 100 pts), il inclut l'ensemble des 845 entreprises cotées sur le marché A à la bourse de Shanghai. Le marché A n'est accessible qu'aux investisseurs locaux et aux investisseurs institutionnels étrangers qualifiés QDII.

Evolutions des indices Shanghai A et B



SSE B Share Index

Inauguré le 17 aout 1992 (valeur de base 100 pts), il inclut l'ensemble des 54 entreprises cotées sur le marché B de la bourse de Shanghai. Le marché B est ouvert à tous les investisseurs, locaux et étrangers.

Les indices sectoriels

L'ensemble des entreprises cotées sur les marchés A et B sont divisées en cinq secteurs : industriel, commercial, immobilier, *utilities* et divers. Les indices sectoriels ont été inaugurés le 3 mai 1993 (valeur de base 1358,78 pts).

SSE Fund Index

L'indice a été inauguré le 9 juin 2000. Il est constitué de tous les fonds gérés enregistrés à Shanghai. Le jour de référence est le 8 mai 2000, et la valeur de base est de 1000 pts.

SSE Government Bond Index

Cet indice inclut tous les titres gouvernementaux à rémunération fixe. L'indice est pondéré en fonction du montant de chaque émission. Il existe également un SSE Corporate Bond Index, pour les entreprises.

A la bourse de Shenzhen

Créée en 1990, la bourse de Shenzhen (SSE) compte, au 1er octobre 2007, 843 valeurs à la cotation pour 644 sociétés cotées, 48 millions de comptes titres, une capitalisation totale de 5 666 Mds CNY, soit 755 Mds USD. Comme celle de Shanghai, la bourse de Shenzhen a connu une très forte croissance en 2006, +97,53%.

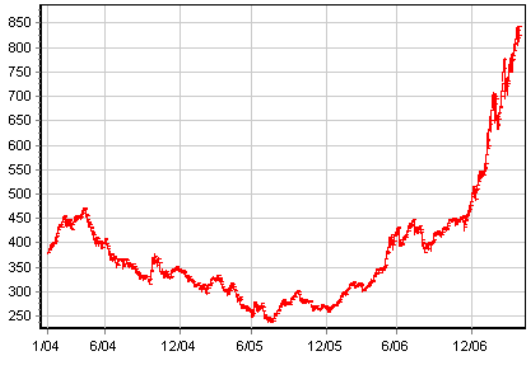
Les 5 capitalisations les plus importantes de Shenzhen *(au 3 avril 2007)*

Rang	Valeurs	Capitalisation du marché (en Mds CNY)
1	CHINA VANKE CO., LTD - A Share	55,550
2	SUNING APPLIANCE CO.,LTD. - A Share	37,657
3	SHENZHEN DEVELOPMENT BANK CO.,LTD - A Share	27,172
4	WULIANGYE YIBIN CO.,LTD - A Share	27,054
5	CHINA INTERNATIONAL MARINE CONTAINERS (G - B Share	22,037

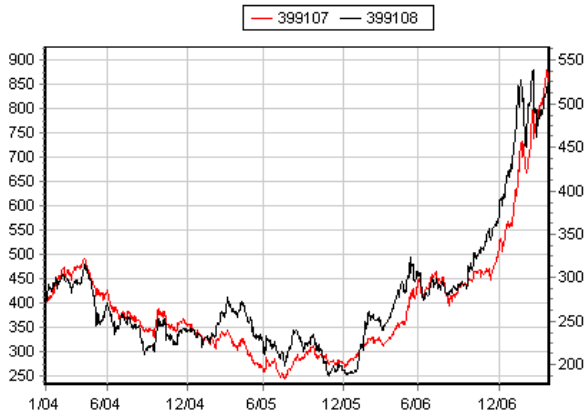
Evolution des principaux indices

Indices	29-déc-06	30-déc-05	Change %
Shenzhen Composite	550,59	278,75	97,53
SSE Component Index	6647,14	2863,61	132,12
SSE SME Composite	2493,26	1415,65	76,12

L'évolution du Shenzhen Composite



Comparaison entre les indices Shenzhen A et B



Le rôle de Hong Kong et des autres places internationales

La Bourse de Hong Kong

La plupart des investisseurs étrangers intéressés par les sociétés chinoises, préfèrent (ou sont contraints de, en raison du contrôle des capitaux) investir dans leurs titres cotés à Hong Kong, soumis à des standards internationaux de gouvernance, de gestion et de transparence. En 2006, Hong Kong a été la deuxième place du monde la plus attractive après Londres pour les IPO. Son indice principal, le Hang Seng, a connu cette année là une hausse de plus de 90%. Les plus importantes IPO de l'histoire ont été réalisées à Hong Kong au cours de l'année 2006. L'évolution de la place dépend de plus en plus fortement des titres des sociétés de Chine continentale. Près de 60 % de la capitalisation de la bourse de Hong Kong est réalisée par des sociétés chinoises continentales, soit 1 600 Mds USD.

Au 31 décembre 2006, 141 sociétés de Chine continentale étaient cotées à Hong Kong. Parmi celles-ci, 37 étaient aussi cotées à Shanghai. Le réservoir d'entreprises de Chine continentale, potentiellement candidates à la cotation à Hong Kong, est encore important. A cette même date, 32 des 50 plus importantes capitalisations de Shanghai, et 48 des 50 plus importantes capitalisations de Shenzhen, n'avaient pas encore émis d'actions H à Hong Kong.

La croissance rapide du volume de la capitalisation de la bourse hongkongaise en 2006 est largement imputable aux deux grandes IPO de banques continentales, Bank of China et celle d'ICBC (62 % des 325,4 Mds HKD levés en 2006).

Le volume des IPO de Shanghai a dépassé au début de l'été 2007 celui de Hong Kong. Des sociétés de premier plan déjà cotées à Hong Kong, telles que China Mobile et Petro China, devraient faire leur entrée sur le Shanghai Stock Exchange avant la fin de cette année. Si peu d'IPO d'un volume du même ordre que celui d'ICBC sont attendues pour les prochaines années, Hong Kong attend néanmoins de nombreuses cotation de qualité des entreprises continentales des secteurs financiers, de l'immobilier et de l'industrie des biens de consommation. Si Shanghai a dépassé Hong Kong en termes de capitalisation totale, la place de cette dernière n'est pas remise en cause, au contraire. Du fait de son environnement extrêmement attractif pour les investisseurs étrangers et de l'intérêt pour ce *proxy* de la croissance chinoise, Hong Kong reste une place de choix pour la cotation des sociétés de Chine continentale. Elle pourrait toutefois pâtir d'une modification de la politique du

régulateur boursier continental, visant à canaliser plus fortement encore les flux d'IPO vers Shanghai, afin de soutenir le marché local.

Les actions H

Les sociétés de Chine continentale peuvent, avec l'accord de la CSRC, se faire coter à Hong Kong. La cotation implique que les sociétés de Chine continentale se plient aux règles de cette place. Les actions de ces sociétés émises à Hong Kong sont appelées actions H. Elles sont libellées en Hong Kong Dollars (HKD).

Les plus importantes capitalisations H (*au 3 avril 2007*)

Rang	Valeurs	Capitalisation du Marché (Mds)
1	China Construction Bank Corporation - H Shares	1 011,101
2	Industrial and Commercial Bank of China Ltd. - H Shares	365,449
3	Bank of China Ltd. - H Shares	295,719
4	PetroChina Co. Ltd. - H Shares	194,532
5	Bank of Communications Co., Ltd. - H Shares	185,208
6	China Life Insurance Co. Ltd. - H Shares	166,682
7	China Petroleum & Chemical Corporation - H Shares	111,255
8	Ping An Insurance (Group) Co. of China Ltd. - H Shares	97,228
9	China Shenhua Energy Co. Ltd. - H Shares	65,049
10	China Telecom Corporation Ltd. - H Shares	53,289

Les red chips

Les sociétés dites *red chips* ont pour particularité d'avoir au moins 30% de leur capital détenu par une ou plusieurs entités de Chine populaire. Par entité de Chine populaire, on entend les sociétés d'Etat et les sociétés contrôlées par les gouvernements de province et les municipalités. Les participations peuvent être détenues indirectement via des sociétés contrôlées par ces entités. Les parts agrégées détenues par ces actionnaires de Chine populaire constituent en outre une participation de contrôle. La somme des participations peut être inferieure à 30% mais supérieur à 20% si le conseil d'administration est dominé par les représentants des entités de Chine populaire.

Les *red chip companies* se distinguent des *H-share companies* par le fait que les premières ne sont enregistrées et cotées qu'à Hong Kong. En mai 2007, on comptait 85 *red chips* cotées sur l'indice principal de la bourse de Hong Kong avec une capitalisation boursière cumulée de 3,1 Mds HKD (0,4 Mds USD).

Les autorités chinoises cherchent de plus en plus à attirer les cotations des *red chips* sur les bourses continentales. En effet, ces sociétés, soumises à un contrôle plus rigoureux des investisseurs et à des standards de gestion internationaux à Hong Kong, sont vues comme un facteur d'assainissement des marchés financiers continentaux. Leur cotation devrait permettre d'orienter le flot des liquidités vers des actions de meilleure qualité.

En juillet 2007, la CSRC a adopté des procédures spéciales d'introduction sur les bourses de Chine continentale pour les *red chips*. Selon ces nouvelles règles, la *red chip* doit être cotée depuis au moins un an à Hong Kong. Sa capitalisation doit excéder 20 Mds HKD et son profit doit être d'au moins 2 Mds HKD au cours des trois dernières années précédant la demande de cotation. Enfin, dernière condition, la moitié du profit de la *red chip* doit être réalisé en Chine continentale. Des *red chips* tels que China Mobile, China Netcom Corp, CNOOC, Lenovo et PetroChina ont obtenu en mai 2007, le feu vert de la CSRC pour être cotées à Shanghai.

Les plus importantes capitalisations *Red chips* *(au 3 avril 2007)*

Rang	Valeurs	Capitalisation du Marché (en Mds HKD)
1	China Mobile Ltd.	1 404,623
2	CNOOC Ltd.	296,367
3	BOC Hong Kong (Holdings) Ltd.	199,614
4	China Unicom Ltd.	141,828
5	China Netcom Group Corporation (Hong Kong) Ltd.	132,355
6	China Merchants Holdings (International) Co. Ltd.	75,749
7	China Overseas Land & Investment Ltd.	69,835
8	CITIC Pacific Ltd.	63,862
9	China Resources Enterprise, Ltd.	61,409
10	China Resources Power Holdings Co. Ltd.	46,717

Les indices de Hong Kong

Le Hang Seng Index (HSI)

Inauguré le 24 novembre 1969, cet indice suit l'évolution des principales valeurs de la bourse de Hong Kong. Les entreprises de Chine continentale, enregistrées à Hong Kong comme actions H, sont aussi éligibles au HSI, sous conditions d'avoir terminé la réforme de leurs titres non-échangeables.

Les plus importantes capitalisations du HSI *(au 3 avril 2007)*

Rang	Valeurs	Capitalisation du Marché (en Mds HKD)
1	HSBC Holdings Plc	1 579,173
2	China Mobile Ltd. – *red chip*	1 404,623
3	China Construction Bank Corporation - H Shares	1 011,101
4	Industrial and Commercial Bank of China Ltd. - H Shares	365,449
5	Hutchison Whampoa Ltd.	321,671
6	CNOOC Ltd. – *red chip*	296,367
7	Bank of China Ltd. - H Shares	295,719
8	Cheung Kong (Holdings) Ltd.	232,543
9	Sun Hung Kai Properties Ltd.	224,140
10	Hang Seng Bank Ltd.	212,023
11	BOC Hong Kong (Holdings) Ltd.	199,614
12	China Life Insurance Co. Ltd. - H Shares	166,682
13	Foxconn International Holdings Ltd.	165,966
14	China Unicom Ltd.	141,828
15	CLP Holdings Ltd.	137,150
16	China Netcom Group Corporation Ltd. - red chip	132,355
17	Esprit Holdings Ltd.	115,993
18	China Petroleum & Chemical Corporation - H Shares	111,255
19	MTR Corporation Ltd.	110,204
20	Hong Kong and China Gas Co. Ltd	96,844

Dans les 20 premières capitalisations, on dénombre 5 actions H[15], et 3 *Red chips* (China Mobile, CNOOC, China Netcom). Le 12 mars 2007, les valeurs H de China Life Insurance et Industrial et Commercial Bank of China (ICBC) ont été incluses au

[15] Bank of China, China Petroleum & Chemical, China Construction Bank, China Life Insurance et Industrial and Commercial Bank of China (ICBC).

HSI. L'indice, qui comprend aujourd'hui 38 titres, pourrait être étendu à 50 valeurs dans l'avenir. La couverture du marché, aujourd'hui de 60%, a été élargie à 70%.

Dans le même sens, le 9 mars 2007, le plafond de pondération pour chaque action a été abaissé de 25% à 20%. Par exemple, la pondération de HSBC Holdings PLC a diminué de 22,46% à 20% et pour China Mobile de 21,32% à 16,34%.

Le Hang Seng China Enterprises Index (HSCEI)

Lancé le 8 août 1994, il a été refondu le 3 janvier 2000 avec pour valeur de base 2000 points. L'indice HSCEI est composé de 41 valeurs, toutes en actions H. L'indice utilise un *Cap factor* calculé tous les six mois où chaque entreprise indexée a une pondération n'excédant pas 15%.

Les plus importantes capitalisations du HSCEI *(au 3 avril 2007)*

Rang	Valeurs	Capitalisation du Marché (en Mds de HKD)
1	China Construction Bank Corporation - H Shares	1 011,101
2	Industrial and Commercial Bank of China Ltd. - H Shares	365,449
3	Bank of China Ltd. - H Shares	295,719
4	PetroChina Co. Ltd. - H Shares	194,532
5	Bank of Communications Co., Ltd. - H Shares	185,208
6	China Life Insurance Co. Ltd. - H Shares	166,682
7	China Petroleum & Chemical Corporation - H Shares	111,255
8	Ping An Insurance (Group) Co. of China Ltd. - H Shares	97,228
9	China Shenhua Energy Co. Ltd. - H Shares	65,049
10	China Telecom Corporation Ltd. - H Shares	53,289

Le 12 mars 2007, cinq entreprises ont été ajoutées à l'indice HSCEI : China Communications Services, ICBC, China Communications Construction, China Coal Energy, et China Merchants Bank. China Huadian Power International a en revanche été retiré de l'indice.

Le Hang Seng China H-Financials Index (H-Fin Index)

Lancé le 27 novembre 2006, l'indice Hang Seng H-Financials a pour valeur de base 5033,14 points au 5 mars 2004. Il est composé de 8 entreprises du secteur financier cotées au HSCEI, selon le Hang Seng Industry Classification System. L'indice utilise également un *Cap factor* calculé tous les six mois, où chaque entreprise indexée a une pondération n'excédant pas 15%.

Les Indices Hang Seng Composite (HSCI)

Les indices HSCI couvrent 90 % de la capitalisation totale du marché de Hong Kong. Ils englobent les 200 premières capitalisations (valeurs H inclues). L'indice principal, le Hang Seng Composite (HSCI) est divisé par indices géographiques (Hong Kong et la Chine continentale) et par industrie.

Il existe aussi des indices par type d'industrie : énergie, matériaux, produits industriel, biens de consommation, services, télécommunications, matières premières, financier, immobilier et construction, informatique et technologie, conglomérats.

Hang Seng Hong Kong Composite Index (HSHKCI)

Lancé le 3 octobre 2001, et ayant pour référence le 3 janvier 2000, il est composé des entreprises réalisant la majorité de leurs revenus à Hong Kong ou hors de Chine continentale. Les valeurs se subdivisent en trois sous-indices en fonction de leur capitalisation :

- le Hang Seng HK Large Cap Index (HSHKLI) comprend les 15 plus importantes entreprises. Il couvre 80% de la capitalisation du marché HSHKCI ;
- le Hang Seng Mid Cap Index (HSHKMI). Il comprend les 35 valeurs qui constituent la tranche de capitalisation des 15% suivants de l'HSHKCI ;
- le Hang Seng Small Cap Index (HSHKSI). Il comprend la dernière tranche de capitalisation des 5% restants.

Hang Seng Mainland Composite Index

Il comprend les entreprises du Hang Seng Composite Index, qui réalisent au moins 50% de leur chiffre d'affaire en Chine continentale.

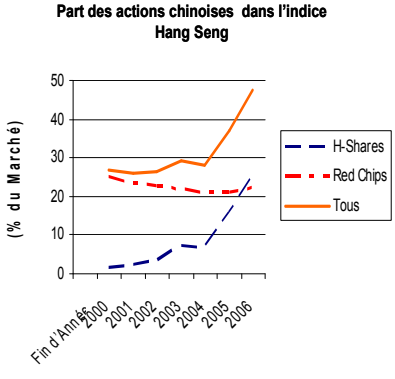
Hang Seng China-Affiliated Corporations Index

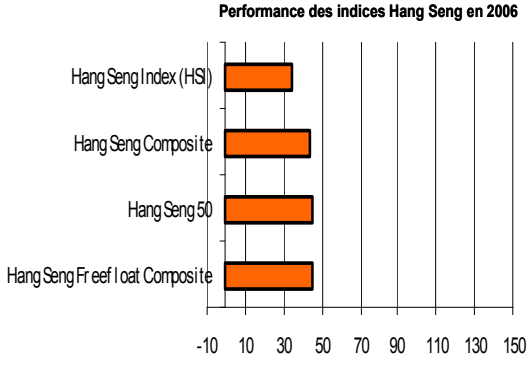
Il comprend les entreprises non-H dans le Hang Seng Mainland Composite, qui ont au moins 30% de leur capital détenu par des entités de Chine continentale (des organisations étatiques, des autorités provinciales ou municipales) ou par des entreprises de Chine continentales.

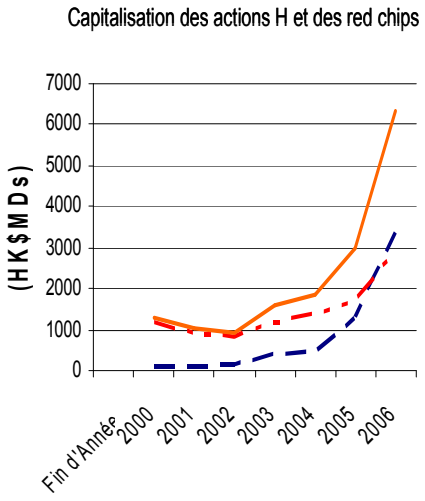
Evolution des indices liés à la Chine continentale

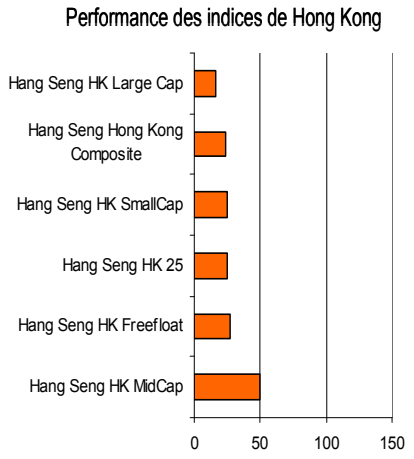
Le Hang Seng China H-Financials Index (H-Fin Index) a augmenté de +136,4% en 2006. C'est l'indice chinois de Hong Kong qui a réalisé la plus importante performance l'an dernier.

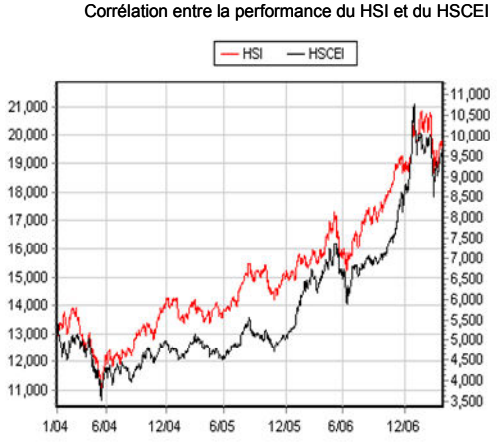
Les actions H ont réalisé de meilleures performances que les red chips en 2006. Le Hang Seng China Enterprises Index (H-shares Index ou HSCE) a fini à 10 340 pts, en hausse de +94 %, tandis que le Hang Seng China-Affiliated Corporations Index a augmenté +72,1 %. Le Hang Seng Mainland 25, l'indice des grandes capitalisations de Chine continentale, couvrant les actions H et les red chips, a augmenté +81,1 % en 2006.

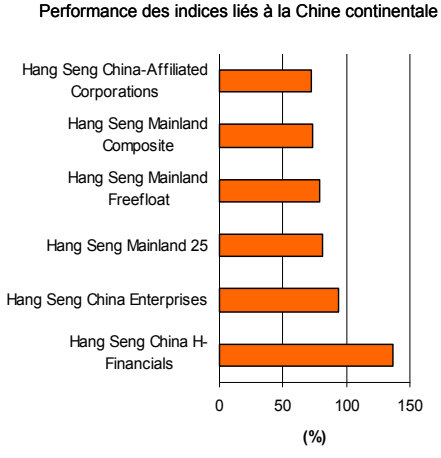












Les autres places internationales

Si Hong Kong reste le choix privilégié pour se coter à l'étranger, les entreprises de Chine continentale cherchent de plus en plus à lever des capitaux sur les places européennes et américaines. La cotation sur les premières places mondiales leur permet d'obtenir une visibilité internationale dans leur domaine d'activité et d'effectuer des acquisitions stratégiques.

Les places américaines connaissent un rythme croissant d'introduction en bourse d'entreprises chinoises. Durant les cinq premiers mois de l'année 2007, 6 sociétés chinoises ont fait leur introduction sur le NYSE, contre 4 sur l'ensemble de l'année 2006. Sur le Nasdaq, pour la même période, on recense 10 IPO de sociétés chinoises, contre 9 pour toute l'année 2006. Le Nasdaq compte désormais 40 sociétés chinoises, le NYSE, 21. Des indices suivant l'évolution des cours des valeurs chinoises ont été créés sur ces deux places. Le London Stock Exchange devrait également mettre en place prochainement un indice « valeurs chinoises ».

En Europe, le London Stock Exchange (LSE) compte 6 entreprises chinoises sur sa cote principale et 53 sur l'Alternative Investment Market (AIM), son marché des PME. Un des avantages de Londres réside dans le fait que les entreprises chinoises se portant candidates pour une introduction à Hong Kong peuvent utiliser les mêmes documents pour demander leur cotation à Londres. Le cadre légal y est en effet identique. De plus, les coûts de l'introduction sont moins élevés et les règles moins contraignantes sur l'AIM, que sur le Nasdaq ou le NYSE. New York pâtit de la loi Sarbanes-Oxley, et du souvenir des déboires de China Life à la fin 2003. La fusion du

NYSE avec Euronext pourrait relancer son intérêt pour les entreprises des pays émergents. Euronext-NYSE a ouvert un bureau de représentation en Chine, chargé de prospecter. Francfort arrive aussi plus tardivement. La première IPO chinoise sur la bourse allemande a eu lieu le 6 juillet 2007.

Quelques exemples d'IPO chinoises à l'étranger

Société	Date d'introduction	Places boursières	Fonds levés (Mds USD)
Air China Ltd	Déc.2004	HKSE / LSE	1,237
China Netcom Group Ltd (HK)	Nov.2004	HKSE / NYSE	1,312
China Life Insurance Company Ltd	Déc.2003	HKSE / NYSE	3,475
China Telecom Corp Ltd	Oct.2002	HKSE / NYSE	1,520
Aluminium Corporation of China Ltd	Déc.2001	HKSE / NYSE	0,486
Sinopec	Oct.2000	HKSE / NYSE	3,460
China Unicom Ltd	Juin.2000	HKSE / NYSE	5,650
PetroChina Company Ltd	Avr.2000	HKSE / NYSE	2,890

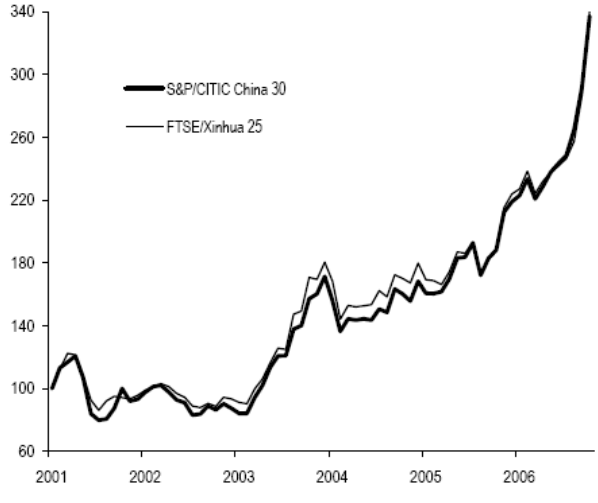
Les Indices Composite Multiplaces

S&P/CITIC China 30

Cet indice sélectionne 30 entreprises chinoises, parmi un échantillon de 250 cotées à l'étranger. Elles possèdent une capitalisation totale supérieure à 1 000 Mds CNY. La méthode de sélection tient compte de la taille de leur capitalisation et de la liquidité du titre. Les titres concernés sont les actions H et *Red chips* (cotées à Hong Kong), les P Chips (cotées à Singapour), les actions N (cotées à New York) et les ADR (American Depositary Receipts) cotées sur le NASDAQ. Ces titres doivent pouvoir être échangés sans restriction.

FTSE/Xinhua China 25

Cet indice sélectionne les 25 entreprises chinoises de référence parmi les actions H et *Red Chips*. L'objectif est de suivre le groupe des *Blue chips* chinoises. Chaque entreprise sélectionnée a une pondération qui n'excède pas 10% de l'indice total.



Chapitre
2

Réformer les marchés pour ancrer la confiance des investisseurs

L'essentiel

- *Toutes les actions sont juridiquement échangeables, mais les 2/3 de la cote sont encore gelés jusqu'à 2008-2009.*
- *Le cadre légal et réglementaire a été renouvelé et durci depuis 2005. Toutefois, sa mise en oeuvre est loin d'être généralisée.*

La normalisation des marchés financiers de Chine continentale a nettement progressé à partir de 2005. Les autorités ont lancé un vaste plan de réformes, afin de pallier les principales carences : une capitalisation très peu liquide, une gouvernance opaque, des sociétés cotées peu soucieuses de l'intérêt de leurs actionnaires, des investisseurs peu formés et informés, des scandales à répétition. La réforme des titres non-échangeables a permis d'unifier la nature juridique des titres cotés. De même, les règles en matière de transparence et de gouvernance ont été précisées, en même temps que les pouvoirs de sanction du régulateur ont été renforcés. Parallèlement, le gouvernement tente de calmer la frénésie des investisseurs individuels et procède à quelques tests d'ouverture vers les marchés et les investisseurs étrangers. Ces réformes expliquent pour partie la soudaine embellie des marchés chinois. Néanmoins, bien que représentant de grandes avancées, elles nécessitent encore d'être poursuivies et approfondies, afin d'ancrer la confiance encore volatile des investisseurs.

La réforme des titres non-échangeables 64

L'amélioration de la gouvernance 66

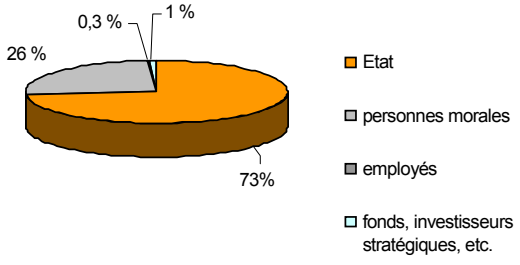
Le renforcement des pouvoirs de sanction de la CSRC 69

Le nouveau cadre juridique 75

La réforme des titres non-échangeables

Avant 2005, les 2/3 des titres n'étaient pas échangeables. Transférées à divers actionnaires publics lors de la transformation des entreprises d'Etat en sociétés par actions, ces titres ne pouvaient être échangés, empêchant ainsi toute privatisation. Mettre fin à cette segmentation du marché était une condition *sine qua non* de la réforme. Certes, le budget de l'Etat y trouverait là une ressource non négligeable (plus de 25% du PIB au total). Surtout, cela permet de libérer un flottant excessivement réduit (sur ce seul critère, les marchés chinois comptent encore parmi les plus étroits du monde), qui jusque là limitait toute innovation financière (et au premier rang le développement de produits dérivés.

Les titres non échangeables entre les mains de l'Etat en 2005



Source: CSRC, rapport annuel 2006

Comment céder ces titres ? Le moins que l'on puisse dire, est que la réforme des titres non échangeables a stimulé l'imagination financière chinoise. Les propositions de formule de valorisation pullulent. Les autorités chinoises, au premier rang desquelles la CSRC, ont défini une solution hors marché. Au lieu d'écouler les titres non échangeables au fil de l'eau, les autorités ont favorisé une négociation de gré à gré entre tous les participants, détenteurs de titres échangeables et non échangeables. Ils s'accordent directement sur la valeur réelle des titres non échangeables. Il s'agit donc de fait, d'une sorte de seconde introduction en bourse.

A titre expérimental, les autorités avaient lancé début 2005 des « actions C ». Le but était de créer une plateforme de transactions de gré à gré des titres non échangeables des entreprises cotées, en attendant une réforme de plus grande ampleur. Ces transactions, déjà possibles auparavant mais dans un cadre juridique très incertain, sont alors mieux formalisées et soumis à une obligation de transparence. Les étrangers avaient accès à ce nouveau segment, considéré comme un investissement direct. Toutefois, les titres ainsi acquis devaient être conservés au moins une année. Les échanges se faisaient le plus souvent au-dessous de la valeur des titres échangeables, mais les quelques opérateurs étrangers intéressés ont parié sur un scénario analogue à celui connu par les actions B en 2001. A cette époque, l'annonce de la CSRC d'autoriser aussi les investisseurs locaux sur ce marché, avait conduit à une explosion des cours de 140 %.

La réforme a véritablement été lancée en mai 2005

Le gouvernement a demandé aux entreprises de négocier avec les actionnaires minoritaires les modalités de la conversion des titres. Le dégel des actions était soumis à un accord des 2/3 des détenteurs d'actions A. Afin que les actionnaires minoritaires ne soient pas lésés, une compensation, dans la quasi-totalité des cas en actions (3,3 actions en moyenne pour 10 détenues), leur a été versée. La mise en

flottement, même d'une partie infime des actions gelées, provoque une dilution considérable et une chute des cours des sociétés concernées. En 2001, un premier projet de réforme des titres non-échangeables, annoncé sans mesure ou système de dédommagement des actionnaires détenteurs de titres échangeables, avait entraîné un effondrement des cours et un report *sine die* du projet.

Dans certaines sociétés, la direction accorde, en plus des actions, des *warrants* aux détenteurs de titres échangeables, garantissant ainsi la vente ou l'achat des titres à un prix fixé à l'avance. Parfois aussi, des titres non-échangeables ont également été abandonnés, dans des proportions marginales.

Selon l'approche pragmatique chinoise, la mesure a d'abord été appliquée de façon expérimentale avec un premier groupe de 46 entreprises, puis elle fut étendue à l'ensemble des sociétés cotées. Une fois convertis, ces anciens titres non-échangeables sont appelés « actions G ».

L'exemple de Sany Heavy Industry

Sany Heavy Industry, spécialisée dans la production de machines-outils, a été la première société à réformer ses titres en juin 2005. Dans le cadre de sa réforme, les actionnaires ont reçu 3,5 actions supplémentaires pour 10 actions A détenues. L'actionnaire majoritaire détenteur d'actions G, s'est engagé à ne pas vendre ses actions pendant les deux premières années et dans une limite de 10 % maximum des actions de la société à partir de la troisième année.

Un processus encadré sur 3 ans

Une fois le plan de réforme adopté par les actionnaires minoritaires, le système de compensation défini, ainsi que la modification de la structure du capital effectuée, la réforme est alors achevée. En réalité, on pourrait dire que seule la première phase est achevée. En effet, à partir de la fin de cette première étape court un délai de 12 mois, durant lequel les actions G sont encore gelées.

Les 12 mois suivants, un actionnaire détenant plus de 5 % des actions de la société ne peut échanger plus de 5 % de la totalité des actions de l'entreprise. A l'issue de cette deuxième période de 12 mois, une troisième de même durée s'ouvre durant laquelle un actionnaire peut échanger un maximum de 10% des actions de l'entreprise.

C'est donc seulement 3 ans après l'adoption du plan de réforme par les actionnaires que la totalité des titres devient effectivement échangeable sans aucune limitation. La majorité des sociétés cotées ayant achevé ce que nous appelons la première phase entre l'été 2005 et fin 2006, c'est progressivement en **2008 et 2009** que les échanges de titres seront libérés de toute restriction. Il reste cependant improbable que l'Etat se dégage massivement du capital de ces sociétés à court terme. La CSRC a clairement notifié dans les mesures cadres d'août 2005, que l'Etat ne vendrait pas ses participations et garderait le contrôle des entreprises cotées dans les secteurs clés de l'économie chinoise.

Sur 762 sociétés cotées à Shanghai, seulement 50 n'avaient pas achevé la réforme de leurs actions avant la fin de l'année 2006. Au soulagement général, les sociétés ayant achevé la réforme n'ont pas souffert d'une chute importante des cours.

La procédure de réforme des titres non-échangeables

- 2/3 des actionnaires (en actions A) expriment leur intention d'engager la réforme à la suite de la proposition du Conseil d'administration (CA) ;
- Le CA confie l'étude du plan de réforme à un tiers indépendant ;
- Le tiers rend un rapport sur l'impact de la réforme et les modalités de celle-ci, en tenant compte des spécificités de l'entreprise. Dans sa mission, le tiers est contrôlé par la CSRC ;
- Le schéma de la réforme est rendu public et le cours des actions est suspendu au jour de cette annonce ;
- Les actionnaires minoritaires sont sollicités pour donner leur avis et peuvent suggérer des ajustements sur la réforme. Le cours des actions est suspendu durant les périodes de consultation et de délibération ;
- Le CA annonce le plan de réforme définitif validé par l'assemblée des actionnaires, fait attribuer les compensations en actions (dans certains cas en warrants). La nouvelle structure du capital est mise en place. Une fois ces changements effectués la cotation reprend.

Autres conséquences de la réforme des titres

Outre une liquidité progressivement accrue du marché, la réforme des titres a d'autres conséquences sur la vie des sociétés cotées. Elle pourrait permettre à terme une amélioration significative de la gouvernance (les actionnaires principaux trouvant maintenant intérêt au versement de dividendes). Une meilleure allocation des ressources devrait également en découler.

La réforme est aussi un passage obligé pour procéder à une augmentation de capital. Les sociétés ayant achevé la conversion de leurs titres sont prioritaires pour un examen de la CSRC, qui doit donner son accord. Elles peuvent en outre octroyer des *stock options* à leurs employés (dirigeants et cadres), afin d'attirer et retenir les plus compétents d'entre eux. Tout employé, à l'exception des administrateurs indépendants, peut recevoir des stock-options dans la limite de 10 % des actions de la société, sachant que l'obtention de 1 % des actions nécessite l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires. Les stock-options sont bloquées durant 1 an.

L'amélioration globale de la gestion des entreprises cotées, espérée une fois la réforme accomplie, a rendu ces sociétés plus attractives pour les investisseurs institutionnels étrangers (détenteurs de licences QFII).

Enfin, la réforme ouvre la voie à des mouvements de concentration des entreprises, indispensables à l'émergence de champions d'envergure internationale.

L'amélioration de la gouvernance

Afin de se rapprocher des standards internationaux, la CSRC a augmenté les obligations de publication pour les entreprises cotées. Ces dernières doivent désormais rendre publiques l'identité complète et la nature de la participation de leurs 10 principaux actionnaires, les rapports et les avis des auditeurs sur les fonds utilisés au profit des actionnaires de l'entreprise, ou encore, par exemple, les responsables impliqués en cas de perte importante, et les mesures envisagées pour y faire face. Ces mesures ne sont que les dernières d'une longue série : introduction de mécanismes de labellisation qui rend les intermédiaires plus responsables des informations publiées sur les sociétés cotées, obligation de rotation tous les 5 ans des

auditeurs externes, ou encore réforme du comité d'introduction en bourse. De plus, les droits des actionnaires minoritaires ont été récemment renforcés.

Les règles de divulgation de l'information

Le code de la CSRC publié en 2002, établit que la divulgation continue de l'information relève de la responsabilité des sociétés cotées. Ces sociétés sont tenues de divulguer, sur la base d'un calendrier, les informations ayant des effets sur les décisions des actionnaires (composition du Conseil d'administration, registres de présence, évaluations des performances, rémunérations des dirigeants, réorganisations des structures administratives, opinions des administrateurs indépendants sur les transactions de la société, parts des actionnaires majoritaires, nominations et destitutions des dirigeants). Une société souhaitant s'introduire en bourse doit notamment fournir l'ensemble de ses comptes des trois années précédant l'introduction.

De plus, la règle « *comply or explain* » du code de la CSRC, requiert que ces sociétés justifient l'écart entre leurs pratiques et les recommandations du code, et comment elles comptent y mettre fin. La reconnaissance de l'écart de conduite, et même de l'échec des tentatives de résolution, n'entraînent toutefois pas de sanction.

La transparence des transactions des sociétés cotées

Du fait de la nature complexe de la structure de l'actionnariat des entreprises d'Etat en Chine, une société cotée, après son introduction en bourse, continuera d'avoir d'importants liens (juridiques ou d'affaires) avec sa société mère, ainsi qu'avec les autres sociétés du groupe étatique. L'opacité du lien entre les sociétés est en soi une source d'inquiétudes pour l'investisseur. En effet, les sociétés désirant se coter en bourse (en particulier les sociétés d'Etat) sont tentées de détacher la filiale ou les pans les plus profitables du groupe, afin de satisfaire artificiellement aux exigences de la CSRC et attirer les investisseurs. Le groupe rapatrie par la suite les fonds levés en bourse au sein de la maison mère. Pour les sociétés d'Etat, c'est la SASAC qui avalise ou refuse la séparation comptable des branches les plus saines des groupes publics en vue d'une IPO. Longtemps conciliante, la SASAC a annoncé à l'automne 2007, un examen plus restrictif de ces pratiques. De plus, afin de rendre ces structures plus transparentes, la CSRC a renforcé le droit des sociétés.

- lors des transactions entre une société cotée et une personne physique, l'ensemble des informations qui y sont liées doivent être divulguées dans les temps pour bénéficier à l'ensemble des acteurs, lorsque les transactions sont d'un montant supérieur à 300 000 CNY ;
- il en va de même lorsque des transactions entre les sociétés cotées et une personne morale dépassent 3 Ms CNY et représentent plus de 0,5 % du montant des actifs, tel que calculé lors du dernier audit ;
- l'approbation des actionnaires (à la majorité définie dans les statuts de la société) est requise, avant que la société ne cède des titres supplémentaires à un actionnaire important ou à l'actionnaire majoritaire.

La transparence comptable

Selon les règles de la CSRC, les dirigeants de la société et les auditeurs externes (cabinets comptables et d'audit) doivent rendre une déclaration publique attestant de la véracité et du caractère complet des informations. Les participations croisées entre les 10 plus gros actionnaires doivent être rendues publiques.

Toutes les sociétés cotées doivent enregistrer et rendre public leurs résultats financiers tous les trois mois, en dehors des changements liés à des évènements significatifs qui eux doivent être divulgués immédiatement. Cependant, il n'existe pas à l'heure actuelle de définition de la notion d'« évènement significatif ».

On peut noter que si pour la majorité des sociétés cotées chinoises, les comptes sont divulgués, peu d'entre elles donnent une version en anglais de leurs comptes, ce qui n'est pas sans poser certaines difficultés. De plus, les versions anglaises des sites internet de ces mêmes sociétés sont souvent très peu actualisées.

En février 2006, le Ministère des Finances a publié les *Basic Accounting Standards for Business Enterprises* (ASBE). Ce texte contient 38 standards de transparence comptable, auxquels les entreprises chinoises cotées doivent se conformer. Ces nouveaux critères sont proches de ceux de l'*International Financial Reporting Standards* (IFRS).

Composition et rôle des organes de direction

La Chine a adopté une structure de direction bicéphale : un Conseil d'administration proprement dit et un Conseil de surveillance. Le Conseil d'administration est l'organe dirigeant coiffant l'ensemble des opérations de la société. La CSRC prévoit qu'1/3 du CA doit être composé de personnes indépendantes à la société. Le Conseil de surveillance est un organe indépendant, fournissant conseils et commentaires afin de guider le Conseil d'administration. Il peut, selon certaines procédures, casser des décisions du CA. Cette structure peut poser des problèmes de redondance, ou créer des confusions quant à la détention réelle de l'autorité exécutive. Les coûts administratifs sont également importants.

Selon les règles de la CSRC, un directeur indépendant est défini comme ne détenant pas de poste dans l'entreprise, n'entretenant pas de relations avec les actionnaires principaux, dans la mesure où celles-ci pourraient avoir des conséquences sur l'impartialité de ses jugements. Une personne détenant plus de 1% des actions émises, figurant parmi les 10 plus gros actionnaires et/ou qui fut employé de la société l'année précédant la nomination, ne peut être désignée comme membre indépendant d'un des deux organes dirigeants. Ces membres doivent faire une déclaration d'indépendance. Une même personne ne peut être désignée membre indépendant du Conseil d'administration de plus de 5 sociétés cotées différentes.

Dans les faits, les directeurs indépendants sont encore très souvent nommés par l'Etat, puis par les principaux actionnaires. Afin de renforcer l'indépendance de ces administrateurs, il a été suggéré de mettre en place une désignation par les actionnaires minoritaires. On fait également appel à des managers étrangers au sein des CA, afin d'améliorer la gouvernance d'entreprise.

Dans de nombreux cas, le Président du CA est aussi directeur général de la société. Cette structure peut générer des conflits d'intérêt. Les officiels chinois justifient cette structure par un manque de talents et de compétences sur le marché. Actuellement, il n'existe pas de règle de la CSRC exigeant le non-cumul des deux postes. Certaines grandes sociétés chinoises ont néanmoins opéré cette séparation : PetroChina, China Construction Bank, China Shenhua Energy, Air China et China Southern.

Selon un sondage effectué par le CFA Institute à la fin de l'année 2006, auprès de dirigeants d'entreprises chinoises, de gestionnaires de fonds, et d'analystes indépendants, la compétence et l'expérience des dirigeants des sociétés chinoises se seraient nettement améliorées au cours des trois dernières années.

Rémunération des dirigeants

Au sein des entreprises publiques, la rémunération des dirigeants est constituée d'une base fixe et d'un bonus variant en fonction des performances. Afin de moderniser et de rendre plus efficace la gestion de ces sociétés, une récente révision du droit des titres prévoit la possibilité de distribuer des stock-options aux dirigeants. Les plans de distribution de stock-options sont décidés par le Conseil d'administration. Une société de conseil est chargée d'étudier le plan et de suggérer des améliorations. Après approbation du CA, le plan est soumis à la CSRC qui dispose de 20 jours pour

exprimer ses objections. Si la CSRC ne l'a pas rejeté, le plan est ensuite soumis à l'approbation de l'Assemblée générale des actionnaires.

Les actionnaires minoritaires

L'Assemblée générale des actionnaires doit se tenir une fois par an. Son déroulement est le même que dans les pays d'Europe ou d'Amérique du Nord. Au cours de cette réunion, les actionnaires jugent le bilan de l'année passée et définissent ou acceptent les objectifs financiers pour l'année suivante. Des assemblées générales extraordinaires sont convoquées soit par le Conseil de surveillance, soit par le Conseil d'administration, en cas de pertes supérieures à 1/3 du capital libéré.

En Chine, les actionnaires minoritaires constituent un groupe très fragmenté.
La part des investisseurs institutionnels est encore difficilement mesurable. Les petits investisseurs manquent souvent de connaissances en matière d'investissement. Ils ne savent généralement pas quels sont leurs droits, ce qui reste un frein à l'amélioration de la gouvernance des entreprises. Même dans le cas où ces investisseurs connaissent les dispositions légales en leur faveur, il reste difficile d'en exiger l'application, notamment en cas de négligence ou de fraude de la part de la société. Manquant de ressources financières et de compréhension de l'environnement financier, ces petits investisseurs sont souvent incapables d'intenter la moindre action en justice.

Le code de la CSRC et la légilsation des bourses et des sociétés (*Securities Law* et *Company Law*) réformés et entrés en vigueur le 1er janvier 2006, renforcent la protection des actionnaires minoritaires :

- le vote par procuration est permis ;
- les scrutins cumulés sont encouragés, permettant ainsi aux actionnaires minoritaires de nommer des membres des conseils d'administration et de surveillance ;
- les membres des conseils d'administration et de surveillance, ainsi que les cadres dirigeants, sont tenus de tenir compte des intérêts des actionnaires minoritaires ;
- les actionnaires peuvent attaquer en justice directement ou indirectement, les administrateurs, les membres du Conseil de surveillance et les cadres dirigeants ;
- le concept de « *piercing corporate viel* » a été introduit, permettant aux juges d'aller au-delà du principe de responsabilité limité ;
- les actionnaires se sont vus accordés le droit de vérifier les comptes ;
- ils peuvent formuler des résolutions pour la liquidation de la société, sur des projets de fusion ou de cession.

Malgré ces avancées légales, un sondage du CFA Institute révèle que, pour la plupart des acteurs, peu de changements sont intervenus dans la pratique quant à la protection des actionnaires minoritaires, au cours des trois dernières années. Des réformes de plus grande ampleur sont encore nécessaires. Parallèlement, le durcissement de la répression de la criminalité financière doit se poursuivre.

Le renforcement des pouvoirs de la CSRC

A ses débuts en 1992, la China Securities Regulatory Commission (CSRC) n'avait qu'un simple pouvoir de remontrances publiques. Depuis, elle a vu progressivement s'accroître ses prérogatives, afin d'agir de façon plus efficace face aux scandales à répétition. Mais ses pouvoirs et ses moyens paraissent encore limités, au regard de l'ampleur de la tâche. De même, la législation en matière d'indemnisation des victimes de fraudes est encore largement incomplète.

Les actions répressives de la CSRC

Peu après leur création, les marchés boursiers ont été le théâtre de scandales retentissants. Les noms des sociétés cotées Yi'an Keji, Yinguangxia, Lantian Gufen et bien d'autres, sont passés à la postérité dans la mémoire des Chinois de part l'ampleur des fraudes découvertes. Les cas de fraudes les plus courants étaient le maquillage des comptes, la propagation de fausses rumeurs et les manipulations de cours. Ces affaires ont laissé de nombreux petits actionnaires ruinés. Le gouvernement, sous la pression populaire, a mis progressivement en place une réglementation plus contraignante. Selon l'article 180 du droit des valeurs mobilières, la CSRC a le pouvoir de mener une enquête au sein d'une société cotée et de rassembler des preuves en cas de malversation. Elle peut en cas de découverte de fraudes (notamment de manipulation de cours), suspendre la cotation des actions de la société pour une durée de 15 jours. Au-delà, l'accord du Conseil des Affaires d'Etat est nécessaire.

Entre 1999 et 2001, des enquêtes ont été menées sur 220 sociétés cotées, parmi lesquelles 92 ont été sanctionnées. Des peines de prison ont également été prononcées contre les dirigeants des sociétés incriminées. Fin 2001, devant l'ampleur des fraudes constatées dans la comptabilité des entreprises, la CSRC exige de toutes les sociétés cotées d'être auditées par des cabinets étrangers. La mesure est entrée en vigueur le 1er avril 2002. Cette mesure est apparue indispensable devant la collusion des sociétés cotées et des sociétés d'audit chinoises[16]. En 2001, une centaine de sociétés d'audit chinoises ont été impliquées dans des cas de fraudes financières de sociétés cotées.

En janvier 2005, la CSRC ordonne l'audit de 130 sociétés de courtage. L'autorité régulatrice des marchés financiers chinois a dans certains cas dépêché ses propres auditeurs. Il s'agissait d'envoyer un signal au marché : les autorités seront dorénavant plus vigilantes.

Le scandale DeLong (cf. encadré) fut à l'origine d'une réforme du droit des titres (*Securities Law*) et permit à la CSRC d'obtenir de nouveaux moyens légaux pour enquêter sur les cas de fraude. Cette affaire retentissante révèle la complicité de 32 000 personnes réparties dans 2 500 institutions publiques et privées. A la suite de cette affaire, la CSRC s'est vue accordée en 2006, la possibilité de geler les fonds, de suspendre les cotations et de bloquer les transactions suspectées illégales des sociétés inspectées.

Depuis mai 2007, la CSRC peut limiter ou geler les transactions et les fonds des intermédiaires de marché, lorsqu'elle mène une enquête sur ceux-ci. Le blocage des opérations court sur une période de 15 jours et peut être étendu pour une deuxième période de 15 jours.

Malgré ses nouveaux pouvoirs, la capacité de la CSRC de prévenir les fraudes demeure encore très limitée. En effet, elle ne peut démarrer son investigation qu'en cas de plainte déposée contre un responsable d'une société ou lorsqu'une société est mise en faillite.

L'indemnisation encore limitée des victimes de fraudes

Pendant longtemps, les actionnaires n'avaient aucun moyen d'obtenir des compensations. Il a fallu attendre 2002 pour que le premier procès en indemnisation soit accepté par les tribunaux chinois. Le dédommagement des investisseurs a connu un démarrage assez lent pour plusieurs raisons. La *Civil Procedure Law* contenait des clauses empêchant des individus ou des groupes d'entreprendre des actions en

[16] Collusion révélée par l'affaire Guangxia, nom d'une société chinoise ayant, avec la complicité de sa société auditrice Zhongtianqin, falsifié ses résultats de production, ses chiffres d'exportation et diverses données financières. Quatre des dirigeants de la société se sont retrouvés en prison.

justice. De plus, des membres du gouvernement craignaient (et continuent de craindre) que de pareilles procédures n'entrainent une vague de plaintes et n'handicapent les sociétés cotées. La plupart des sociétés cotées appartenant à l'Etat, les dédommagements accordés se ferait in fine à son détriment.

De 2002 à 2004, la Court Suprême du Peuple a assoupli les procédures d'action en justice, défini de façon plus précises les infractions des sociétés, leurs responsabilités et les méthodes de calcul des pertes des requérants. Cependant, les actions de groupes sont encore interdites.

Exemple de recours en justice

La société **Daqing Lianyi** a rapporté de faux profits quatre années consécutives, afin de pouvoir être introduite en bourse. Une fois cotée, cette société a ensuite détourné les capitaux levés vers d'autres investissements que ceux pour lesquels elle avait justifié son introduction en bourse. Environ 500 plaintes ont été entendues par la Cour du Peuple de Harbin. A l'exception d'un plaignant indemnisé 6 000 CNY, le quart de la somme qu'il demandait, aucun jugement n'a pour l'instant été rendu.

D'importants progrès ont été réalisés afin de mettre en place des procédures d'action en justice. La couverture médiatique des sociétés cotées coupables, la mise en place de nouvelles règles par la CSRC, l'apparition de la profession d'avocat d'affaires, sont autant d'éléments ayant favorisé et accompagné cette évolution.
Cependant, deux problèmes demeurent. D'une part, les procédures en elles-mêmes sont encore très restrictives en termes d'acceptation des plaintes des investisseurs. Le plaignant ne peut par exemple, porter plainte que dans la province où se trouve le siège social de l'entreprise. Les définitions étroites des fraudes, les distances qui séparent les différents plaignants répartis sur l'ensemble du pays, sont autant de difficultés à surmonter. D'autre part, les tribunaux montrent peu d'empressement dans l'examen des plaintes du fait de la protection des autorités administratives locales dont jouissent les entreprises. Devant l'absence de volonté des cours locales, quelques rares avocats des parties plaignantes ont saisi la Court Suprême du Peuple. Celle-ci a le pouvoir de casser les jugements des juridictions inferieures. Encore faut-il que la haute juridiction veuille se saisir de l'affaire. Les actions en justice s'étant terminées de manière favorable pour les investisseurs, ont été réglées en dehors des tribunaux. Ce fut le cas, en avril 2003, pour la société Shenxinkai sanctionnée par le Ministère des Finances pour avoir falsifié ses comptes. Les parties plaignantes ont obtenu une compensation égale à 70% du montant réclamé.

L'affaire Delong

Le procès de l'affaire Delong dévoile les ressorts d'un étonnant feuilleton financier : celui de Tang Wanxin, ancien dirigeant du groupe démantelé en 2004, à la suite d'une perte sur les marchés financiers de 2,47 Mds USD en une dizaine de jours.

Un homme parti de rien. Tang a commencé tôt. Dès ses études, il participait déjà à des systèmes obscurs de ventes. Il débuta par la suite sa carrière dans la province du Xinjiang. Tang fait successivement ses armes dans l'imprimerie, la pharmacie, le développement de logiciels et le conseil. En 1992, il emprunte 50 000 CNY et s'installe à Xi'an, où il commence à acheter des participations dans les entreprises locales pour les revendre, avec une confortable plus value, à des investisseurs du Xinjiang et de Shenzhen. Au bout d'un an, le groupe est baptisé Delong, et réalise un profit estimé autour de 7 Ms USD. Ses affaires prennent de l'ampleur : il s'étend à d'autres grandes villes chinoises et investit dans des entreprises cotées. Les bénéfices de ces opérations boursières sont alors réinvestis dans des activités diverses, immobilier, agriculture et même discothèques.

Un pillage organisé des entreprises publiques. En 1993, Tang et l'entreprise publique Xinjiang Hongyuan Trust investissent 9,9 Ms USD chacun dans la construction d'un immeuble. Mais avec la complicité du directeur général de Hongyuan, Han Xinlin, Delong réussit à se dégager de ses responsabilités financières, et laisse Hongyuan assumer les principaux coûts de l'opération. Han démissionnera plus tard lorsque la China Construction Bank, actionnaire principal de Hongyuan, entamera une enquête sur le scandale. Alors que le même Han a rejoint la direction du groupe Delong en 1997, on apprendra que Tang a mis à sa disposition 617 000 USD pour spéculer sur le marché de Shanghai. Malgré son expansion, le groupe accuse des pertes. Il doit ainsi, à la fin de l'année 1996, combler un passif de 13 Ms USD de pertes.

Une chaîne opaque de financements. Tang modifie alors sa stratégie et se lance dans une longue fuite en avant. Il prend le contrôle d'entreprises industrielles et d'institutions financières. Celles-ci investissent en retour dans le groupe Delong afin d'augmenter artificiellement sa valeur. Plusieurs entreprises cotées sont concernées, comme Tunhe, Torch Automobile, ou encore Hejin Investment. Delong siphonne 61 à 87 Ms USD de la société Jinsin Trust. Le système s'étend et se systématise : Delong propose à une société d'acheter des actions d'entreprises de son groupe. En contrepartie, Delong crée pour cette société crédule un « trust fund » d'un montant équivalent, permettant de garantir l'investissement. Si malgré tout la société demeure sceptique, alors Delong demande à une institution financière d'une autre province de garantir l'opération. En réalité, l'institution garante a des liens étroits avec Delong, ou est même déjà indirectement sous son contrôle. Le système repose entièrement sur les promesses de forts rendements faites à ces investisseurs par les filiales du groupe. Les fonds récoltés à partir de ces montages financiers frauduleux permettent à Delong de soutenir le cours des actions de ses holdings. Dès 1997, la survie du groupe Delong repose exclusivement sur ces multiples manipulations. Des milliers de faux comptes titres sont ainsi ouverts pour soutenir ces opérations, à travers des institutions financières contrôlées par le groupe. En 2002, Jinsin reçoit l'ordre de rassembler 617 Ms USD pour sa société mère. Et cette somme alimente, pour sa majeure partie, les manipulations boursières du groupe.

Les hésitations des autorités. A partir de l'année 2001, le régulateur boursier, la CSRC, renforce son contrôle sur les opérations de Delong, année particulièrement noire pour sa filiale Jinsin, qui accuse une dette non remboursée de 500 Ms USD. Les autorités chinoises hésitent pourtant longtemps avant d'intervenir, par peur d'une réaction en chaîne. Autre facteur d'hésitation, les renflouements publics reposent sur un principe officieux : ils ne bénéficient jusqu'alors qu'à des institutions financières publiques ou des particuliers, victimes de créances douteuses sur des organismes publics. Or, le cas Delong est particulièrement délicat. Il s'agit d'un groupe privé contrôlant des entreprises publiques. La crise atteint finalement son paroxysme en avril 2004 lorsque la chaîne de financement illégal de Delong se brise. Le cours des actions sous contrôle du groupe s'effondre, ses clients exigent un remboursement immédiat et une douzaine d'institutions financières se déclarent en cessation de paiement. Le gouvernement sauve alors le groupe d'une faillite retentissante, en décidant son rachat par une des structures publiques de défaisance bancaire (Huarong). Tang Wanxin fuit tout d'abord la Chine. Il reviendra de son plein gré 3 mois plus tard, pour être arrêté. De caractère peu enclin à la repentance, il aurait déclaré, selon le Caijing Magazine : « *les choses auraient été certainement différentes si j'avais possédé une banque !* ».

Le scandale du fonds de pension de Shanghai

L'affaire de corruption et de détournements du Fonds de pension de Shanghai représente sans doute **le plus important scandale politico-financier de la décennie**, tant par les montants en jeu, les personnalités impliquées, que les autres scandales qu'elle a mis à jour. Les faits incriminés débutent en 2002 et se poursuivent jusqu'à la mi-2006. Au cours de cette période, le Fonds comptait plus de 10 Mds CNY sous gestion (1 Md EUR) et c'est au total 3,8 Mds CNY (soit plus du tiers des actifs du Fonds) qui ont été détournés. L'essentiel de ces détournements prenaient la forme de prêts à l'entreprise de construction Lu Qiao, dont le Président, **ZHANG Rongkun** (35 ans, également Président du Fonds d'investissement privé Fuxi, classé 16e fortune du pays selon le classement Forbes 2005), a joué un rôle pivot entre les différents protagonistes de l'affaire (cf l'enquête menée par *Caijing*).

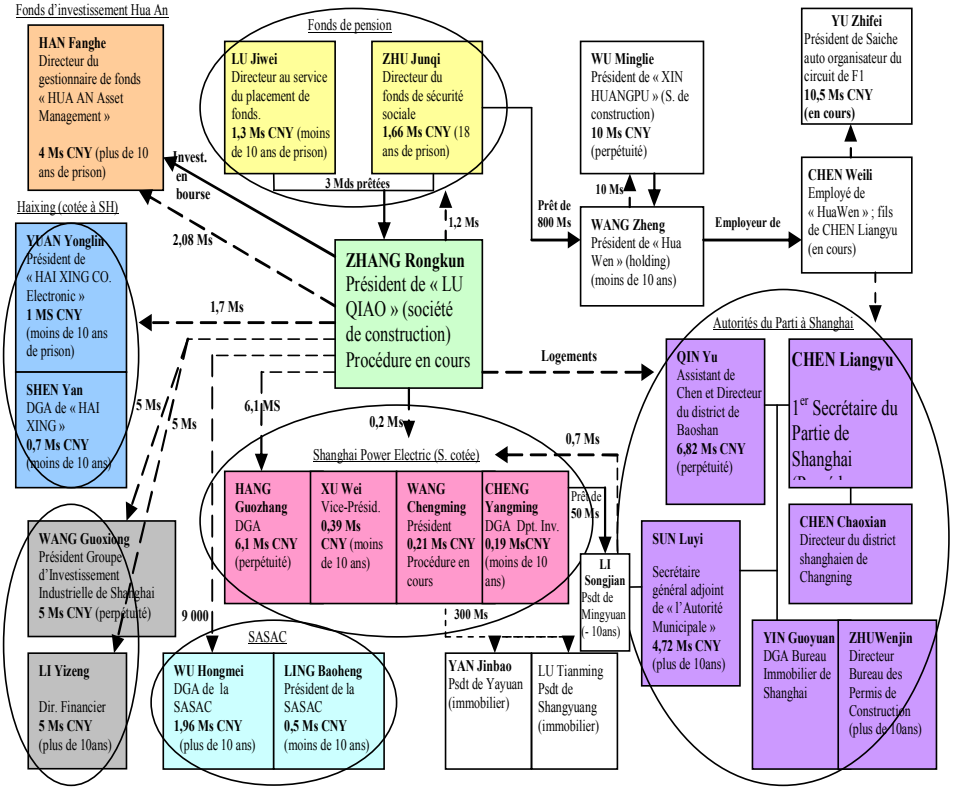
Selon la réglementation, les fonds de pension (recueillant les cotisations retraites et de sécurité sociale des salariés) n'ont pas la possibilité d'investir dans des projets spéculatifs. A l'époque des faits, ils ne pouvaient investir en bourse que par l'intermédiaire d'un gestionnaire désigné par le gouvernement provincial, en l'occurrence Shanghai Pudong Develoment Bank. Pour contourner l'interdiction, le Président du Fonds, ZHU Junyi, et son Directeur des placements financiers, LU Jiwei, ont procédé à plusieurs prêts légaux à l'entreprise Lu Qiao d'un montant global de 3 Mds CNY, officiellement pour des projets d'infrastructures. Le Président de cette dernière, ZHANG Rongkun, a par la suite utilisé ces sommes pour des opérations immobilières et boursières. Parmi les bénéficiaires, on compte des présidents de sociétés, des dirigeants politiques locaux, et les gestionnaires du Fonds de pension. Leurs rétributions se faisaient en espèces, en lingots d'or ou en biens immobiliers. La corruption des hauts fonctionnaires et des dirigeants locaux permettait, en échange, d'obtenir les permis de construction nécessaires aux projets immobiliers, et facilitait les autres activités de ZHANG.

A titre d'exemple, et pour s'en tenir au volet boursier du scandale, on peut citer le cas des manipulations de cours de l'action de l'entreprise Haixing, fabricant d'électroménager, via le fonds d'investissement Hua An. L'affaire Haixing aurait été conduite par l'entremise de HAN Fanghe, Directeur général du fonds d'investissement Hua An, ancien haut fonctionnaire et cadre du Parti. ZHANG et HAN, avec la complicité des dirigeants de Haixing, ont investi, en l'espace d'un an, plus de 800 Ms CNY dans un contexte de marché atone. HAN a pu ainsi revaloriser les 90 Ms d'actions de Haixing qu'il détenait depuis 1997 et qui n'avaient alors jamais décollé. ZHANG, en échange, prenait part au Conseil d'administration du fonds Hua An, tandis que le Président et le vice-président de Haixing recevaient respectivement 1 Ms et 700 000 CNY de pots de vin, pour gonfler les résultats financiers de leur entreprise. A la découverte de la manipulation, le titre a perdu en deux mois 66 % de sa valeur.

L'affaire du Fonds de Shanghai éclate à la mi-2006. A l'automne, le scandale prend une tournure politique, à la suite de la mise en cause spectaculaire du numéro un du Parti communiste chinois de Shanghai, CHEN Liangyu. Ce dernier, qui était aussi membre du bureau politique du Comité central, est le premier dignitaire d'un tel rang à être déchu dans le cadre de la lutte anticorruption. Le scandale du Fonds de pension de Shanghai a également conduit aux limogeages d'autres figures politiques de la ville, dont ZHU Junyi, le responsable du Fonds de pension, SUN Luyi, Secrétaire général adjoint du Parti (n°2 du Parti à Shanghai), et QING Yu, responsable du district de Baoshan à Shanghai et ancien Secrétaire assistant de CHEN Liangyu (n°3 du Parti). Parmi les autres figures publiques sanctionnées, on peut citer l'ancien Responsable du Bureau national des statistiques, QIU Xiaohua, dont la démission avait été annoncée en octobre 2006. Lors de l'enquête, il avait été officiellement soupçonné de « graves violations », sans préciser leur nature. L'enquête a également été étendue à une douzaine de promoteurs immobiliers particulièrement influents.

Sur les 30 principaux protagonistes du scandale (à l'exception de CHEN Liangyu et ZHANG Rongkun, pour lesquels la procédure est en cours et le jugement toujours incertain), 18 ont été condamnés fin septembre 2007. On dénombre 4 peines à perpétuité, 6 personnes condamnées à plus de 10 ans de prison, le reste des peines allant de 1 à 10 ans fermes. On estime que le manque à gagner pour le Fonds est supérieur à 4 Mds CNY. Toutefois, un an après la révélation de l'affaire, le Maire de Shanghai, Han Zheng, a annoncé que le Fonds avait récupérer l'ensemble des sommes détournées.

Circuit de corruption du scandale du fonds de pension de Shanghai (partie averée)



Le nouveau cadre juridique

L'adoption d'une nouvelle structure légale et réglementaire a constitué le socle de la réforme des marchés financiers chinois. Les sources réglementaires sont diverses (CSRC, CBRC, CIRC, Banque du Peuple de Chine, mais aussi Conseil des Affaires d'Etat). De manière progressive, la plupart des réglementations ont été révisées à partir du début des années 2000. La principale réforme juridique des marchés financiers a été adoptée par le Congrès National du Peuple, le 27 octobre 2005. La révision, entrée en vigueur le 1er Janvier 2006, modifie principalement la *Company Law*, le *Securities Law* et le *Securities Investment Fund Law*. Elle a été complétée par 350 règlements. Elle concerne :

- l'offre de titres, les procédures de cotation, la divulgation des informations ;
- les transactions sur les bourses et les marchés à terme ;
- la gouvernance d'entreprise, les fusions-acquisitions de sociétés cotées ;
- le courtage et les intermédiaires sur les bourses et les marchés à terme ;
- la supervision des fonds d'investissements ;
- la supervision et les engagements légaux des bourses et des marchés à terme ;
- les réglementations spécifiques à certains acteurs des marchés financiers.

PRINCIPALES REGLEMENTATIONS EN VIGUEUR EN MATIERE FINANCIERE

THEME		TEXTE
Offre de titres, procédure de cotation et divulgation d'information	Règles générales sur l'offre de titres et l'introduction	Equity Law (art. 2 et 3) Company Law (art. 5)
	Offres à l'étranger et listing des sociétés anonymes	State Council's Special Rules on Overseas Offering and Listing of Joint Stock Companies Notice on Overseas Listing Applications.
	Offres publiques et échange de titres	Provisional Regulations on Public Offering and Trading
	Introductions en bourse	Measures on the Administration of Securities Offerings and Underwritings; Measures on the Administration of Securities Offering by Listed Companies
	Système de parrainage des offres publiques de titres	Interim Measures on the Sponsor System for Securities Public Offerings
	Supervision des listings des sociétés chinoises à Hong Kong,	Guidelines and Approval and Supervision of Chinese Companies Listing on Hong Kong GEM
	Diffusion d'informations sur les sociétés publiques	Standards for Content and Format of Information Disclosure of Public Companies.
Transactions sur les bourses et les marchés à terme	Règles générales	Equity Law (art. 3)
	Règles de la CSRC sur les transactions	Measures on the Administration of Stock Exchanges; Measures on the Administration of Futures Exchanges; Measures on the Administration of Securities registration and settlement; Measures on the Administration Settlement Risk Fund and Notice on Issues of Tightening Control over Members' Settlement Risks; Administrative Measures on Issues and Underwriting of Securities Measures for the Administration of Financial Institutions' Reports of Large-sum and Doubtful Transactions
	Emissions d'obligations	Provisional Measures on Administration of Corporate Bonds of Securities Companies (CSRC, 15 oct. 2004) Administrative Measures on Short-term Financing Bonds(PBoC, 23 Mai 2005)
	Transferts de participations aux sociétés étrangères	Notice of China Securities Regulatory Commission, Ministry of Finance and State Economic and Trade Commission on Issues relating to Transfer of State-owned Shares and Legal Person Shares of Listed Companies to Foreign Investors (1er nov. 2002)
Sur la gouvernance et les fusions-acquisitions des sociétés cotées	Règles générales	Regulations on the Takeover of Listed Companies, (CSRC, 31 juillet 2006) Measures for the Administration of Initial Public Offerings of Shares and the Listing Thereof, (CSRC, 17 Mai 2007)
	Divulgation d'informations	Equity Law (art. 4)
	Autres règles spécifiques	Guidelines for Establishing Independent Directors of Listed Companies Code of Corporate Governance for Listed Companies Measures on the Merger and Acquisition of Listed Companies Rules on the Merger of Domestic Companies by Overseas Investors Notice on Some Issues about transfer of State-Owned Shares and Legal-person Shares of Listed Companies to Foreign Entities Rules on Strengthening Protection of Private Shareholders Rights and Interests Provisions on Article of Association for Overseas Listed Companies Rules on Shareholders' Meeting of Listed companies, Guidelines on Article of Association for Listed Companies.

THEME		TEXTE
Intermédiation sur les bourses et les marchés à terme	Sociétés de bourse	Securities Law (art. 6)
	Sociétés de courtage sur les marchés à terme	Provisional Regulations on Futures Trading Administration Measures on Futures Brokerage Houses, Code of Governance of Futures Brokerage Houses
	Activités de conseil	Securities Law (art. 8) Provisional Measures on Securities and Futures Investment Consultancy
	Autres fournisseurs de services financiers	Loi sur les bourses (art. 7) et Administration Measures on Stock Exchanges
Supervision des fonds d'investissements	Règles générales sur le placement, la souscription et la rédemption des fonds	Investment Fund Law Securities Investment Fund Law
	divulgation d'informations	Administration Measures on Information Disclosure of Securities Investment Funds
	opérations et les ventes de fonds d'investissements boursiers	Administration Measures on Operation of Securities Investment Funds Administration Measures on Sales of Securities Investment Funds Administration Measures on Securities Investment Funds Companies Administration Measures on Senior Management in Securities Investment Funds Industry Administration Measures on Securities Investment Fund Custody
	Etablissement des fonds d'investissement étrangers	Regulations on Establishment of Foreign-funded Investment Companies Supplementary provisions of Ministry of Commerce on Foreign-funded Investment Companies (MofCOM)
Supervision des marchés boursiers et des marchés à terme	Modes de financement des bourses	Securities Law
	Contrôle sur les transactions et les sociétés de courtage	Administration Measures on Stock Exchanges
	Gel de fonds illégaux, avoirs ou preuves importantes	Implementation Measures on Freezing and Sealing (CSRC, 2005)
	responsabilités civiles, administratives et pénales	Securities Law Company Law Securities Investment Law Criminal Law Certain Rules on dealing with Civil Compensation Cases Related to False Statement and Rules on Dealing with Futures Dispute Cases (Court Suprême)
	Accès aux marchés financiers	Provisions on Banning Entry into the Securities Market (CSRC, juillet 2006)

REGLEMENTATIONS SPECIFIQUES A CERTAINS ACTEURS DES MARCHES FINANCIERS

THEME		TEXTE
Fonds national de sécurité sociale (FNSS)		Provisional Measures on The Administration of National Social Security Fund.
Banques	Règles générales	Law of the PRC on Banking Regulation and Supervision, (Congrès, 31 octobre 2006) entrée en vigueur le 1er Janv. 2006
	Gouvernance et la gestion financière	Regulation Governing Capital Adequacy of Commercial Bank (CBRC, février 2004) Notice to Strengthen the Risk Management in Foreign Exchange (CBRC avril 2006) Directive Regarding the Risk Management of Information Systems in Financial Institutions (CBRC, novembre 2006) Notice Regarding the Further Strengthening of Market Risk Management Work at Commercial Banks (CBRC, déc. 2006)
	Création de fonds d'investissements	Administrative Rule for Trust Companies, Administrative Rule for the Funds of Trust Companies within Conglomerates, publiées par la CSRC en janvier 2007
	Banques à participation étrangère	Regulations of the People's Republic of China on the Administration of Foreign-funded Banks, (CSRC, 24 nov.2006) entrées en vigueur le 11 décembre 2006. Regulations of the PRC on the Administration of Foreign Funded Banks (Conseil des Affaires d'Etat, 11 nov. 2006) entrées en vigueur le 11 décembre 2006.
	Licences d'exploitation	Implementation Rule for Licensing of Co-operative Financial Institutions, of Foreign Invested Financial Institutions, for Chinese-invested Commercial Banks, and for the Licensing Procedures (CBRC, Janvier 2006)
Assurances	Placements des avoirs des assurances	Provisional Measures on Administrattion of Share investment of Insurance Institution Investors (CIRC et CSRC, 24 oct. 2004) Interim Measures for the Administration of Overseas Operation and Use of Insurance Foreign Exchange Funds (CIRC et PBoC, 18 août 2004). Trial Administrative Rule for Insurance Funds Indirectly Investing in Infrastructure Projects (CIRC, 2006) Circular on Investment in the Equity Interests of Commercial Banksby Insurance Institutions (CIRC, 21 sept. 2006) Trial Directive for Risk Rating of Debt Investments by Insurance Institutions (CIRC, janvier 2007)
	Encadrement des prises de participations étrangères	Implementing Rules for the Administration of Foreign invested Insurance Companies Regulations (CIRC, mai 2004)
	Sociétés d'assurance étrangères	Regulations of the PRC on the Administration of Foreign Investment Insurance Companies (Conseil des Affaires d'Etat, 12 Déc. 2001) entrées en vigueur le 1er février 2002. Regulations on Establishment of Reinsurance Companies (CIRC, 17 sept. 2002) Measures for the Administration of Representative Agencies in China of Foreign Insurance Organisations (CIRC, 12 juil. 2006) entrées en vigueur le 1er août 2006 Provisional Regulations on Foreign Exchange Administration for Insurance Industry, promulguées par la SAFE et la CIRC, le 24 Septembre 2002.
QFII		Notice of the General Office of State Administration of Foreign Exchange Administration for QFII (SAFE, 9 sept. 2003). Administrative Measures for Securities Investment in the Territory of Qualified Foreign Institutional Investors (CSRC, PBoC, SAFE, 24 août 2006) entré en vigueur le 1er sept. 2006)

Partie 2

Analyses

Chapitre 1

Y-a-t-il un particularisme culturel des bourses chinoises ?

L'essentiel

En raison notamment de leur isolement, les places continentales subissent encore l'influence de particularismes culturels, tels le calendrier lunaire, l'effet nouvel an chinois, ou encore la préférence pour les ordres se terminant par 8 et l'aversion pour ceux se terminant par 4.

Néanmoins, avec l'ouverture progressive du compte de capital, ces particularismes culturels devraient perdre en influence. A moins qu'ils n'influencent le reste du monde ?

Le concept de confiance dans la culture chinoise

Le concept de confiance (诚信 chéngxìn) allie en chinois honnêteté (诚实) et crédibilité (信用). Un courant de l'analyse des marchés financiers chinois se fonde sur une analyse de la place de ce concept de confiance dans la culture traditionnelle. L'argument consiste à démontrer que le manque de confiance, le comportement court-termiste des investisseurs chinois sur les marchés de Shenzhen et Shanghai n'a rien de culturel :

- **la pensée confucéenne** - Des extraits des *Analectes* et autres classiques confucianistes, ressort l'importance capitale du respect des promesses et de la réputation. La décomposition du mot confiance, 诚信, renforce cette idée. Le concept de 信 (croire quelqu'un) est en rapport étroit avec les notions de vertu, de 仁 (le grand concept confucéen définissant l'être des Hommes nobles et vertueux), et de piété filiale. 诚 renvoie à l'honnêteté et la sincérité ;
- **l'*Art de la guerre*** montre que la confiance est la qualité fondamentale sans laquelle ne peut exister aucune autorité. Sans confiance, on ne peut sanctionner ni récompenser équitablement.

Sur ces bases, les difficultés actuelles des marchés financiers seraient donc dues à un manque d'encadrement institutionnel et à un nécessaire temps d'apprentissage des différents acteurs.

Les saisonnalités sur les bourses de Shanghai et Shenzhen : entre norme internationale et spécificité culturelle locale

Les bourses chinoises présentent des traits particuliers, notamment par rapport aux pays développés. Ces particularismes culturels prennent, entre autres, la forme de « saisonnalités ».

Les **saisonnalités** (ou anomalies de calendrier) se manifestent par des rendements sur titre significativement différents en fonction de moments particuliers. Ces moments peuvent correspondre à certains jours de la semaine, ou à certaines périodes du mois ou de l'année.

Elles constituent une inefficience des marchés financiers, certes observable dans l'ensemble des pays développés, mais qui présentent ici des caractéristiques propres aux des bourses chinoises.

L'influence de particularismes culturels sur les saisonnalités affectant les marchés financiers chinois a fait l'objet d'une étude détaillée, dont nous reprenons ici les grandes lignes. Il s'agit d'un document de travail du FMI intitulé : « *Seasonalities in China's Stock Markets : Cultural or Structural ?* », rédigé par Jason D. Mitchell et Li Lian Ong (janvier 2006). Leur travail porte sur la période s'étalant de la création des marchés de Shenzhen et Shanghai (1991) jusqu'à décembre 2002.

Les principales formes de saisonnalités observées dans le monde

L'effet « Janvier » (ou effet « changement d'année ») - Les rendements des titres décroissent généralement chaque année au mois de décembre, avant de regagner en valeur en janvier. Cet effet « janvier » s'expliquerait par deux raisons. Cette période de l'année se caractérise tout d'abord par les reventes d'actions offrant des résultats peu probants, dans le but de limiter le montant d'impôts à régler. Par ailleurs, cet effet « janvier » résulterait des primes aux petites entreprises, concentrées en janvier.

L'effet « Moitié du mois » (ou effet « changement de mois ») - Les rendements journaliers apparaissent plus importants durant la première moitié de chaque mois, relativement à la seconde. En particulier, le dernier jour ainsi que les quatre premiers jours du mois offrent des rendements plus élevés. Cette saisonnalité serait due aux abondants flux de trésorerie spécifiques aux fins de mois (salaires, règlements d'intérêts, etc.).

L'effet « Jour de la semaine » (ou effet « week-end ») - Le lundi a été observé aux Etats-Unis comme le pire des jours de la semaine en termes de rendement, le vendredi présentant à l'inverse des taux plus élevés. Plus intéressant encore, c'est au cours des 45 premières minutes de la séance que cet effet jouerait le plus. Au Japon, en Europe et en Australie, le phénomène observé le lundi aux Etats-Unis ne se manifeste que le mardi, ce qui est interprété comme la durée nécessaire à ce que l'influence des tendances américaines y prenne effet.

L'effet « Vacances » - Autour des vacances (en particulier durant la période les précédant), les rendements observés aux Etats-Unis sont plus élevés. Cela s'explique d'abord par un biais statistique, lié à l'interaction de plusieurs saisonnalités – les dates de vacances correspondant souvent à des périodes constituant elles-mêmes des anomalies de calendrier. Plus intéressant est le rôle d'un sentiment positif lié aux vacances. En outre, toutes les vacances ne

créent pas un effet de même intensité. Une étude menée en 1996 sur la Malaisie, Singapour, l'Inde et la Thaïlande a ainsi illustré la prépondérance des vacances nationales possédant une origine culturelle (en particulier les vacances du Nouvel An chinois).

Les particularités structurelles des bourses chinoises

Les bourses chinoises présentent deux caractéristiques, dont l'existence permet d'isoler les saisonnalités liées à des particularismes « structurels ».

Un marché A « insulaire ». Jusqu'en décembre 2002, le marché A était réservé aux investisseurs nationaux. Compte tenu de la faible part de titres échangeables sur ce marché (70% des titres étant détenus de façon plus ou moins directe par l'Etat), le nombre de titres disponibles pour les investisseurs nationaux restait faible. Cela reste amplement vérifié malgré l'ouverture aux investisseurs étrangers par la mise en place des quotas QFII.

Le marché A connaît donc une demande artificiellement forte, considérablement moins influencée par les tendances des marchés étrangers. Cette nature « insulaire » du marché A explique pour une grande part l'apparition de phénomènes propres aux marchés chinois.

Des profils distincts d'investisseurs. L'existence d'un marché A, largement dominé par les investisseurs chinois, et d'un marché B, ouvert aux investisseurs étrangers, fait apparaître deux catégories d'investisseurs. La comparaison des évolutions de ces deux marchés continentaux permet de dégager quelques particularismes chinois.

La prépondérance de facteurs culturels

Le calendrier chinois

Un effet « Nouvel An Chinois » se substitue à l'effet « janvier » - Dans aucun des quatre marchés continentaux n'apparaît une variation notable des rendements autour du mois de janvier, contrairement aux données observées dans l'ensemble des pays occidentaux. C'est autour du Nouvel an chinois qu'apparaissent des rendements plus élevés, et ce, dès le premier jour de la Fête du Printemps.

Le Nouvel an chinois est culturellement considéré comme une période de célébration prolongée, ce qui n'est pas le cas des vacances conventionnelles. Ainsi, les célébrations se prolongent jusqu'à la Fête des Lanternes, quinze jours après le début du Nouvel an chinois. Le sentiment positif suscité par la période du Nouvel an chinois influence le comportement d'investissement, et l'effet favorable se prolonge au-delà des dates officielles de vacances.

L'absence d'effet « moitié du mois » - Le calendrier lunaire garde un rôle important dans la mentalité chinoise, au point d'apparaître comme la principale explication à l'absence d'effet « moitié du mois » (habituellement constaté en Occident).

Certaines saisonnalités suivent néanmoins l'influence internationale

L'effet « jour de la semaine ». Sur les marchés A, les baisses de rendement sur titre sont les plus importantes le lundi, tandis que les vendredis sont

caractérisés par la hausse des rendements (similaire à ce que connaissent les Etats-Unis). Inversement, les rendements des marchés B connaissent une baisse bien plus faible, et celle-ci se produit le mardi (conformément au décalage entre les bourses américaines et chinoises). C'est la division structurelle des bourses chinoises qui est à la source de ces divergences de saisonnalité.

L'effet « vacances nationales fixes » observé dans les marchés B - Similairement aux marchés financiers étrangers, les marchés B connaissent des rendements plus élevés durant les jours précédant les vacances nationales fixes, et plus faibles pendant les jours consécutifs à la fin de ces vacances. Par ailleurs, la nature culturelle des vacances n'influe pas sur ces effets sur les marchés B.

Synthèse des saisonnalités sur les marchés financiers chinois (jusqu'en décembre 2002)

Saisonnalité	Marché				Type
	Shanghai A	Shanghai B	Shenzhen A	Shenzhen B	
Effet « Janvier »	×	×	×	×	Culturel
Effet « Février »	×	√	×	×	Aucun
Effet « Moitié de l'année »	√	√	√	√	Aucun
Effet « Moitié du mois »	×	×	×	×	Culturel
Effet « Jour de la semaine »	√	×	√	×	Structurel
Effet « Vacances »					
1. Vacances nationales fixes	×	√	×	√	Structurel
2. Vacances du Nouvel An chinois (non-fixes)	√	√	√	√	Culturel
3. Fêtes culturelles (mais n'étant pas des vacances)	×	×	×	×	Aucun

Le phénomène d'agrégation des prix

Le phénomène d'agrégation des prix, ou ***price clustering***, se caractérise par l'observation d'une fréquence anormale des prix pour certains nombres.

L'observation la plus courante est l'existence d'une préférence pour les chiffres 5 et 0, dans la plupart des pays ou cultures. Dans une perspective plus poussée, il est possible de dégager le schéma de préférence ordinale suivant : 0, 5, chiffres pairs, chiffres impairs.

Les leçons à tirer de l'étude des pays asiatiques à population chinoise

Une étude de 2002 de Philip Brown, Angeline Chua et Jason Mitchell prend pour objet d'étude les marchés financiers des pays asiatiques où la population chinoise est fortement présente. « *The influence of cultural factors on price clustering : Evidence from Asia-Pacific stock markets* » présente les conclusions suivantes :

- un *price clustering* « à la chinoise » apparaît, mais de façon relative. Pour de nombreux chinois, le chiffre 8 est symbole de bonne fortune, tandis que le chiffre 4 porte malheur. 8 est homophone du verbe correspondant à l'expression « faire fortune », tandis que 4 est homophone du verbe

« mourir ». On retrouve l'attribution d'une connotation hautement négative au chiffre 4 dans le *Fengshui* ;

- l'ampleur du phénomène est d'autant plus grande que le **niveau des prix** est élevé, et d'autant plus faible que **taille des entreprises et liquidité du marché** sont importantes.

Certains éléments structurels déterminent la portée de ces particularismes culturels chinois :

- **cantonnais et mandarin** : les superstitions liées aux chiffres sont issues de la culture cantonaise. C'est pourquoi ses effets sont si visibles à Hong Kong, et très peu à Singapour et Taiwan (où domine le mandarin) ;
- **atomicité des investisseurs** : plus la proportion d'investisseurs individuels est grande (à Hong Kong par exemple), plus les particularismes culturels paraissent influents ;
- **l'institutionnalisation des fêtes traditionnelles** joue sur l'ampleur du phénomène. A Hong Kong, les vacances liées aux traditions culturelles chinoises jouent un rôle d'amplificateur périodique.

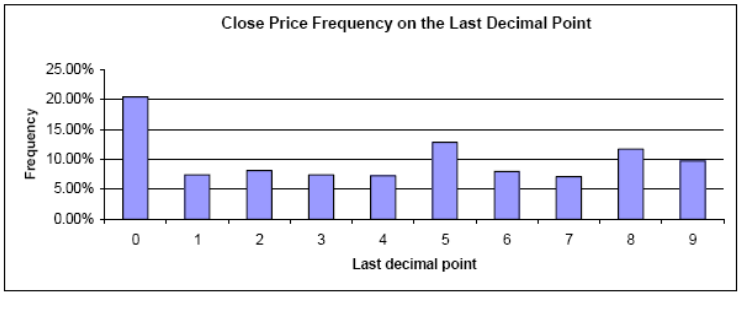
Reste à relativiser l'importance de ces phénomènes, mineurs comparativement à la préférence classique des investisseurs envers les chiffres 0 et 5.

Le *price clustering* « à la chinoise » à Shanghai et Shenzhen

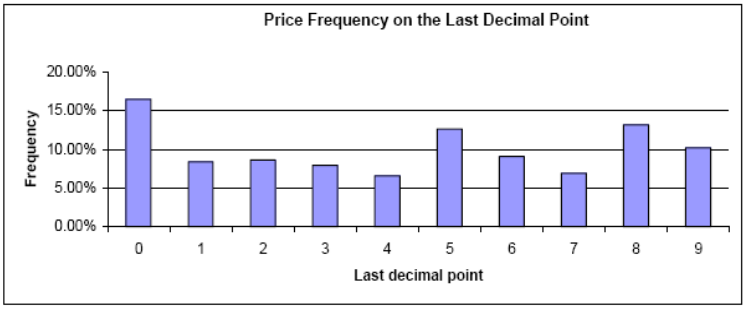
Philip Brown et Jason Mitchell ont testé en 2004 l'existence d'une préférence heuristique fondée sur une perception culturelle originale des nombres (« *Culture and stock price clustering : Evidence from The People's Republic of China* »). L'étude portait sur les bourses de Shanghai et Shenzhen, de 1994 à 2002. Les résultats en sont les suivants :

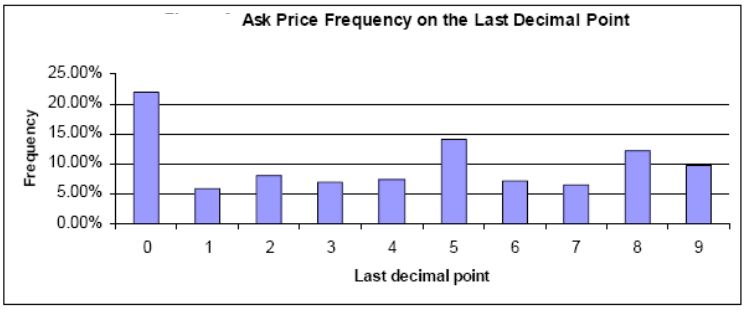
- A Shanghai, le prix des titres A échangés a deux fois plus de chances de se terminer par un 8 que par un 4. De même, une forte préférence pour le chiffre 8 est apparue sur le marché des titres A de Shenzhen ;
- En outre, cette préférence s'est sensiblement dissipée au cours du temps, assez tôt à Shenzhen et plus tardivement à Shanghai.

Ces élements sont complétés par l'étude de Yan He et Chunchi Wu, « *Is Stock Price Rounded for Economic Reasons in the Chinese Markets?* ». L'étude confirme la préférence pour les chiffres 0, 5, 8, ainsi que le rejet du chiffre 4. Les trois graphiques ci-dessous illustrent ce point.



Ainsi, quel que soit le stade de la transaction considéré, une nette tendance à favoriser 0, 5, 8, au détriment du 4 apparait.





En outre, trois conclusions importantes sont tirées par l'étude, convergeant toutes vers l'influence de la préférence culturelle chinoise sur les ordres passés en bourse :

- l'arrondi à des nombres finissant par 0 et 5 trouve une explication économique. La préférence pour le chiffre 8 est en revanche purement culturelle (sans fondement rationnel) ;
- l'arrondi à des nombres finissant par 0 et 5 est d'une ampleur moindre comparativement au NYSE. Cela vient souligner le particularisme chinois ;
- ces phénomènes présentant un effet significatif sur les coûts d'exécution, ils ne sont donc pas négligeables.

A l'avenir, ces particularités chinoises pourraientt perdre en influence, le marché se normaliser, à mesure que les autorités ouvriront les marchés domestiques aux acteurs étrangers, et permettront à l'épargne locale de sortir du territoire.

Chapitre
2

La hausse des marchés chinois est-elle durable ?

L'essentiel

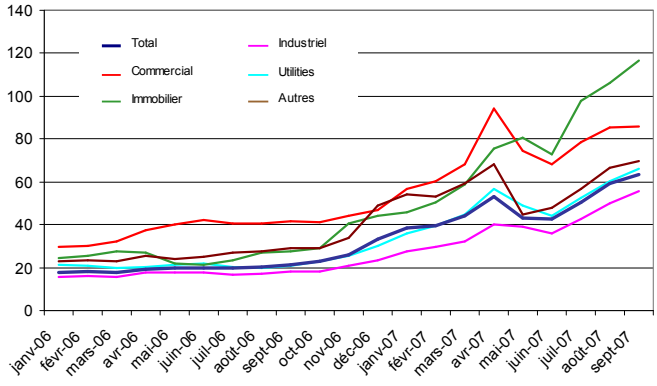
- *Des PER record, 64 en moyenne à Shanghai fin septembre.*
- *Une croissance spectaculaire des profits des entreprises cotées (+77,5 % au 1er semestre 2007), mais des doutes sur leur pérennité.*
- *Deux facteurs structurels de soutien des cours : le rattrapage, et l'hyperliquidité de l'économie chinoise.*
- *Les autorités peuvent certes encore agir sur les cours, mais elles perdent en influence à mesure que la capitalisation explose. Face aux enjeux de court terme, les effets des réformes engagées ne seront perceptibles qu'à moyen terme.*

Une nette surévaluation dans un marché très imparfait

Des ratios de valorisation au plus haut historique

Fin septembre 2007, le PER (price-earning ratio) moyen pondéré à Shanghai était de 64 (par rapport aux résultats 2006). Il atteignait 76 pour les financières et même 107 pour les valeurs immobilières. Calculés à partir des résultats 2006, le PER de Shanghai au plus haut, a même dépassé à la mi-octobre le pic historique de 2001, à 73 fois. Avec la forte croissance des profits, les valorisations devraient cependant revenir à des niveaux plus raisonnables. De plus, si on considère les plus grandes capitalisations (l'indice Shanghai-Shenzhen 300), le PER est plutôt de l'ordre de 56. Quoiqu'il en soit, une différence injustifiée demeure avec la valorisation des titres de ces mêmes entreprises échangés sur le marché ouvert de Hong Kong. En effet, les actions H (actions des entreprises chinoises cotées à Hong Kong) s'échangent sur un PER de 19, contre 61 pour les actions A des mêmes entreprises à Shanghai. Même en mettant de côté les entreprises pétrolières et télécoms, les actions A s'échangent avec une prime de 50 % par rapports aux actions H (cf. le chapitre 5 de la seconde partie).

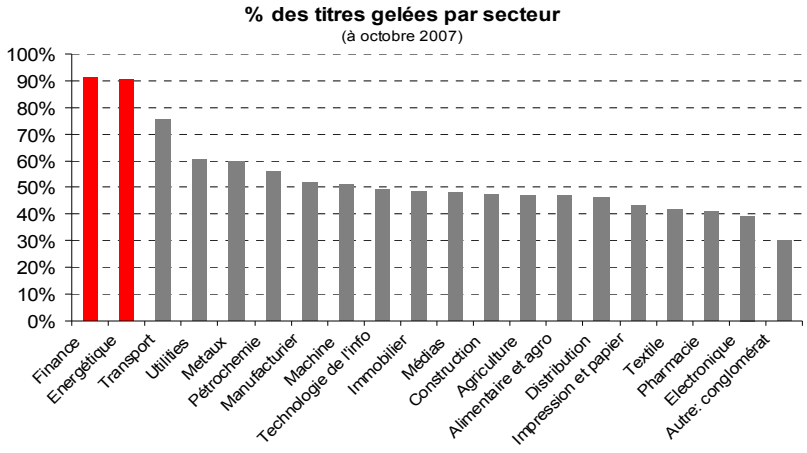
Evolution des PER sectoriels à Shanghai



Source : CEIC, calculs de la ME de Pékin

La hausse des profits y change peu.

Les profits ont augmenté de 46 % en 2006. Le consensus anticipe une nouvelle hausse spectaculaire pour 2007, tandis que les résultats du premiers semestre font état de profits en hausse de 77,5 % en g.a., ramenant le PER des sociétés cotées à Shanghai à 30 à la mi-2007, au lieu de 56 (sur la base des profits net à la mi-2007). Ceci devrait en théorie permettre de ramener les PER à des niveaux plus raisonnables. Toutefois, ce seul argument ne convainc pas entièrement. En effet, le taux de croissance des profits est certes élevé, mais il part d'une base très réduite. A mesure que le volume des profits augmente, il est probable que son taux de croissance diminue tendanciellement. De plus, pour une grande part, ces profits ne proviennent pas des opérations de l'entreprise cotée, mais de résultats exceptionnels, cessions d'actifs et participations croisées. Ensuite, les profits se concentrent dans les entreprises énergétiques, et dans une moindre mesure dans les financières. Or, en pratique, 9/10e des titres de ces grandes entreprises ne peuvent être achetés sur le marché (*cf. les distorsions du marché chinois infra*). Ils sont gelés, détenus par l'Etat ou de grands institutionnels publics. Leurs profits n'affectent donc que très peu les multiples de valorisation des titres effectivement échangés sur le marché, qui eux appartiennent à des secteurs moins profitables. Enfin, le rendement des actions chinoises est trop faible pour justifier à lui seul les valorisations actuelles (1,2 %, bien moins que le marché obligataire local et que les autres places de la région). Plusieurs analystes étrangers estiment que 2200-2900 points (contre 6100 aujourd'hui) seraient la bonne valorisation de long terme de l'indice de Shanghai.



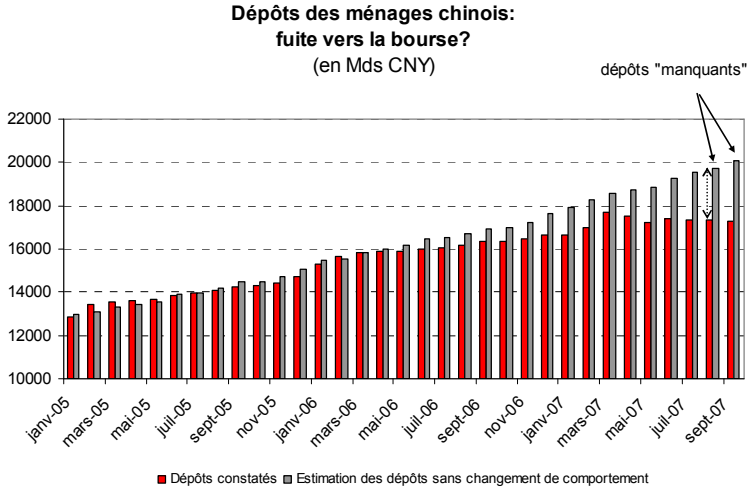
Un marché souffrant d'importantes distorsions

La hausse actuelle s'explique en grande part par les distorsions et les imperfections du marché chinois, au premier rang desquelles le contrôle des changes (qui limite notamment les opportunités de placements) et l'extrême rareté des titres échangés. Toutes les actions ont juridiquement le même statut depuis la réforme des titres dits non-échangeables. Toutefois, en pratique, et afin d'éviter un mouvement de panique, les anciens titres non-échangeables sont toujours gelés. En moyenne, 74 % de la capitalisation est gelée, ce ratio s'élève même à 89 % pour les sociétés financières et énergétiques. Le flottant est donc très limité, stimulant artificiellement les valorisations dans un contexte de forte demande. Par exemple, pour la première capitalisation du pays, la banque ICBC, seulement 4 % des actions sont effectivement échangées en Chine continentale. L'inégale répartition entre titres échangés et gelés selon les secteurs introduit d'autres distorsions. Les titres des *blue chips* sont pour la plupart gelés. Mais, la moitié des titres des entreprises « biens de consommation » ou « agroalimentaire » sont achetables. Les investisseurs individuels doivent donc s'orienter vers ces titres, plus risqués et dont le rendement est plus faible.

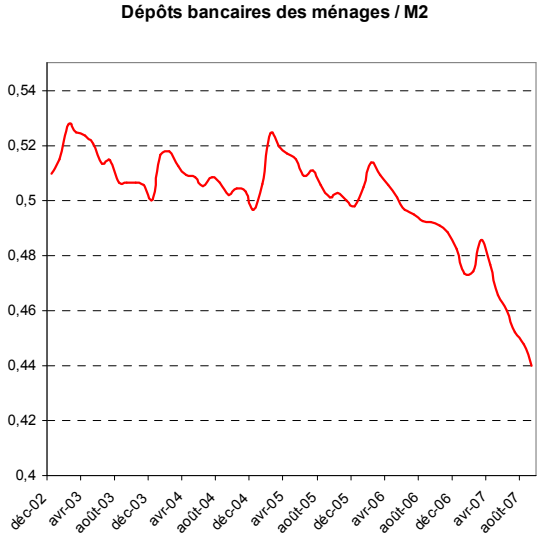
Pour autant, la hausse peut se poursuivre encore longtemps.

Le facteur de soutien essentiel : l'hyper-liquidité de l'économie chinoise

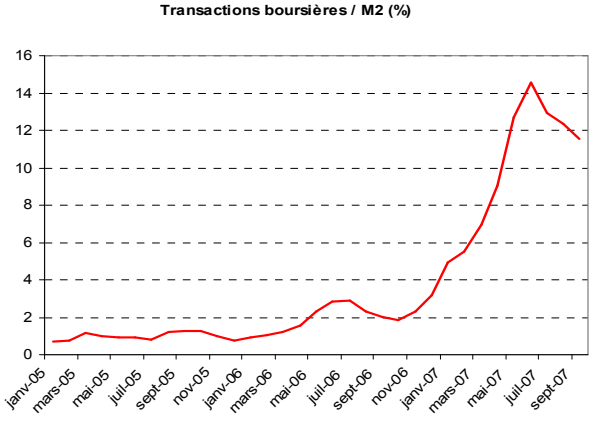
Non seulement la croissance de M2 est rapide et continue (encore +18,5 % en g.a. en septembre), mais aussi le ratio M1/M2 augmente tout au long de l'année 2006 et 2007. Cela signifie que les agents économiques rendent leur épargne plus « liquide », disponible notamment pour des placements boursiers. Il est difficile de déterminer précisément l'étendue de ce phénomène.



De janvier 2006 à fin septembre 2007, on remarque une baisse tendancielle du ratio des dépôts sur M2, qui s'explique par un fort ralentissement des dépôts et une nette accélération de M2. Ce qui permet d'évaluer entre 300 à 350 Mds USD de dépôts bancaires détournés vers d'autres actifs, dont notamment les marchés boursiers mais aussi l'immobilier par exemple. De janvier à avril 2007, la PBoC estimait que les dépôts avaient alimenté l'augmentation boursière à hauteur de près de 35 Mds USD. A fin septembre, il est vraisemblable que ce montant dépasse 100 Mds USD. Déjà, les transferts des dépôts vers le marché boursier avaient représenté près de 50 Mds USD pour l'année 2006, selon nos estimations.

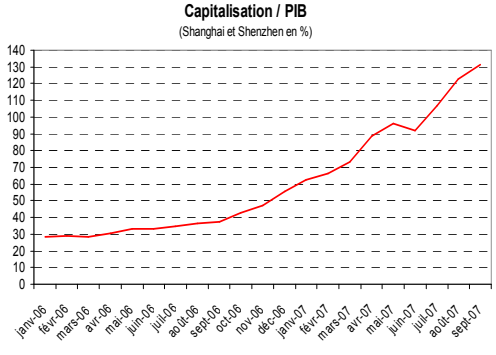


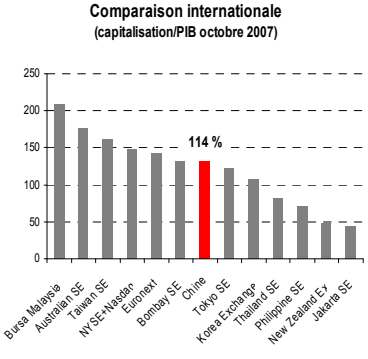
Si on considère les 2 300 Mds USD encore disponibles sur les comptes bancaires des ménages, ainsi que les 1 480 Mds USD sur les comptes des entreprises, le potentiel de transferts vers la bourse apparaît encore colossal. Autre signe de l'appétit pour le marché, le volume de transactions rapporté à M2 est aussi en croissance forte. Il a atteint un pic de 14% de M2 à la fin mai. Actuellement de près de 12 %, il demeure à un niveau comparable aux plus hauts observés au Japon (9 %) et en Corée du Sud (12 %). Toutefois, il est loin des records enregistrés à Hong Kong (22 %) et Taiwan (60 %).



Le rattrapage

L'idée courante est que les marchés financiers chinois ne sont pas à la taille de l'économie réelle, et ne reflètent pas ses performances. La hausse actuelle ne serait donc qu'un rattrapage, un ajustement de la valorisation avec les performances réelles de l'économie. En effet, la capitalisation échangée ne représente que 39 % du PIB. Toutefois, en incluant les titres gelés, ce même taux passe à 114 % du PIB, un ratio qui a plus que doublé depuis le début de l'année.





Quelques facteurs fondamentaux soutiennent aussi ce rattrapage. Même si on peut nourrir des doutes sur la répartition des profits (cf. ci-dessus), il demeure que 80 % des entreprises cotées s'annoncent profitables cette année. Des secteurs traditionnellement déficitaires (et importants dans la capitalisation) deviennent bénéficiaires : les financières, l'industrie minière, les infrastructures. Cela est vrai aussi pour les entreprises cotées du secteur manufacturier. Toutes bénéficieront de la baisse de l'impôt sur les sociétés. Avec la réforme des titres non-échangeables, les actionnaires historiques ont aussi moins intérêt à la prédation. Au contraire, ils mettent tout en œuvre pour valoriser leur portefeuille à travers des distributions de dividendes ou desinjections de fonds propres..

Que peuvent faire les autorités ?

La capacité des institutionnels publics à soutenir le marché en cas de crise est encore forte, malgré la part croissante des petits porteurs. La moitié du marché est détenue par l'Etat ou ses entreprises, le principal investisseur est

public (le Fonds National de Sécurité Sociale avec 51 Mds USD), les assureurs, pour la plupart publics eux aussi, détiennent 350 Mds USD d'actifs.

Néanmoins, les décrues boursières orchestrées par les autorités sont rares dans l'histoire économique, et leur succès pour le moins incertain. Pendant la crise de 1929, la FED avait augmenté son taux d'escompte de 5 à 6 %, en l'annonçant comme une mesure explicitement destinée à calmer la spéculation. Entre mai 1989 et août 1990, la Banque du Japon avait augmenté son taux d'escompte de 2,5 à 6 %, tentant de calmer les marchés.

Les trois mesures annoncées par la PBoC le 18 mai 2007 (hausse des taux d'intérêt de 27 pbs, du ratio de réserves obligatoires à 11,5 % [17] et l'élargissement des bandes de fluctuation du CNY/USD de 0,3 à 0,5 **%**) paraissent bien modestes. Elles n'ont pas eu d'effet notable sur le marché. Toutefois, à l'image de ce qu'elles ont fait pour le marché immobilier, les autorités chinoises disposent potentiellement d'outils administratifs puissants. Elles devront néanmoins faire preuve d'inventivité, car la solution n'est pas vraiment connue sur la place. La difficulté réside dans le fait que les liquidités ne proviennent pas d'un flux (sensible aux variations modérées de taux/prix), mais d'un stock colossal de dépôts. Deux axes principaux sont explorés :

- **décourager les échanges**. Il existe déjà une limite de +/-10 % aux fluctuations intra-journalières (sauf pour les IPO, pour lesquelles le premier jour de cotation est totalement libre). Une taxe sur les plus-values est à l'étude. La hausse des droits de timbre du 30 mai, de 0,1 à 0,3 %, procède de la même idée. Une taxe à taux variable sur les transactions, comme à Taiwan est aussi évoquée. La CBRC a augmenté la part en actions des quotas d'investissement à l'étranger QDII des banques et des gestionnaires de fonds (cf chapitre 1 de la première partie), afin d'orienter un peu les fonds vers l'étranger. La CIRC a fait de même pour les compagnies d'assurance à hauteur de 15 % de leurs actifs.
- **élargir le champ des échanges**. Afin de stabiliser le marché, les autorités souhaitent multiplier le nombre de participants et le nombre de titres échangés. D'une part, elles devraient augmenter les quotas QFII de 10 à 20 Mds USD, et favoriser l'essor des fonds de placement. D'autre part, elles orientent vers Shanghai toutes les IPO prévues initialement pour Hong Kong. La SASAC pourrait autoriser les entreprises sous son autorité à vendre une partie de leurs titres (levée du moratoire actuel). Autre projet, les actions H et les *red chips* de Hong Kong pourraient être aussi cotées à Shanghai (projet pilote en cours sur 5 valeurs).

Elargir le champ des échanges plutôt que les décourager est l'approche la plus vraisemblable pour les autorités (même si des mesures ponctuelles plus restrictives seront prises comme la hausse des droits de timbre). Toutefois, ces mesures sont souvent de moyen terme, et pourraient ne pas être adaptées à la flambée soudaine de la bourse. En réalité, un consensus n'est pas réuni pour stopper la flambée. En particulier, certains affirment que les régulateurs boursiers et des assurances auraient intérêt à la hausse (l'amélioration des profits des financières facilite leur réforme). Surtout, beaucoup de responsables locaux et nationaux (la SASAC) souhaitent coter avec succès les entreprises publiques sous leur responsabilité. Sans retournement majeur de confiance, la poursuite du gonflement de la bulle est donc le scénario central à court terme. Les investisseurs parient sur l'absence de mesure majeure de refroidissement, trop risquée dans une phase de transition du pouvoir, 17e congrès du PCC oblige. Néanmoins, une mesure par surprise des autorités est très possible, notamment à la suite du Congrès.

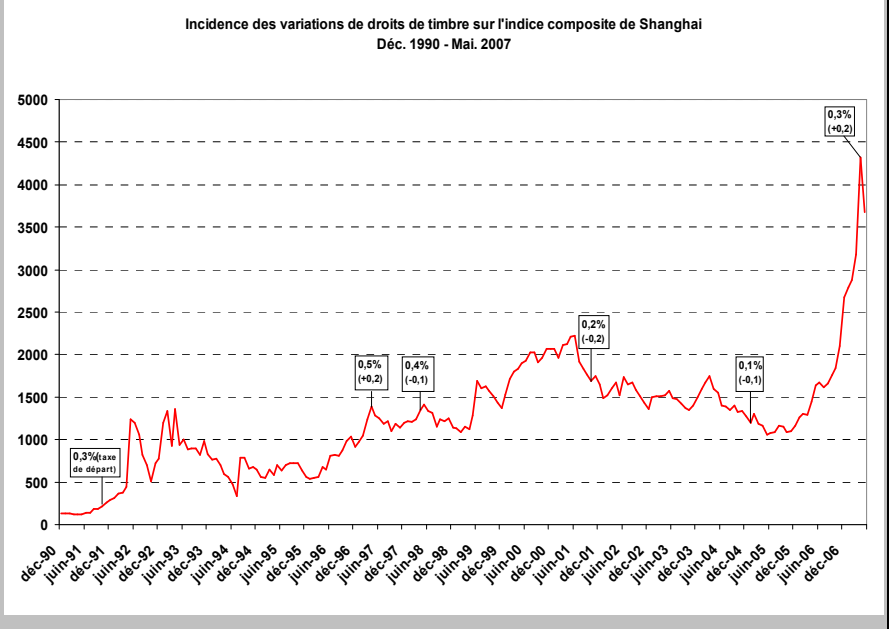
[17] Depuis, le ratio de réserves obligatoires a été augmenté progressivement à 13 %.

Les variations de droits de timbre ont-elles eu une incidence par le passé ?

Les variations de droits de timbre ont été utilisées à plusieurs reprises par les autorités chinoises depuis 1990. Elles visaient tant à freiner la spéculation, qu'à relancer un marché en perte de vitesse.

Dans un contexte de marché baissier, on constate que les diminutions de droits de timbre n'ont pas eu d'effet durable. Après une reprise très temporaire, aucune baisse des droits n'a pu enrailler la chute des cours (en 2001 comme en 2005).

La création puis l'augmentation des droits de timbre ont été utilisées à trois reprises dans un contexte haussier. La création des droits de timbre en 1991 n'avait eu aucune incidence. En revanche, l'augmentation de 0,3 à 0,5 % des droits en mai 1997 a eu un effet notable sur les cours. Il est vrai qu'elle intervenait à la veille de la crise asiatique.



Evolution des droits de timbre

	Shanghai Stock Exchange	Shenzhen Stock Exchange
juin-90	-	0,6% (uniquement à la vente)
Nov. 1990	-	0,60%
Oct. 1991	0,30%	0,30%
mai-97	0,50%	0,50%
juin-98	0,40%	0,40%
juin-99	0,3% (pour les actions B) 0,4% (pour les actions A)	0,3% (pour les actions B) 0,4% (pour les actions A)
Nov. 2001	0,20%	0,20%
Jan. 2005	0,10%	0,10%
mai-07	0,30%	0,30%

Chapitre
3

La flambée boursière présente-t-elle un risque macroéconomique ?

L'essentiel

- *L'exposition des ménages chinois pris dans leur ensemble est encore modérée, soit un cinquième de leurs actifs financiers. Toutefois, le risque est concentré au sein des classes moyenne et supérieure. Un retournement des cours pourraient atteindre plus durement ces groupes, principaux consommateurs.*
- *Les financières, notamment les assurances, seraient les premières affectées par une crise, alors que l'embellie actuelle facilite leur rétablissement. Plus largement, les résultats de nombre d'entreprises dépendent de leurs gains boursiers.*
- *La flambée attise les entrées de capitaux spéculatifs, la hot money.*
- *Le risque de contagion internationale est encore très limité, en raison du contrôle des changes.*

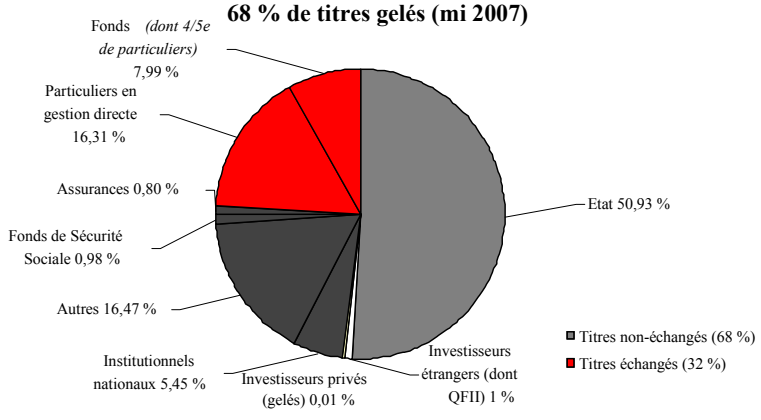
Les évolutions boursières ont longtemps été considérées comme négligeables pour le fonctionnement de l'économie réelle chinoise. Les marchés n'étaient plus une source de financement, et la capitalisation échangée rapportée au PIB était parmi les plus faibles au monde. Aujourd'hui, avec l'explosion des cours et les IPO record, les ratios redeviennent significatifs (la capitalisation totale représente 114 % du PIB, et les titres échangés 39 %), au point de faire naître des inquiétudes quant aux risques pour l'activité réelle en cas de retournement.

L'exposition croissante des ménages, au premier rang la classe moyenne

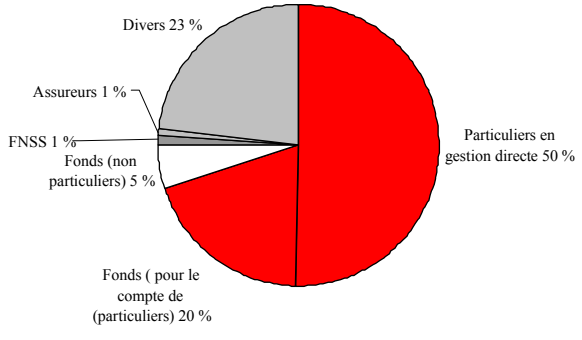
Incontestablement, les ménages chinois arrivent massivement sur le marché boursier : aujourd'hui, on estime que les particuliers représentent 60 à 70 % du marché des titres échangés, et les institutionnels 40 %. Ce rapport est inversé par rapport à 2004. Toutefois, cette présentation est trompeuse. Si on considère l'ensemble de la capitalisation, les ménages ne disposent alors plus que de 22 % de l'ensemble. Le 1er détenteur est toujours l'Etat, avec plus de la moitié des titres. De plus, il ne faut pas surestimer le poids de la bourse dans les actifs détenus par l'ensemble des ménages chinois. Leur exposition boursière a certes doublé en 18 mois, mais elle est encore récente. Ainsi, elle

atteindrait aujourd'hui un cinquième de leurs actifs, contre encore les 2/3 pour les dépôts bancaires (d'après la PBoC, fin 2005, seulement 8,6 % était investi en actions, contre 81,8 % en comptes bancaires à vue et à terme). Le développement des sociétés de gestion de fonds, notamment avec des partenaires étrangers, est un facteur relativement rassurant. Les fonds gèrent environ 250 Mds USD, dont les 4/5e pour le compte de particuliers (distribution des produits via les réseaux bancaires). Ainsi, le tiers de l'engagement des particuliers passe par des professionnels. Ils sont plus vigilants (« *un pied dedans, un pied hors du marché* »), mais aussi contraints par les benchmarks (même s'ils souhaitent se retirer du marché, ils sont contraints de conserver des positions pour ne pas sous-performer par rapport aux concurrents dans un contexte de croissance exponentielle des cours).

Structure des marchés financiers chinois:
68 % de titres gelés (mi 2007)



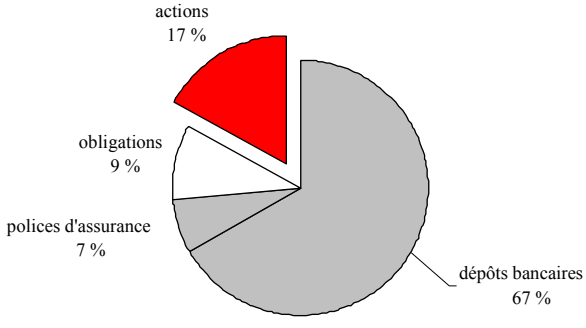
Marché des seuls titres échangés:
70 % de particuliers (estimation mi-2007)



La difficulté réside en fait moins dans le volume détenu par les particuliers que dans sa répartition : le gros des petits porteurs appartient en effet à la classe moyenne et supérieure. On considère que sur les 98 Ms de comptes titres, la plupart sont inactifs, ouverts uniquement pour augmenter les chances d'être servi à l'occasion des IPO. Les petits porteurs sont plutôt estimés à 60 Ms d'investisseurs (ce bataillon s'accroît néanmoins sur le rythme effréné de 380 000 nouveaux comptes titres par jour), et il est probable que les actions comptent pour une part beaucoup plus conséquente de leur patrimoine. Ils représentent seulement 4 à 5 % de la population chinoise, mais la frange disposant des leviers les plus forts pour faire connaître son mécontentement en cas de crash. Ils sont aussi les principaux consommateurs, et donc l'impact éventuel sur la consommation intérieure chinoise pourrait largement

dépasser leur poids dans la population. Jusqu'à présent, on ne note pas d'effet notable de la hausse boursière sur la consommation (via un effet de richesse), d'où des doutes sur un impact en cas de baisse. Il est possible qu'il soit encore trop tôt pour être visible, la masse des investisseurs individuels ayant rejoint le marché seulement depuis le début 2007. Le risque social sous-jacent est particulièrement difficile à jauger. Outre la classe moyenne, certains groupes plus vulnérables auraient pris des risques inconsidérés : des étudiants ont misé leurs bourses universitaires sur le marché, des agriculteurs ont hypothéqué leurs terres. Invisibles une fois agrégés tant les montants individuellement investis sont faibles, ces populations pourraient néanmoins subir de lourds revers en cas de retournement boursier.

Répartition de l'actif des ménages chinois
(estimation mi-2007)



Bourse et financement de l'économie

Les marchés deviennent peu à peu une source significative de financement pour l'économie chinoise. En 2006, les IPOs sur les bourses de Grande Chine (Hong Kong, Shanghai, Shenzhen, et Taiwan) avaient totalisé 62 Mds USD, dont les 2/3 à Hong Kong. En 2007, les fonds sont levés directement en Chine continentale. De janvier à septembre 2007, 57 Mds USD ont déjà été levés à Shanghai et Shenzhen (dont 31 Mds USD lors de primo émissions à Shanghai). Cela représente environ 7 à 8 % de l'investissement des entreprises chinoises sur la période, et dépasse le volume d'investissement étranger en Chine.

La reprise boursière est en théorie une chance pour réduire la dépendance vis-à-vis des banques : meilleure allocation de l'épargne, répartition du risque, abaissement des coûts de financement, etc. Il faudrait néanmoins que les autorités en tiennent compte dans leur objectif de croissance de la liquidité. Si un objectif de 16 % de croissance annuelle pour M2 est compréhensible dans une économie dominée par les financements bancaires, il l'est moins si les modes directs de financement prennent le relai. Toutefois, en pratique, les fonds sont avant tout levés par les grandes entreprises publiques, à l'image des grandes IPO bancaires et énergétiques, laissant les entreprises petites et moyennes largement dépendantes des financements hors marché.

Les afflux de *hot money*

La hausse des cours a aussi un effet collatéral déstabilisateur : elle attise les entrées de capitaux non répertoriés en provenance de l'étranger. En 2006, la

balance des paiements enregistrait un flux sortant net non expliqué de 67 Mds USD. Il est probable qu'il s'agisse en partie de placements de leurs devises par les banques chinoises. Mais, au premier semestre 2007, le flux s'est brutalement inversé : plus de 100 Mds USD d'augmentation des réserves de change demeurent inexpliqués. La question est de savoir quelle est la part relevant de mouvements conduits par des institutionnels (swaps, rapatriement des fonds levés lors des IPO) et celle relevant de purs flux spéculatifs.

A qui profite l'embellie ?

L'Etat (50 % de la capitalisation) est théoriquement le premier bénéficiaire. Toutefois, il ne peut céder son portefeuille. Ce sont donc surtout les entreprises détentrices de titres avant la flambée, qui bénéficient de la hausse des cours. Les revenus boursiers (via des placements et la vente de leurs propres titres) sont une source non négligeable de profits pour celles-ci. On estime à 700 Mds CNY leurs gains latents issus de leurs investissements dans d'autres entreprises cotées. Les assureurs ont pu ainsi nettement améliorer leur santé financière. China Life aurait investi 16,2 Mds CNY dans les banques locales avant leurs IPO ; Ping An 7,7 Mds CNY. Ces gains boursiers leur permettent notamment de faire face aux retours garantis très élevés consentis sur les polices d'assurance vie délivrées avant 1999. La manne boursière facilite ainsi la réforme financière et celle des entreprises. On commence aussi à percevoir un effet richesse sur la classe moyenne, avec une hausse rapide des achats de berline.

Le risque de contagion aux autres places financières

Ce risque paraît techniquement discutable. Le contrôle des changes, la quasi-absence d'étrangers sur le marché local (0,2 % de la capitalisation), isolent les marchés chinois du reste du monde. Toutefois, le lien, de nature psychologique, paraît réel, si on en juge l'exemple du 27 février : une chute ponctuelle de -9 % de l'indice de Shanghai a entraîné un mini-crash mondial. Une analyse plus fine de l'exposition de certaines entreprises multinationales produisant massivement en Chine (notamment japonaises) serait encore nécessaire, pour juger des conséquences sur leurs approvisionnements d'une crise boursière chinoise dégénérant en crise sociale.

Les places de Chine continentale restent largement isolées du reste du monde. Le compte de capital chinois étant fermé, les flux de portefeuille entre la Chine et l'extérieur sont théoriquement impossibles. Des licences très encadrées d'investisseurs institutionnels qualifiés existent pour les flux entrants (les licences QFII, qui permettent d'investir sur les places locales, cf. première partie) et pour les flux sortants (les licences QDII, qui permettent aux institutionnels chinois, avec l'accord de leur régulateur et de la SAFE d'investir une part limitée de leurs avoirs à l'étranger). En octobre 2007, les quotas sous licence QFII représentent 10 Mds USD, à comparer avec une capitalisation totale de 3 900 Mds USD pour les places chinoises. De plus, les possibilités d'arbitrage en cas de panique sont très limitées (contraintes sur les conditions de rapatriement des fonds investis). De même, les canaux d'investissement de portefeuille vers l'étranger (QDII) sont encore très réduits, même s'ils sont appelés à augmenter nettement au cours de l'année à venir. L'effet des afflux de *hot money* est lui moins négligeable, tant les montants de ces flux non répertoriés deviennent importants (plus de 100 Mds USD au 1er semestre 2007), mais il est difficile de juger de la volatilité de ces fonds, investis tant en

bourse et dans l'immobilier, que sur de simples comptes à terme pour bénéficier de l'appréciation du CNY. Il existe bien un compartiment de marché initialement dédié aux étrangers, les actions B, mais ceux-ci se sont retirés depuis la crise de 2001.

Chapitre 4

Le retour spectaculaire des introductions en bourse des sociétés chinoises

L'essentiel

- *62 Mds USD levés en Grande Chine en 2006 ;*
- *57 Mds USD ont été levés sur les seules places continentales au cours des 9 premiers mois de l'année 2007 ;*
- *Selon Thomson Financial, l'augmentation moyenne des cours le premier jour de l'introduction est de 192 %.*

En 2007, la Chine continentale pourrait occuper le premier rang mondial par le volume des fonds levés. A la mi-2007, les places chinoises faisaient déjà jeu égal avec les places américaines (15,7 Mds levés aux Etats-Unis contre 15,5 Mds levés en Chine). En septembre 2007, selon la CSRC, 425 Mds CNY (56,7 Mds USD) avaient été levés sur les bourses continentales depuis le début de l'année, dont 149 Mds CNY (20 Mds USD) dans le cadre de primo émissions. Cette montée en puissance, conforme aux prévisions, est due en grande part aux 15 introductions boursières enregistrées au mois de septembre. En particulier, le premier producteur de charbon du pays, Shenhua Energy, a levé 8,86 Mds USD, et la deuxième banque chinoise, China Construction Bank, a levé 7,73 Mds USD.

La libéralisation de l'économie chinoise et le développement de son secteur financier a pourtant d'abord bénéficié à Hong Kong. En 2006, les introductions spectaculaires des grandes sociétés publiques de Chine continentale ont permis à la région administrative spéciale d'occuper le premier rang mondial, avec 43,9 Mds USD levés. Les 140 IPOs sur les bourses de Grande Chine (Hong Kong, Shanghai, Shenzhen, et Taiwan) avaient alors totalisé une levée de 62 Mds USD, contre 48 Mds USD pour l'ensemble des places américaines. Le montant moyen des fonds levés par introduction sur les places de Grande Chine avait atteint 440 Ms USD, en hausse de 69 % par rapport à l'année précédente.

Les places de Chine continentale ont connu des débuts plus hésitants. En 2005, on ne comptait que trois IPOs très mineures à Shanghai, et aucune à Shenzhen, si ce n'est sur la nouvelle plateforme dédiée aux PMEs (le Shenzhen SME Board). Avec la fin du gel des IPOs en mars 2006, les places continentales ont connu une expansion rapide. Ainsi, sur la seule fin de l'année 2006, plus de 15 Mds USD ont été levés à Shanghai, contre

seulement 0,3 Mds USD pour l'ensemble de l'année précédente. Les grandes introductions d'ICBC et de Bank of China (simultanément à Shanghai et à Hong Kong) expliquent à elles seules la moitié de cette hausse (7,6 Mds USD). Depuis peu, les autorités chinoises paraissent encourager les grandes entreprises à se coter sur les places continentales pour élargir la cote et absorber l'excès de liquidités. Au cours des 9 premiers mois de l'année 2007, les sociétés chinoises ont ainsi levé davantage de fonds à Shanghai et Shenzhen qu'à Hong Kong pour l'ensemble de l'année 2006. Plusieurs sociétés déjà cotées à Hong Kong – comme Shenhua Energy ou Bank of Communications – se sont introduites sur le marché continental en profitant de l'euphorie boursière. En outre, de plus en plus d'implantations taïwanaises en Chine se financent directement sur les bourses locales.

La plupart des sociétés introduites depuis 2006 ont connu des débuts fulgurants. Si l'on s'en tient aux principales opérations, lors du premier jour de cotation, Bank of China a gagné +23 % à Shanghai, Merchants Bank +25 % et CCB +38 % à Hong Kong. Les performances sont également spectaculaires pour les valeurs non financières. Guangshen Railways gagnait +64 % le premier jour et levait 1,32 Mds USD, le charbonnier Shenhua +87 % et COSCO +93 %. Plus largement, l'augmentation moyenne du cours le premier jour de cotation en Chine est de 192 %, selon Thomson Financial. Pour les plus grosses opérations – celles dépassant 1 Mds USD – la hausse moyenne est de 83 %. Après leur introduction, les titres phares nourrissent la flambée boursière. En deux semaines, Shenhua a ainsi gagné 145 % alors que le cours de COSCO était multiplié par 5 entre juin et octobre 2007.

LES IPOs DE GRANDE CHINE (Sources : PwC, Mission Economique)

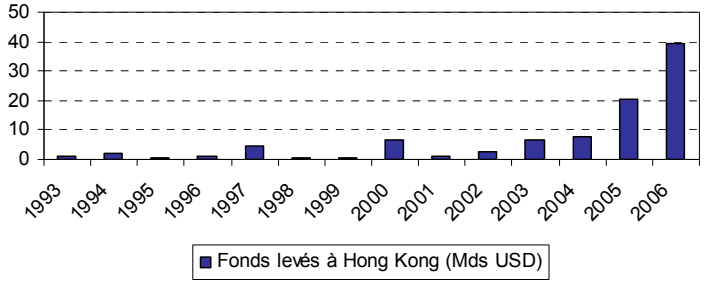
	No. d'IPOs	% du total	Fonds levés (Mds USD)	% du total
2004				
Hong Kong Main Board	49	23,5 %	12,2	70,9 %
Hong Kong GEM	21	10,1 %	0,3	1,8 %
Shanghai A	61	29,3 %	3	17,4 %
Shenzhen A et B	1	0,5 %	0,3	1,8 %
Shenzhen SME Board	38	18,3 %	1,1	6,3 %
Taiwan	38	18,3 %	0,3	1,8 %
Total	**208**	**100 %**	**17,2**	**100 %**
2005				
Hong Kong Main Board	60	61,2 %	24,6	96,1 %
Hong Kong GEM	10	10,2 %	0,1	0,4 %
Shanghai A	3	3,1 %	0,3	1,2 %
Shenzhen A et B	0	0 %	0	0 %
Shenzhen SME Board	12	12,2 %	0,4	1,5 %
Taiwan	13	13,3 %	0,2	0,8 %
Total	**98**	**100 %**	**25,6**	**100 %**
2006				
Hong Kong Main Board	58	41,4 %	43,9	70,8 %
Hong Kong GEM	6	4,3 %	0,2	0,3 %
Shanghai A	13	9,3 %	15,1	24,4 %
Shenzhen A et B	0	0 %	0	0 %
Shenzhen SME Board	52	37,1 %	2,1	3,4 %
Taiwan	11	7,9 %	0,7	1,1 %
Total	**140**	**100 %**	**62**	**100 %**
2007 (9 premiers mois)				
Hong Kong Main Board	60	35 %	25,1	41,6 %
Hong Kong GEM	1	1 %	0,043	0,0 %
Shanghai A	30	17 %	31,1	51,5 %
Shenzhen A et SME Board	75	44 %	3,5	5,8 %
Taiwan	6	3 %	0,607	1 %
Total	**172**	**100 %**	**60,35**	**100 %**

Fonds levés par les sociétés chinoises cotées à Hong Kong (actions H)

Année	No. d'opérations			Sortie de la cote	Fonds levés en Mds USD
	IPO	*Augmentation de capital*	*Obligation convertible*		
1993	6				1,05
1994	12				2,23
1995	2	1			0,38
1996	6	1	1		1,21
1997	17	2	2		4,69
1998	1	2			0,46
1999	3				0,57
2000	5				6,79
2001	8	1		1	0,88
2002	16	1			2,32
2003	18	3	2		6,49
2004	18	8			7,83
2005	12	12		1	20,65
2006	23	11		2	39,35
2007*	4	10	1	1	8,16
Total	**151**	**52**	**6**	**5**	**103,05**

à fin septembre 2007, Source : CSRC

Fonds levés à Hong Kong par les sociétés chinoises *(Source : CSRC)*



2004 : Ping An, ZTE, Air China… se cotent à Hong Kong

*(**Source:** Hong Kong Stock Exchange Markets Web, Reuters)*

PING AN INSURANCE (GROUP) CO

assurance

introduit le 24 juin, 2004 à Hong Kong		**1,845 Mds USD levés**	**soit 22,4 % du capital**
cours d'ouverture	10,33 HKD	soit +0,678 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	10,40 HKD		

1,388 Mds d'actions ont été émises, 85 % auprès d'institutionnels et 15 % auprès des particuliers. Le titre a été sursouscrit 58 fois. Le cours de l'action est demeuré stable le premier jour, le prix d'ouverture apparaissant élevé pour plusieurs analystes.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**111 HKD**	**+974 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	124 (03/10/2007)	26,65 (05/03/2007)
Sur 24 mois	124 (03/10/2007)	12,25 (28/10/2005)

SEMICONDUCTOR MANUFACTURING INTL. CORP. (SMIC)

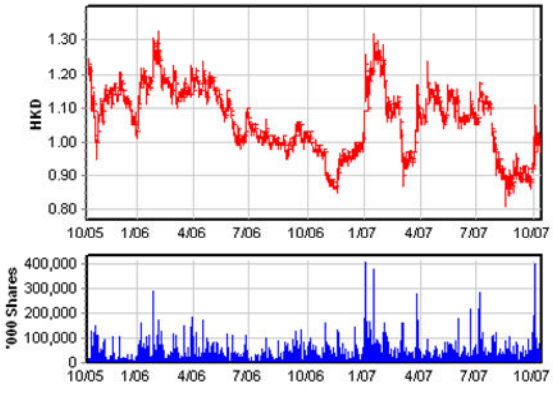
semi-conducteurs

introduit le 18 mars, 2004 à Hong Kong		**1,783 Mds USD levés**	**soit 28 % du capital**
cours d'ouverture	2,69 HKD	soit -8 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	2,47 HKD		

5,15 Mds d'actions ont été émises dont 1,9 % d'actions ADS. Le titre a été sursouscrit 272 fois. Le prix d'introduction ayant été fixé en haut de la fourchette, le cours de l'action a baissé dès le premier jour. Le cours s'est ensuite effondré en raison des inquiétudes des investisseurs sur la gestion du contentieux commercial avec son concurrent taïwanais TMSC. Il s'agit d'une des rares grandes valeurs dont le cours se situe aujourd'hui en dessous du prix d'introduction. La société accumule les pertes en raison de la baisse du prix des semi-conducteurs.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	0,97 **HKD**	**-64 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	1,32 (17/01/2007)	0,81 (17/08/2006)
Sur 24 mois	1,33 (07/02/2006)	0,81 (17/08/2007)



CHINA NETCOM GROUP CORP.

télécoms

introduit le 17 novembre 2004, à Hong Kong et le 16 novembre 2004 à New York		**1,3 Mds USD levés**	**soit 16,2 % du capital**
cours d'ouverture	8,40 HKD	soit +10 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	9,25 HKD		

1,05 Mds d'actions ont été émises .Le titre a été sursouscrit plus de 5 fois. L'introduction a bénéficié d'une conjoncture favorable avec la reprise du secteur des télécoms. Les analystes ont aussi anticipé une augmentation de son revenu avec l'expansion de son réseau mobile.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**24,95 HKD**	**+197 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	26 (27/12/2006)	13,40 (06/11/2006)
Sur 24 mois	26 (27/12/2006)	11,35 (27/10/2005)

AIR CHINA LTD

transport aérien

introduit le 15 déc. 2004, à Hong Kong		**1,237 Mds USD levés**	**soit 31 % du capital**
cours d'ouverture	2,98 HKD	soit +8,2 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	3,225 HKD		

2,805 Mds d'actions ont été émises, 27,5 % auprès d'institutionnels, 40 % auprès des particuliers et 32,5 % pour Cathay Pacific. Le titre a été sursouscrit 83 fois. La part des particuliers est passée de 10 % à 40 %.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**11,98 HKD**	**+302 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	12,72 (21/09/2007)	3,41 (20/10/2006)
Sur 24 mois	12,72 (21/09/2007)	2,30 (28/10/2005)

CHINA SHIPPING CONTAINER LINES CO. LTD

transport maritime

introduit le 16 juin 2004, à Hong Kong		**0,898 Mds USD levés**	**soit 40 % du capital**
cours d'ouverture	3,175 HKD	soit -12 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	2.80 HKD		

2,42 Mds d'actions ont été émises. Le cours de l'action a baissé le premier jour car le cours d'ouverture semblait haut pour plusieurs investisseurs qui pensaient que le gouvernement chinois aurait ralenti les exports.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**8,29 HKD**	**+161 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	8,29 (15/10/2007)	1,161 (17/10/2006)
Sur 24 mois	8,29 (15/10/2007)	1,116 (31/08/2006)

ZTE CORPORATION

télécoms

introduit le 9 décembre 2004, à Hong Kong		**0,453 Mds USD levés**	**soit 15 % du capital**
cours d'ouverture	22 HKD	soit +11 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	24,4 HKD		

141 Ms d'actions ont été émises, dont 50 % auprès des particuliers. Le titre a été sursouscrit 250 fois. La part des particuliers est passée de 10 % à 50 % pour répondre à la demande.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**41,6 HKD**	**+89 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	45,0 (02/10/2007)	26,4 (16/10/2006)
Sur 24 mois	45,0 (02/10/2007)	21,2 (01/12/2005)

CHINA POWER INTERNATIONAL DEVELOPMENT LTD

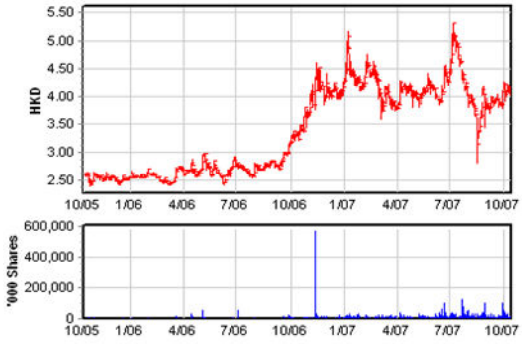
énergie

introduit le 15 octobre 2004, à Hong Kong		**0,371Mds USD levés**	**soit 33 % du capital**
cours d'ouverture	2,53 HKD		
cours de clôture	2,95 HKD	soit + 16,6 % le premier jour de cotation	

99 Ms d'actions ont été émises. Le titre a été sursouscrit 300 fois La part des particuliers est passée de 10 % à 50 % pour répondre à la demande.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**5,34 HKD**	**+111 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	5,34 (10/07/2007)	2,8 (17/08/2007)
Sur 24 mois	5,34 (10/07/2007)	2,375 (26/10/2005)



2005 : CCB, BoCOM et Shenhua à Hong Kong

***(Source:** Hong Kong Stock Exchange Markets Web, Reuters)*

CHINA CONSTRUCTION BANK

banque

introduit le 27 octobre 2005, à Hong Kong		**9,231 Mds USD levés**	**soit 10 % du capital**
cours d'ouverture	2,35 HKD		
cours de clôture	2,35 HKD	soit + 0 % le premier jour de cotation	

26,49 Mds d'actions ont été émises, 92,5 % auprès d'institutionnels et 7,5 % auprès des particuliers Le titre a été sursouscrit 9 fois pour la tranche institutionnelle et 42 fois par les particuliers. Pour son premier de jour de cotation, le cours reste stable en raison d'un environnement de marché morose.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**7,35 HKD**	**+213 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	7,68 (24/09/2007)	3,47 (31/10/2006)
Sur 24 mois	7,68 (24/09/2007)	2,30 (28/10/2005)

CHINA SHENHUA ENERGY CO

énergie

introduit le 15 juin 2005, à Hong Kong		**3,287 Mds USD levés**	**soit 15 % du capital**
cours d'ouverture	7,50 HKD		
cours de clôture	7,30 HKD	soit -2,7 % le premier jour de cotation	

3,06 Mds d'actions ont été émises, 95 % auprès d'institutionnels et5 % auprès des particuliers. Le cours de l'action a baissé le premier jour car le cours d'ouverture semblait haut pour plusieurs investisseurs qui pensaient que le prix de charbon a atteint le maximum en 2005.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (18/10/2007)	**51,25 HKD**	**+583 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
Sur 12 mois	57,95 (11/10/2007)	13,2 (16/10/2006)
Sur 24 mois	57,95 (11/10/2007)	7,95 (16/11/2005)

BANK OF COMMUNICATION CO LTD

banque

introduit le 23 juin 2005, à Hong Kong		**2,171 Mds USD levés**	**soit 13 % du capital**
cours d'ouverture	2,50 HKD		
cours de clôture	2,82 HKD	soit + 13 % le premier jour de cotation	

5,86 Mds d'actions ont été émises, 60 % auprès d'institutionnels, 20 % auprès des particuliers et 20 % pour HSBC. Le titre a été sursouscrit 205 fois par les particuliers et 20 par les institutionnels. La part des particuliers est passée de 5 % à 20 % pour répondre à la demande.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**11,5 HKD**	**+360 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	11,800 (11/10/2007)	5,720 (27/10/2006)
24 mois	11,800 (11/10/2007)	3,100 (28/10/2005)

CHINA COSCO HOLDINGS CO LTD

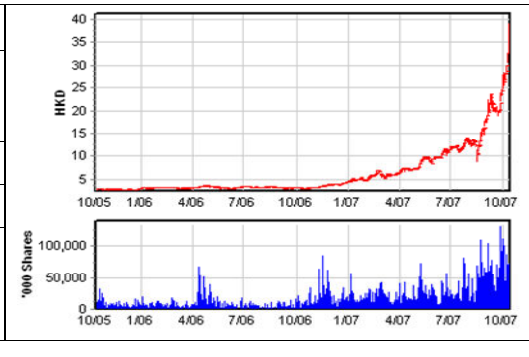
transport maritime

introduit le 30 juin 2005, à Hong Kong		**1,23 Mds USD levés**	**soit % du capital**
cours d'ouverture	4,25 HKD		
cours de clôture	3,825 HKD	soit -10,1 % le premier jour de cotation	

2,24 Mds d'actions ont été émises, 95 % auprès d'institutionnels et 5 % auprès des particuliers. Le titre a été sursouscrit 50 fois par les particulier et 3,7 fois par les institutionnels.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**35,1 HKD**	**+726 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	39,300 (11/10/2007)	2,922 (16/10/2006)
24 mois	39,300 (11/10/2007)	2,565 (27/10/2005)



SHANGHAI ELECTRIC GROUP CO. LTD

industrie mécanique et électrique

introduit le 28 avril 2005, à Hong Kong		**0,625 Mds USD levés**	**soit 25 % du capital**
cours d'ouverture	1,70 HKD	soit + 0,59 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	1,71 HKD		

2,97 Mds d'actions ont été émises, 90 % auprès d'institutionnels et 10 % auprès des particuliers. Le titre a été sursouscrit 4 fois. Le cours de l'action est demeuré stable le premier jour, le prix d'ouverture apparaissant élevé pour plusieurs analystes.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**6,49 HKD**	**+282 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	6,540 (15/10/2007)	2,460 (18/10/2006)
24 mois	6,540 (15/10/2007)	2,325 (15/06/2006)

DONGFENG MOTOR GROUP CO. LTD

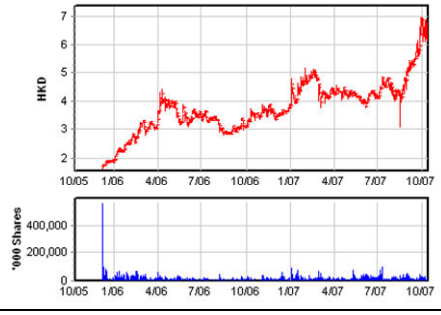
automobile

introduit le 7 décembre 2005, à Hong Kong		**0,589 Mds USD levés**	**soit 30 % du capital**
cours d'ouverture	1,60 HKD	soit +8,8 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	1,74 HKD		

2,48 Mds d'actions ont été émises. Le titre a été sursouscrit 2 fois par les particuliers et 6 fois par les institutionnels.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**6,69 HKD**	**+318 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	7,000 (02/10/2007)	3,100 (17/08/2007)
24 mois	7,000 (02/10/2007)	1,630 (07/12/2005)



AGILE PROPERTY HOLDINGS LTD

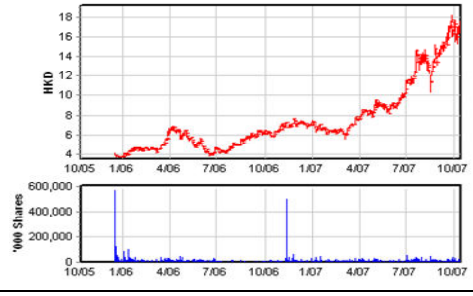
immobilier

introduit le 15 décembre 2005, à Hong Kong		**0,467 Mds USD levés**	**soit 28 % du capital**
cours d'ouverture	4 HKD	soit -3 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	3,88 HKD		

0,955 Mds d'actions ont été émises. Le cours de le l'action a baissé au premier jour, le prix d'ouverture apparaissant élevé pour plusieurs analystes.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (15/10/2007)	**17,24 HKD**	**+331 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	18,300 (25/09/2007)	5,550 (05/03/2007)
24 mois	18,300 (25/09/2007)	3,650 (29/12/2005)



2006 : ICBC et Bank of China s'introduisent simultanément à Hong Kong et à Shanghai

*(**Source:** Hong Kong Stock Exchange Markets Web, Reuters)*

INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA (ICBC)

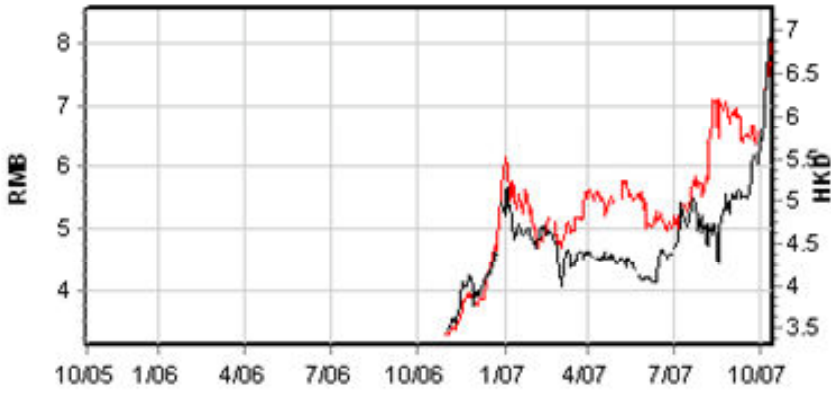
banque

introduit le 26 octobre 2006	**21,2 Mds USD levés au total dont :**	**soit 14,8 % du capital**
à Hong Kong	*16,1 Mds USD*	*Soit 10,8 %*
à Shanghai	*5,1 Mds USD*	*Soit 4 %*
cours d'ouverture	3,07 HKD à Hong Kong et 3,11 CNY à Shanghai	
cours de clôture	3,52 HKD à Hong Kong et 3,28 CNY à Shanghai soit des hausses respectives de 14,6 % et 5 % le premier jour de cotation	

A Hong Kong, 35,4 Mds d'actions ont été émises, 95 % auprès d'institutionnels et 5 % auprès des particuliers. A Shanghai, 14,95 Mds d'actions A ont été émises. A Shanghai, le titre a été sursouscrit 49 fois par les particuliers et 14 fois par les institutionnels. A Hong Kong le titre a été sursouscrit 78 fois par les particuliers et 37 fois par les institutionnels.

Evolution du titre depuis l'introduction

A Hong Kong			A Shanghai		
Cours actuel (16/10/2007)	**6,62 HKD**	**+116 % depuis l'IPO**	Cours actuel (16/10/2007)	**8,15 CNY**	**+157 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas		Plus haut	Plus bas
12 mois	7,030 (16/10/2007)	3,450 (31/10/2006)	12 mois	8,450 (16/10/2007)	3,250 (02/11/2006)
24 mois	7,030 (16/10/2007)	3,450 (31/10/2006)	24 mois	8,450 (16/10/2007)	3,250 (02/11/2006)
Cours à Hong Kong en HKD			**Cours à Shanghai en CNY**		



BANK OF CHINA

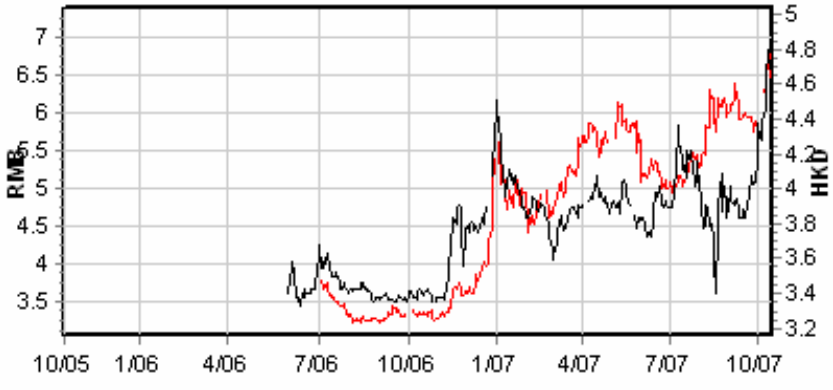
banque

introduit	**13,7 Mds USD levés au total dont :**	**soit 13 % du capital**
le 1er juin 2006 à Hong Kong	*11,2 Mds USD*	*Soit 10,5 %*
Le 25 juillet 2006 à Shanghai	*2,5 Mds USD*	*Soit 2,5 %*
cours d'ouverture	2,95 HKD à Hong Kong et 3,08 CNY à Shanghai	
cours de clôture	3,40 HKD à Hong Kong et 3,79 CNY à Shanghai soit des hausses respectives de 15 % et 23 % le premier jour de cotation	

A Hong Kong, 25,57 Mds d'actions ont été émises, 95 % auprès d'institutionnels et 5 % auprès des particuliers. A Shanghai, 6,494 Mds d'actions A ont été émises dont 68 % auprès des particuliers et 32 % auprès des institutionnels. Le titre a été sursouscrit 50 fois par les particuliers à Shanghai et 70 fois a Hong Kong.

Evolution du titre depuis l'introduction

A Hong Kong			A Shanghai		
Cours actuel (16/10/2007)	**4,69 HKD**	**+59 % depuis l'IPO**	Cours actuel (16/10/2007)	**7,04 CNY**	**+126 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas		Plus haut	Plus bas
12 mois	4,920 (16/10/2007)	3,250 (17/08/2007)	12 mois	7,190 (16/10/2007)	3,250 (30/10/2006)
24 mois	4,920 (16/10/2007)	3,150 (01/06/2006)	24 mois	7,190 (16/10/2007)	3,220 (21/08/2006)
Cours à Hong Kong en HKD			**Cours à Shanghai en CNY**		



CHINA MERCHANTS BANK

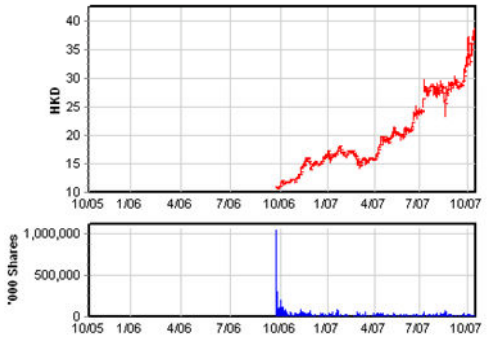
banque

introduit le 22 septembre 2006, à Hong Kong		**2,66 Mds USD levés**	**soit 15,2 % du capital**
cours d'ouverture	8,55 HKD	soit +25 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	10,68 HKD		

2,2 Mds d'actions ont été émises, 80 % auprès des institutionnels et 20 % auprès des particuliers. Le titre a été sursouscrit 266 fois par les particuliers et 49 fois par les institutionnels. Pour répondre à la demande, la part des particuliers a été portée de 5 à 20 %.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (16/10/2007)	**39,1 HKD**	**+357 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	40,400 (16/10/2007)	11,640 (31/10/2006)
24 mois	40,400 (16/10/2007)	10,420 (25/09/2006)



CHINA COMMUNICATIONS AND CONSTRUCTION CO.

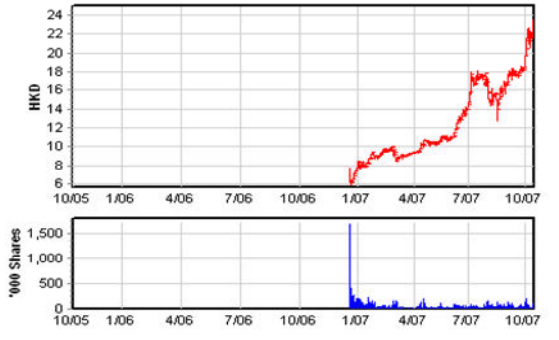
ingénierie

introduit le 15 décembre 2006, à Hong Kong		**2,37 Mds USD levés**	**soit 24,5 % du capital**
cours d'ouverture	4,60 HKD	soit +38 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	6,33 HKD		

3,5 Mds d'actions ont été émises. Le titre a été sursouscrit 220 fois par les particuliers et 110 fois par les institutionnels. Pour répondre à la demande, la part des particuliers a été portée de 5 à 20 %.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (16/10/2007)	**23,5 HKD**	**+411 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	23,800 (16/10/2007)	5,930 (19/12/06)
24 mois	23,800 (16/10/2007)	5,930 (19/12/06)



CHINA COAL ENERGY CO. LTD.

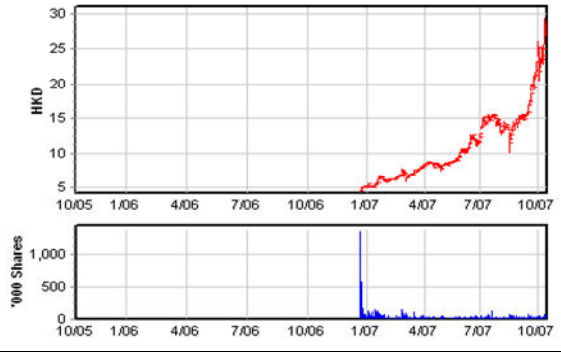
énergie

introduit le 19 décembre 2006, à Hong Kong		**1,94 Mds USD levés**	**soit 29 % du capital**
cours d'ouverture	4,05 HKD	soit +13 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	4,56 HKD		

3,25 Mds d'actions ont été émises, 80 % auprès d'institutionnels et 20 % auprès de particuliers. Le titre a été sursouscrit 205 fois par les particuliers et 20 fois par les institutionnels. Pour répondre à la demande, la part des particuliers a été portée de 5 à 20 %.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (16/10/2007)	**27,15 HKD**	**+570 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	29,500 (11/10/2007)	4,400 (19/12/2006)
24 mois	29,500 (11/10/2007)	4,400 (19/12/2006)



DAQUIN RAILWAYS CO. LTD.

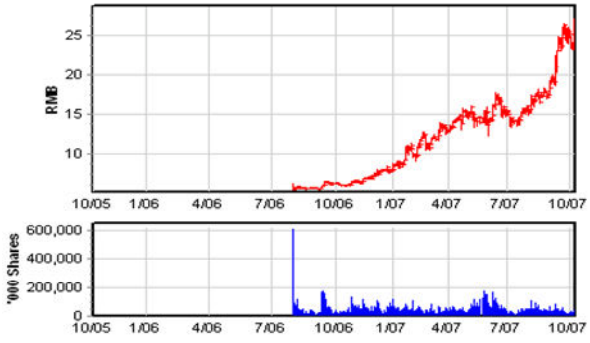
transport ferroviaire

introduit le 1er août 2006, à Shanghai		**1,92 Mds USD levés**	**soit 23 % du capital**
cours d'ouverture	4,95 CNY	soit +13 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	5,59 CNY		

3,03 Mds d'actions ont été émises, 65 % auprès d'institutionnels et 35 % auprès de particuliers. Le titre a été sursouscrit 70 fois par les particuliers. Pour répondre à la demande, la part des particuliers a été portée de 5 à 20 %.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (16/10/2007)	**26,66 CNY**	**+439 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	27,380 (16/10/2007)	5,940 (23/10/2006)
24 mois	27,380 (16/10/2007)	5,470 (21/08/2006



GUANGSHEN RAILWAY CO LTD

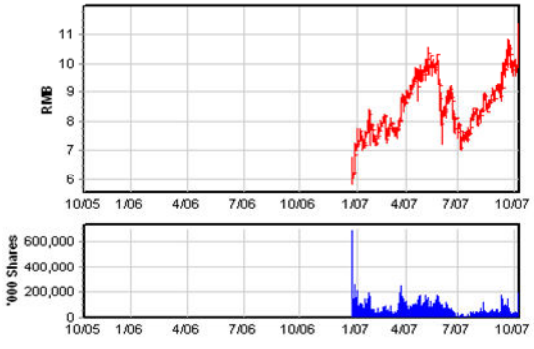
transport ferroviaire

introduit le 22 décembre 2006, à Shanghai		**1,32 Mds USD levés**	**soit 39 % du capital**
cours d'ouverture	3,76 CNY	soit +64 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	6,17 CNY		

2,75 Mds d'actions A ont été émises, 25 % auprès d'institutionnels et 75 % auprès de particuliers. Le titre a été sursouscrit 42 fois.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (16/10/2007)	**10,81 CNY**	**+188 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	11,400 (15/10/2007)	5,850 (25/12/2006)
24 mois	11,400 (15/10/2007)	5,850 (25/12/2006)



SHUI ON LAND LTD

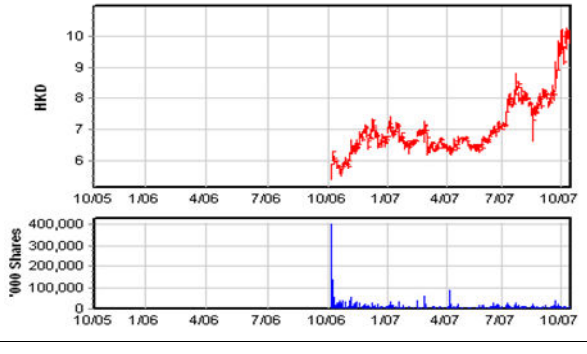
immobilier

introduit le 4 octobre 2006, à Hong Kong		**0,877 Mds USD levés**	**soit 17,2 % du capital**
cours d'ouverture	5,35 HKD	soit +10 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	5,90 HKD		

1,16 Mds d'actions ont été émises, 90 % auprès d'institutionnels et 10 % auprès de particuliers .Il s'agissait d'un deuxième essai après la tentative de primo introduction avortée en juin 2006. Le cours d'ouverture présentait un rabais de 33 %. Le titre a été sursouscrit 11 fois.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (16/10/2007)	**10,2 HKD**	**+91 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	10,420 (16/10/2007)	5,510 (18/10/2006)
24 mois	10,420 (16/10/2007)	5,400 (04/10/2006)



2007 : Après Hong Kong … Shanghai

*(**Source:** Hong Kong Stock Exchange Markets Web, Reuters)*

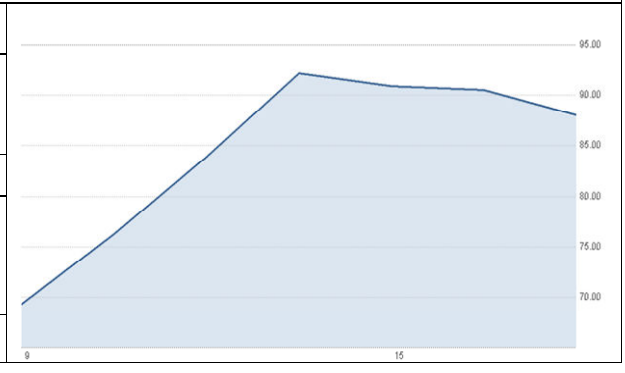
CHINA SHENHUA ENERGY COMPANY LTD

énergie

introduit le 9 octobre 2007, à Shanghai		**8,86 Mds USD levés**	**soit 9,05 % du capital**
cours d'ouverture	36,99 CNY	soit +87 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	69,30 CNY		

1,8 Mds d'actions A ont été émises, 30 % auprès d'institutionnels et 70 % auprès de particuliers En raison de la forte demande la part allouée aux particuliers a été portée de 60 a 70 %. Le cours d'ouverture présentait un rabais de 16 % par rapport au prix de l'action H cotée à Hong Kong. Le titre a été sursouscrit près de 40 fois. Des le 1er jour, le titre enregistre une forte hausse. Les analystes anticipent une augmentation du profit de 20 % au cours des 3 prochaines années en raison de la vigueur de la demande domestique et de la restructuration du secteur.

Evolution du titre depuis l'introduction		
Cours actuel (16/10/2007)	**90,49 HKD**	**+145 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	94,880 (15/10/2007)	68,000 (09/10/2007)
24 mois	94,880 (15/10/2007)	68,000 (09/10/2007)



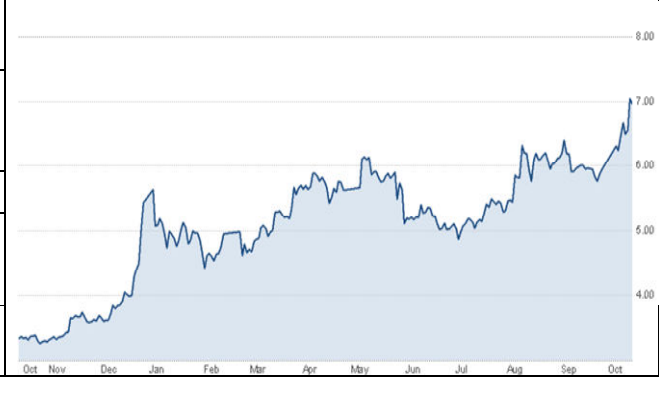
CHINA CONSTRUCTION BANK (CCB)

banque

introduit le 25 septembre 2007, à Shanghai		**7,73 Mds USD levés**	**soit 3,85 % du capital**
cours d'ouverture	6,45 CNY	soit +32 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	8,53 CNY		

9 Mds d'actions A ont été émises. Le titre a été sursouscrit 38 fois. Les analystes anticipent une hausse du cours en raison de la diversification des activités de la seconde banque.

Evolution du titre depuis l'introduction		
Cours actuel (16/10/2007)	**10,30 CNY**	**+60 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	10,530 (16/10/2007)	8,430 (25/09/2007)
24 mois	10,530 (16/10/2007)	8,430 (25/09/2007)



CITIC BANK

banque

introduit	**5,4 Mds USD levés au total dont :**	**soit 13 % du capital**
le 16 avril 2007 à Hong Kong	*3,49 Mds USD*	*Soit 12,8 %*
Le 16 avril 2007 à Shanghai	*1,69 Mds USD*	*Soit 6 %*
cours d'ouverture	5,86 HKD à Hong Kong et 5,08 CNY à Shanghai	
cours de clôture	6,68 HKD à Hong Kong et 11,37CNY à Shanghai soit des hausses respectives de 14 % et 94 % le premier jour de cotation	

A Hong Kong, 4,885 Mds d'actions ont été émises, 95 % auprès d'institutionnels et 5 % auprès des particuliers. Le titre a été sursouscrit plus de 90 fois pour les institutionnels et plus de 100 fois par les particuliers. A Shanghai, 2,302 Mds d'actions A ont été émises.

Evolution du titre depuis l'introduction

A Hong Kong			A Shanghai		
Cours actuel (16/10/2007)	**6,14 HKD**	**+5 % depuis l'IPO**	Cours actuel (16/10/2007)	**11,41 CNY**	**+125 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas		Plus haut	Plus bas
12 mois	7,080 (27/04/2007)	5,060 (17/08/2007)	12 mois	12,880 (28/08/2007)	8,440 (06/07/2007)
24 mois	7,080 (27/04/2007)	5,060 (17/08/2007)	24 mois	12,880 (28/08/2007)	8,440 (06/07/2007)

Evolution du cours à Hong Kong | **Evolution du cours à Shanghai**

PING'AN INSURANCE Co.

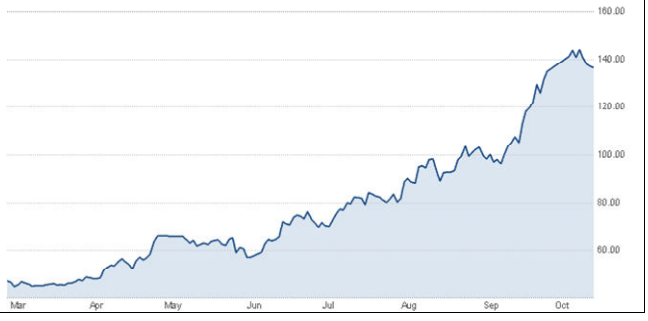
assurance

introduit le 1er mars 2007, à Shanghai		**5 Mds USD levés**	**soit 15,66 % du capital**
cours d'ouverture	33,80 CNY	soit +38 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	46,79 CNY		

1,15 Mds d'actions A ont été émises, 30 % auprès d'investisseurs stratégiques, 25 % auprès d'institutionnels et 45 % auprès de particuliers. Le titre a été sursouscrit près de 29 fois. Les investisseurs mettent en avant le fort potentiel de croissance du 2ème assureur chinois.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (16/10/2007)	**137 CNY**	**+145 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	145,800 (11/10/2007)	43,530 (05/03/2007)
24 mois	145,800 (11/10/2007)	43,530 (05/03/2007)



BANK OF COMMUNICATIONS (BOCOM)

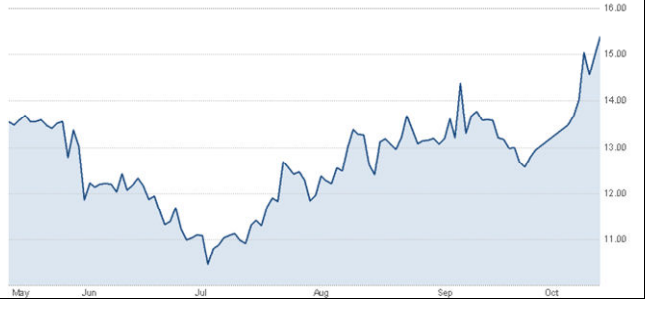
banque

introduit le 15 mai 2007, à Shanghai		**3,26 Mds USD levés**	**soit 6,5 % du capital**
cours d'ouverture	7,9 CNY	soit +80 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	14,22 CNY		

Il s'agit de la première introduction sur le marché domestique de cette banque possédée à 19,9 % par HSBC et déjà cotée depuis 2005 à Hong Kong. 3,19 Mds d'actions A ont été émises, 30 % auprès d'investisseurs stratégiques, 25 % auprès d'institutionnels et 45 % auprès de particuliers. Le titre a été sursouscrit 58 fois par les investisseurs. Le cours de l'action enregistre une forte hausse le 1er jour, les analystes mettant l'accent sur les parts de marché gagnées et la solidité de cette banque d'Etat.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (17/10/2007)	**15,38 CNY**	**+95 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	15,900 (16/10/2007)	10,370 (06/07/2007)
24 mois	15,900 (16/10/2007)	10,370 (06/07/2007)



CHINA LIFE

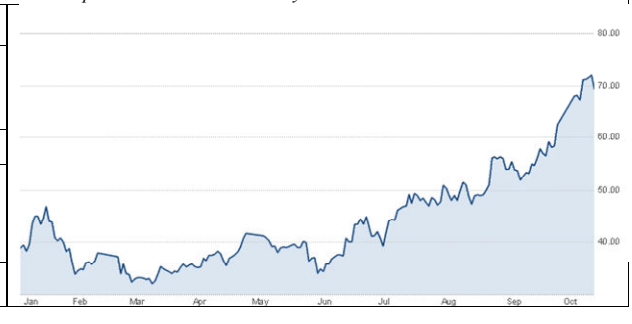
assurance

introduit le 9 janvier 2007, à Shanghai		**3,6 Mds USD levés**	**soit 5,3 % du capital**
cours d'ouverture	18,88 CNY	soit +106 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	38,93 CNY		

Il s'agit de la première introduction sur le marché domestique de la première compagnie d'assurance chinoise et déjà cotée depuis 2003 à Hong Kong. 1,5 Mds d'actions A ont été émises dont 40 % auprès d'investisseurs stratégiques. Le titre a été sursouscrit près de 49 fois. Le cours de l'action enregistre une forte hausse le 1er jour, les analystes mettant en évidence le potentiel du marché chinois lié à la demande croissante de protection de la classe moyenne.

Evolution du titre depuis l'introduction

Cours actuel (17/10/2007)	**69,19 CNY**	**+266 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	73,050 (12/10/2007)	31,500 (05/03/2007)
24 mois	73,050 (12/10/2007)	31,500 (05/03/2007)



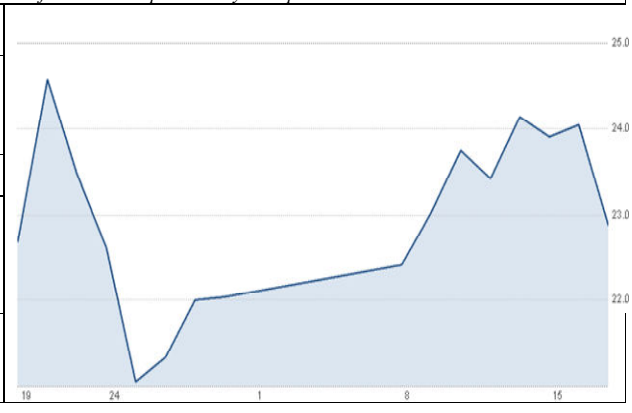
Bank of Beijing

banque

introduit le 19 septembre 2007, à Shanghai		**3,3 Mds USD levés**	**soit 19,27 % du capital**
cours d'ouverture	12,50 CNY	soit +81 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	22,68 CNY		

Après un projet de double cotation à Hong Kong et à Shanghai – annulé en raison de l'opposition des autorités de régulation - 1,2 Mds d'actions A ont été finalement émises en RPC. Le titre a été sursouscrit près de 125 fois. Le cours de l'action enregistre une forte hausse le 1er jour. Etablie en 1995, la banque s'est modernisée rapidement pour devenir une référence en matière de services bancaires électroniques et bénéficie d'une importante dynamique de croissance.

Evolution du titre depuis l'introduction		
Cours actuel (17/10/2007)	**22,87 CNY**	**+131 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	25,150 (15/10/2007)	20,800 (26/09/2007)
24 mois	25,150 (15/10/2007)	20,800 (26/09/2007)



INDUSTRIAL BANK CO. LTD

banque

introduit le 5 février 2007, à Shanghai		**2,05 Mds USD levés**	**soit 25 % du capital**
cours d'ouverture	15,98 CNY	soit +39 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	22,22 CNY		

1,001 Mds d'actions A ont été émises. Le titre a été sursouscrit près de 73 fois.

Evolution du titre depuis l'introduction		
Cours actuel (17/10/2007)	**63,48 CNY**	**+297 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	66,890 (16/10/2007)	21,310 (06/02/2007)
24 mois	66,890 (16/10/2007)	21,310 (06/02/2007)

CHINA COSCO HOLDING COMPANY LTD

transport maritime

introduit le 26 juin 2007, à Shanghai		**2 Mds USD levés**	**soit 20 % du capital**
cours d'ouverture	8,48 CNY	soit +93 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	16,38 CNY		

1,784 Mds d'actions A ont été émises, 30 % auprès d'investisseurs stratégiques, 25 % auprès d'investisseurs institutionnels et 45 % auprès des particuliers. Le prix d'introduction a été fixé avec un rabais d'environ 13 % par rapport au prix de l'action cotée à Hong Kong. Le titre a été sursouscrit 107 fois. Le cours de l'action est en forte hausse dès le 1er jour. Les fonds récoltés doivent servir à l'acquisition de 51 % de COSCO Logistics et de 12 nouveaux navires.

Evolution du titre depuis l'introduction		
Cours actuel (17/10/2007)	**54,2 CNY**	**+534 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	58,550 (12/10/2007)	15,520 (26/06/2007)
24 mois	58,550 (12/10/2007)	15,520 (26/06/2007)

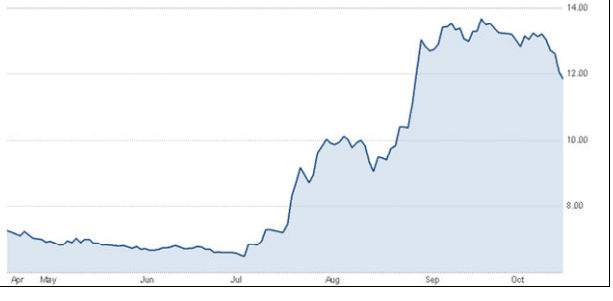
COUNTRY GARDEN HOLDINGS

immobilier

introduit le 20 avril 2007, à Hong Kong		**1,66 Mds USD levés**	**soit 15 % du capital**
cours d'ouverture	5,38 HKD	soit +37 % le premier jour de cotation	
cours de clôture	7,25 HKD		

2,4 Mds d'actions ont été émise. Le titre a été sursouscrit 255 fois. L'héritière du groupe, YANG Huiyan (26 ans), est devenue, depuis l'introduction du titre, la première fortune de Chine continentale, évaluée à 17,3 Mds USD, selon les classements Forbes et Hurun.

Evolution du titre depuis l'introduction		
Cours actuel (17/10/2007)	**12,04 HKD**	**+124 % depuis l'IPO**
	Plus haut	Plus bas
12 mois	14,180 (21/09/2007)	6,430 (06/07/2007)
24 mois	14,180 (21/09/2007)	6,430 (06/07/2007)



Chapitre
5

Comment expliquer la déconnexion de la bourse de Shanghai vis-à-vis de Hong Kong et du reste du monde ?

L'essentiel

- *Pour une même entreprise, ses actions H s'échangent en octobre 2007 sur un PER de 19 à Hong Kong, contre un PER de 61 pour ses actions A à Shanghai. A rebours de la théorie, le premium se fait au profit des actions les moins liquides.*
- *Outre le contrôle des changes et l'influence des marchés internationaux sur Hong Kong, ce différentiel s'explique par la rareté des titres proposés en Chine continentale, par la surabondance de l'offre de monnaie, les anticipations d'appréciation du CNY, et l'aversion moindre au risque des investisseurs continentaux.*

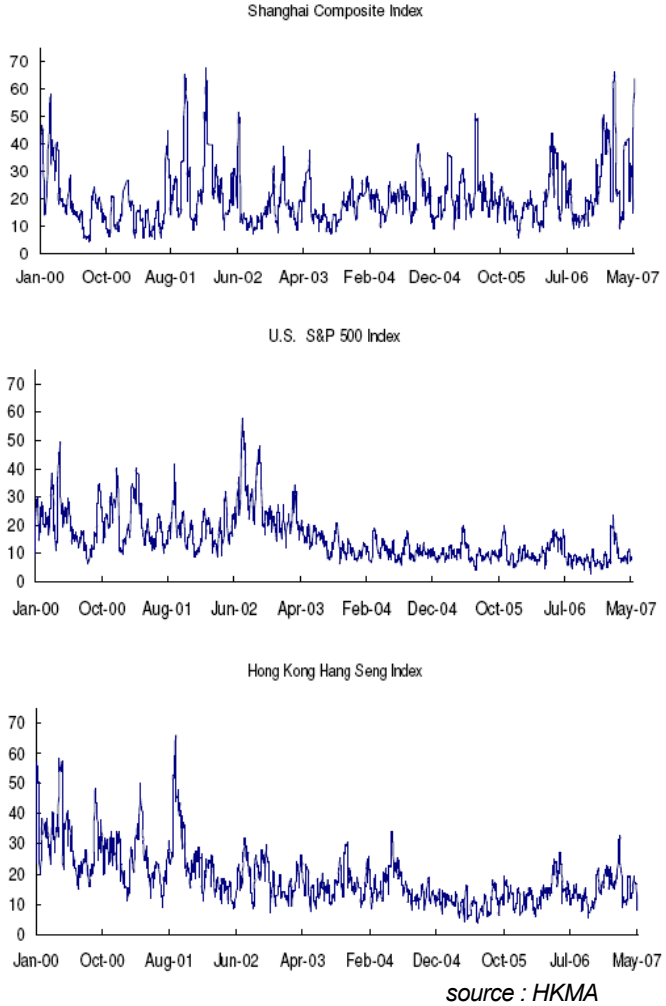
Le contrôle des capitaux isole les marchés continentaux des mouvements financiers internationaux, en même temps qu'il alimente la surliquidité locale. Certaines grandes entreprises de RPC ont pu néanmoins lever des capitaux à Hong Kong. Mais, en raison de la forte segmentation des marchés, les évolutions de leurs titres cotés en Chine continentale (les actions A) et à Hong Kong (les actions H) apparaissent largement indépendantes. Ainsi, les actions H s'échangeaient en octobre 2007 sur un PER de 19 à Hong Kong, contre 61 pour les titres des mêmes entreprises cotées à Shanghai. Outre ce premium important au profit des titres cotés en Chine continentale, la bourse de Shanghai se caractérise par une volatilité nettement plus importante que les autres grandes places internationales.

Comment expliquer la différence de comportements des investisseurs et de valorisation sur ces deux marchés ?

La volatilité accrue des marchés continentaux

De juin 2000 à avril 2007, l'indice composite du marché de Shanghai a présenté à la fois une volatilité moyenne plus élevée et des phases d'extrême volatilité, plus fréquentes que les indices principaux des marchés américains et hongkongais (voir graphiques ci-dessous). Si la volatilité est une caractéristique naturelle des marchés financiers, un niveau de volatilité élevé sans lien avec les fondamentaux du marché indique habituellement des déficiences structurelles.

Comparaison historique des volatilités lissées sur 10 jours à Shanghai, New York et Hong Kong



source : HKMA

Selon une étude de la Hong Kong Monetary Authority ("*Why A-share market volatility is high ?*", *China Economic Issues*, 4/07, Juin 2007), l'évolution des conditions macroéconomiques et monétaires ne seraient pas des facteurs susceptibles d'expliquer la volatilité relativement plus élevée des marchés chinois. Le différentiel de volatilité proviendrait davantage de l'insuffisante maturité des marchés chinois et de leurs caractéristiques structurelles et institutionnelles. Ainsi, contrairement aux marchés financiers internationaux qui sont dominés par les investisseurs institutionnels, les particuliers représenteraient 69 % des investisseurs sur le SSE, selon l'étude de la

HKMA. Le comportement des investisseurs particuliers est réputé plus mimétique et moins rigoureux que celui des investisseurs institutionnels. La concentration sectorielle des entreprises cotées constitue un autre facteur de volatilité des marchés continentaux. En particulier, les secteurs considérés comme cycliques représentent près de 85 % de l'indice shanghaien contre 67 % à Hong Kong et 61 % à New York. D'un point de vue plus technique, les marchés chinois sont relativement plus étroits, ce qui implique que les cours réagissent plus fortement à des ordres de faible importance. De plus, la limitation de la variation journalière à 10 % a pour effet de réduire la liquidité du marché et de rendre possible d'éventuelles manipulations des cours.

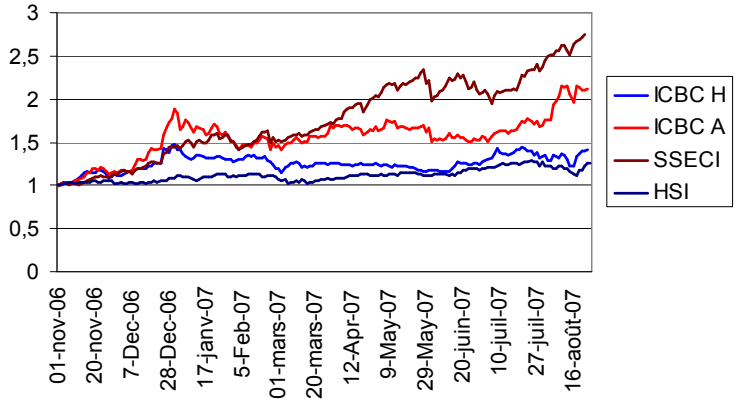
Afin de réduire la volatilité, plusieurs mesures visant à élargir la base des investisseurs institutionnels, ont été mises en œuvre par la CSRC. Les conditions d'investissement des sociétés d'assurance sur les marchés actions ont notamment été assouplies en août 2007 et leur plafond porté à 15 % de leurs actifs.

L'insularité des marchés continentaux

Un certain nombre de sociétés chinoises sont cotées à la fois à Hong Kong en HKD (les actions H) et à Shanghai en CNY (les actions A). Ces doubles cotations sont apparues au début des années 1990 lorsque les autorités chinoises ont autorisé les entreprises de Chine continentale à être cotées sur le marché hongkongais. En août 2007, il existait ainsi 38 sociétés chinoises faisant l'objet d'une double cotation. En raison du cloisonnement entre les deux marchés, un différentiel de prix a pu apparaître entre les actions d'une même société cotée à Shanghai et à Hong Kong.

Ainsi, par exemple, depuis son introduction sur les deux marchés en novembre 2006, l'action ICBC a connu des trajectoires boursières sensiblement différentes à Hong Kong et à Shanghai. Après une première phase où la progression reste similaire, le cours de l'action a progressé davantage à Shanghai à partir de décembre 2006. Sur la période suivante, le cours de l'action A est même davantage corrélé avec l'indice composite de référence qu'avec l'action H. Cette dernière est pour sa part davantage corrélée avec le Hang Seng dont elle représente 2,8 % de la capitalisation totale.

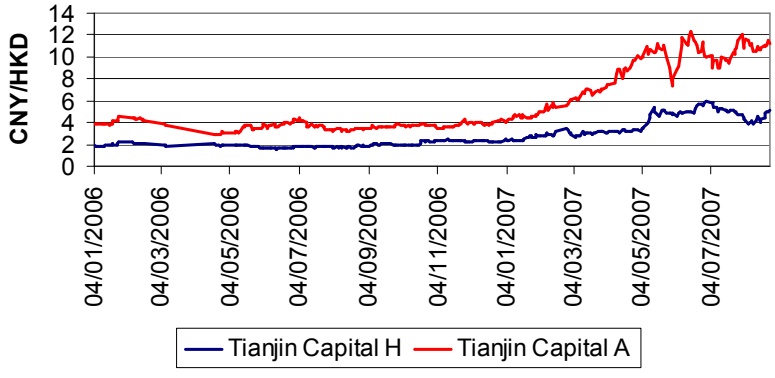
Progression comparée du titre ICBC à Shanghai et à HK depuis son introduction ***(Source: ME Pékin)***



Autre exemple, un différentiel de valorisation semblable est observé dans le cas d'une société à la capitalisation plus faible comme Tianjin Capital, un

holding spécialisé dans l'environnement. Alors que le premium est resté relativement stable de janvier à février 2006, il s'est accru au cours du mois de mars jusqu'à atteindre 245 % le 7 août 2007. A la même date, le premium pour les actions A de Datang Power Generation par rapport à son action H a dépassé 300 %.

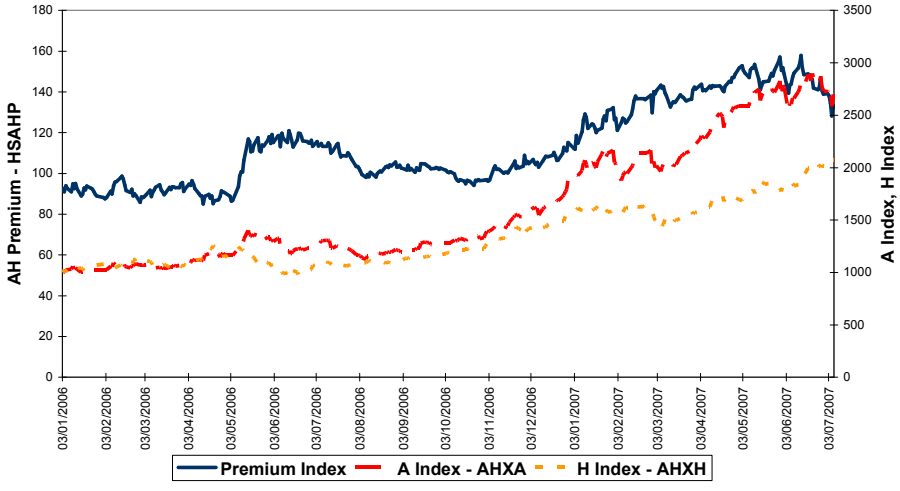
Evolution comparée du cours de l'action Tianjin Capital à Shanghai et à Hong Kong ***(Source: ME Pékin)***



Depuis juillet 2007, ce différentiel de valorisation est mesuré par les *Hang Seng China AH Index Series* pour 27 sociétés faisant l'objet d'une double cotation. Les indices AHXA et AHXH mesurent séparément la performance du cours de ces sociétés sur les marchés A et H. L'indice AH (A+H) qui réunit les deux indices précédents permet d'obtenir une mesure globale de la valeur de ces sociétés en additionnant leurs performances à Hong Kong et à Shanghai. L'écart de valorisation est lui mesuré en permanence par l'AH Premium Index (HSAHP) qui calcule le ratio pondérée entre le prix des actions A et des actions H en fonction de leur capitalisation flottante. Lorsque l'AH Premium Index est supérieur à 100 il indique que les actions A sont échangées avec un premium positif par rapport aux actions H de la même société. Au contraire lorsqu'il prend une valeur inférieure à 100, les actions A sont en moyenne échangées avec un *discount* par rapport aux actions H.

La reconstitution des séries historiques sur 18 mois permet de constater que de janvier à novembre 2006, l'indice a oscillé autour de 100 sans refléter clairement un premium en faveur de l'un ou l'autre marché. A partir de novembre 2006 – c'est-a-dire au moment de l'introduction du géant bancaire ICBC sur les deux marchés – un net écart de valorisation au profit de Shanghai apparaît et continue de croître jusqu'à atteindre 50 % début juillet 2007.

Hang Seng China AH Premium Index *(Source : HSI Services)*



L'évolution des indices portant sur les actions A et H ainsi que la valeur du premium illustrent clairement la déconnection entre les marchés shanghaien et hongkongais. En particulier, lors des corrections ponctuelles de février et de mai 2007 à Shanghai, la réaction de l'indice H a été très modérée. L'imperméabilité des marchés continentaux chinois par rapport aux mouvements des marchés internationaux est aussi apparue de manière exemplaire lors de la crise des *subprimes* en août 2007. Contre la tendance de l'ensemble des indices internationaux, le Shanghai composite franchissait alors la barre historique des 5 000 points. Le Premium Index a alors dépassé les 180 % au plus fort de la crise.

Le Hang Seng China AH Premium Index pendant la crise des *subprimes*

(***Source : Reuters***)

Comment expliquer le différentiel de valorisation entre Shanghai et Hong Kong?

En théorie, lorsqu'il existe un différentiel entre les actions d'une même société faisant l'objet d'une double cotation, le premium se crée au profit du marché ouvert aux investisseurs internationaux par rapport à celui réservé aux investisseurs domestiques. Un tel premium s'explique, en effet, d'une part par des raisons microéconomiques comme la liquidité du marché, l'offre de titres, le risque de marché, les asymétries d'information et les conditions générales du marché. Il peut être lié d'autre part à des facteurs macroéconomiques

comme la sous-évaluation du yuan. La théorie n'est pas vérifiée dans le cas des places chinoises.

Un document de travail récent de la *Hong Kong Monetary Authority* (Fong T., Wong A., Yong Y. (2007), "Share Price Disparity in Chinese Stock Markets", Hong Kong Monetary Authority, Working Paper, 11/2007, 31 July 2007) utilise le modèle de valorisation des actifs financiers de Gordon pour expliquer la divergence de valorisation entre Shanghai et Hong Kong. Selon ce modèle le différentiel de prix entre les actions A et les actions H peut dépendre de trois facteurs principaux :

- la différence entre le taux de rentabilité des capitaux investis à Hong Kong et à Shanghai ;
- les spéculations concernant l'appréciation du yuan ;
- et le taux de croissance estimé du dividende par action.

L'idée est alors que des facteurs tant microéconomiques que macroéconomiques sont susceptibles d'affecter le consensus du marché concernant le taux de profit attendu sur les deux marchés. En outre, une appréciation du yuan conduira toutes choses égales par ailleurs à une moindre disparité de prix parce qu'elle contribuera à l'augmentation du dividende libellé en HKD. Enfin, les actionnaires d'actions A et H ayant estimés des taux de rentabilité des capitaux investis différents, réagiront de manière différente au même taux de croissance des dividendes. Une analyse économétrique permet de mettre en évidence l'impact de plusieurs variables microéconomiques sur le premium entre les actions A et H :

- **Le premium dépend positivement de la liquidité relative du marché des actions A par rapport à celle des actions H** : plus le marché A est liquide et plus le premium sur les actions A tendra à s'accroître. En effet les investisseurs exigent une plus faible compensation lorsque les coûts de transaction baissent grâce à la liquidité du marché.
- En revanche **le premium est une fonction négative de l'abondance relative de titres des actions A par rapport aux actions H**. La rareté relative de l'offre de titres A par rapport aux titres H – ou bien la demande excessive de titres sur le marché A – contribue à l'accroissement du différentiel de prix reflétant notamment le manque de substitut aux investissements en actions à Shanghai.
- **Le premium est positivement corrélé au risque relatif** – mesuré par la volatilité – du marché du marche A par rapport au marché H. Cela signifie que le premium sera d'autant plus élevé pour les titres ayant une plus grande volatilité sur le marché A que sur le marché H. Ce résultat est en accord avec l'hypothèse selon laquelle les investisseurs continentaux ont une aversion pour le risque inferieure à celle des investisseurs présents à Hong Kong.
- Jusqu'à une période récente, **le rôle des asymétries d'information demeurait incertain**. Avec l'arrivée sur le marché de très grandes sociétés chinoises en 2006, il apparaît que les plus grosses sociétés qui fournissent davantage d'informations et suscitent plus d'analyses ont un premium moins élevé.
- **La tendance générale sur les marchés actions de Shanghai et de Hong Kong** a aussi un impact sur la valeur du premium. Historiquement la corrélation entre le cours des actions H et l'indice Hang Seng est de 0,15 alors que celle entre le cours des actions H et du SCI est de 0,21. Cela signifie que le cours des actions H dépend positivement de la

tendance sur les deux marchés. En revanche, une tendance relativement plus haussière à Hong Kong incite les investisseurs à profiter du discount en achetant des actions H ce qui fait baisser mécaniquement le premium.

La même étude (Fong & al., 2007) souligne l'impact opposé de deux variables macroéconomiques sur la valeur du premium. L'appréciation ou la réévaluation du yuan est susceptible de faire baisser le premium sur les actions A car elle augmente la valeur en dollar des actifs détenus en renminbi. Cette logique conduit à la hausse du prix des actions H parce qu'elles peuvent être achetées plus facilement que les actions A par les investisseurs internationaux. En revanche, l'offre de monnaie mesurée par l'agrégat M2 est positivement corrélée à la valeur du premium. Le surcroît de liquidité créé par le déséquilibre extérieur alimente une forte demande pour des produits financiers dont la gamme demeure encore limitée en Chine continentale. Le taux de rémunération des dépôts bancaires demeurant très bas compte tenu de l'inflation, le placement en actions est devenu l'option privilégiée par les épargnants.

Vers un réalignement des valorisations ?

Le premium en faveur des actions A est vraisemblablement appelé à disparaître à moyen terme. Dès février 2006, Joseph Yam (*ViewPoints*, 25 janvier 2007, 1er février 2007), le responsable de la HKMA a plaidé en faveur d'un lien plus étroit entre les marchés shanghaien et hongkongais. Il permettrait notamment d'accroître la liquidité globale, d'améliorer le mécanisme de découverte des prix et de renforcer la discipline de marché. Il suggère la création d'un mécanisme afin d'égaliser le prix des actions cotées à la fois à Shanghai et à Hong Kong et l'assouplissement des restrictions à la convertibilité du yuan. Plusieurs annonces allant dans le sens d'une plus grande intégration aux marchés financiers internationaux sont depuis venues appuyer cette prise de position. Le 20 août 2007, la SAFE a annoncé un possible test d'ouverture du compte de capital à Tianjin, autorisant les particuliers à investir directement sur le marché hongkongais en ouvrant un compte titre à la Bank of China. L'ampleur de ce mouvement de capitaux de la Chine vers Hong Kong est potentiellement considérable. Il est habituellement estimé à 40 Mds USD en 12 mois, Morgan Stanley évoquant même une fourchette de 50 à 100 Mds USD. Cette nouvelle mesure s'ajouterait au mécanisme des QDII pour les investisseurs institutionnels, et réduirait à terme le premium entre les actions A et les actions H.

Annexes

Annexe 1

Les 25 capitalisations les plus importantes

CITIC Securities	**132**
China Merchants Bank Co Ltd	**132**
China Petroleum & Chemical Corp. (Sinopec)	**133**
Wanke	**133**
Shanghai Pudong Development Bank	**134**
China Minsheng Banking Corp	**134**
Ping An Insurance (Group) Co.	**135**
Baoshan Iron & Steel Co. Ltd.	**135**
Shenhua	**136**
China Yangtze Power Co	**136**
China Unicom Ltd.	**137**
Shanghai Int Port Group	**137**
Shanghai International Airport	**138**
China Cosco Holdings	**138**
Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)	**138**
China Life Insurance Co. Ltd	**139**
China Construction Bank	**140**
Daqin Railway Co Ltd.	**140**
Wuhan Iron and Steel Co (WISCO)	**141**
Bank of China	**141**
Bank of Communications	**142**
Air China	**142**
Huaneng Power International	**143**
Datang Int Power Generation	**143**
CITIC Bank	**144**

Les 25 premières sociétés chinoises cotées ont été classées selon leur capitalisation échangée sur les places continentales (Shanghai et Shenzhen). Le classement est mis à jour au 23 octobre 2007.

Sources : Shanghai Stock Exchange et Sina Finance

CITIC Securities

Code Shanghai : 600030

Capitalisation échangée (Mds CNY): 304,13

Valorisation (Mds CNY): 361,2

Free float: 84,2 %

PER 2007/t2: 47,4
PER 2007/t3: 105,2

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Citic Group	784662291	23,67 %
China Life Holding	398023586	12,01 %
China Life Group	176287421	5,32 %
Yageer Group	150124100	4,53 %
Citic GuoAn Group	62792515	1,89 %
China Lance Fusée Institut	37010300	1,12 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	3108	750
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	2370	400
Bénéfice par action (CNY)	0,34	0,13
Marge bénéficiaire	76,25 %	53,33 %

Présentation : Citic Securities Co, numéro 1 chinois du courtage, offre, outre ses activités de courtage, des services de gestion d'actifs, de conseil et de banque d'investissement. Citic Securities assure également des activités de financement et de gestion de fonds. Fondée en 1995, Citic Securities est une des nombreuses filiales de Citic Group.

China Merchants Bank Co Ltd.

Code Shanghai : 600036

Capitalisation échangée (Mds CNY): 305,5
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 195,3

Valorisation globale (Mds CNY): 609,7
Valorisation à Shanghai uniquement: 500

Free float: 50,1 %

PER 2007/t2: 50,5
PER 2007/t3: 88

ACTIONNARIAT :

Nom	Nbre d'actions	en %
HKSCC Nominees Ltd	2627954399	17,87 %
Merchants Shipping	1779162511	12,10 %
China Ocean Group	947548668	6,44 %
Canton Shipping group	565359590	3,84 %
Senzhen Anqing Investor	433484335	2,95 %
Shenzhen Chuyuan Inv	378715868	2,58 %
Bank of Communications	261024805	1,78 %
Shanghai Automotor	250564996	1,70 %
Sinopec	205305070	1,40 %
Port de Qinghuangdao	175950157	1,20 %
China Sipping Group	175950157	1,20 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	21649	161291
Résultat d'exploitation	n	8220,5
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	10084	6633,5
Bénéfice net	6794	3930,4
Bénéfice par action (CNY)	0,57	0,33
Marge bénéficiaire	31,38 %	24,37 %

Présentation : China Merchants Bank, fondée en 1987, offre la gamme classique des services bancaires aux particuliers. Les autres services offerts sont le conseil financier, les règlements internationaux, l'affacturage sur l'import-export, le crédit documentaire… La banque opère à travers un réseau de 400 agences réparties dans les 30 des principales villes de Chine.

China Petroleum & Chemical Corp. (Sinopec)

Code Shanghai : 600028

Capitalisation échangée (Mds CNY): 746,6
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 194

Valorisation mondiale (Mds CNY): 3177
Valorisation à Shanghai uniquement (Mds CNY): 1650

Free float : 23,5 %

PER 2007/t2: (à Shanghai): 28,2
PER 2007/t3 (à Shanghai): 51

Actionnariat	Nombre d'actions	% de participation
China Petrochemical Cor.	65758044000	75,84 %
HKSCC Nomiees. Ltd	16687453000	19,25 %
Guotai Junan Securities	579907000	0,67 %
China Life Holding	60000000	0,07 %
Boshi Fund	39000000	0,04 %
Nuode Fund	37447000	0,04 %
Dacheng Fund	36944000	0,04 %
Shangtou Morgan Stanley	35238000	0,04 %
NFSS	32000000	0,04 %
Jiashi Fund	30173000	0,03 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	1071402	823272
Résultat d'exploitation	81041	63149
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	78923	64656
Bénéfice net	53912	41455
Bénéfice par action (CNY)	0,77	0,59
Marge bénéficiaire	5,03 %	5,04 %

Présentation : SINOPEC est la deuxième compagnie pétrolière de Chine. Ses activités incluent l'exploitation de champs gaziers et pétroliers, l'exploration, le raffinage, la commercialisation des hydrocarbures et la production de dérivés pétrochimiques (fibres, engrais…), le stockage et l'acheminement de pétrole brut et de gaz naturel. Elle est également cotée à Hong Kong et New York. Sa capitalisation boursière totale à octobre 2007 était évaluée à 422 Mds USD, soit la deuxième capitalisation mondiale, derrière ExxonMobil et devant General Electric.

Vanke

Code Shenzhen: 000002

Capitalisation échangée (Mds CNY): 177

Valorisation (Mds CNY): 227

Free float: 78 %

PER 2007/t2: 40
PER 2007/t3: 51

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Huarun China Resources	1005684247	14,63 %
Nanfang AM	91418834	1,33 %
Liu Yuansheng	82529697	1,20 %
Shanghai Nandu Invest.	79125000	1,15 %
Guoxin Securities	69000000	1,00 %
Nanfang Chengzhang AM	64553377	0,94 %
UBS AG	60490606	0,88 %
NuoAn Fund	49696857	0,72 %
Boshi Fund	46947500	0,68 %
China Life Group	46570058	0,68 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	16904	9921
Résultat d'exploitation	4142	2101
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	4062	2079
Bénéfice net	2423	1415
Bénéfice par action (CNY)	0,57	0,37
Marge bénéficiaire	NC	NC

Présentation : Premier conglomérat immobilier de Chine.

Shanghai Pudong Development Bank

Code Shanghai : 600000

Capitalisation échangée (Mds CNY): 169,55

Valorisation (Mds CNY): 226,45

Free float: 74,87 %

PER 2007/t2: 44,8
PER 2007/t3: 62

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Shanghai Intl Group	1026566720	23,57 %
Shanghai ITIC	317291045	7,29 %
Shanghai Shangshi Group	173440299	3,98 %
CITIBANK OVERSEAS INVESTMENT CORPORATION	164563433	3,78 %
China Life Holding	119770871	2,75 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	29870	23490
Résultat d'exploitation	n	7154,8
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	4230,9
Bénéfice net	3350	2458,4
Bénéfice par action (CNY)	0,76	0,56
Marge bénéficiaire	11,22 %	10,46 %

Présentation : Créée en 1992, Shanghai Pudong Development Bank offre la gamme classique des services bancaires aux particuliers et aux entreprises.

China Minsheng Banking Corp

Code Shanghai : 600016

Capitalisation échangée (Mds CNY): 113,11

Valorisation (Mds CNY): 223,85

Free float: 50,53 %

PER 2007/t2: 38,2
PER 2007/t3: 46

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
New Hope Inv.	854863349	5,9 %
China Fanhai Inv.	800895633	5,5 %
China Life Holding	738017509	5,1 %
Ping An Life Hold.	714000000	4,9 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	18203,9	11591,2
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	4318,1
Bénéfice net	3946,6	2759,9
Bénéfice par action (CNY)	0,32	0,23
Marge bénéficiaire	21,68 %	23,81 %

Présentation : Fondée en 1996, China Minsheng Banking Corp offre la gamme classique des services bancaires aux particuliers et aux entreprises. Considérée comme l'une des banques locales les plus performantes, Minsheng est aussi la seule banque privée de Chine.

Ping An Insurance (Group) Co.

Code Shanghai : 601318

Capitalisation échangée (Mds CNY): 435,3
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 111,84
Capitalisation non échangeable (réforme non aboutie): 585,1

Valorisation globale (Mds CNY): 1020,4
Valorisation à Shanghai uniquement: 131,66

Free float: 42.66%

PER 2007/t2: 62,98
PER 2007/t3: 105

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	38882	31224
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	17405	12843
Bénéfice net	12274	9249
Bénéfice par action (CNY)	0,47	0,38
Marge bénéficiaire	31,57 %	29,62 %

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
HSBC Insurance	618 886 334	8,43 %
HSBC (Hong Kong)	613 929 279	8,36 %
Shenzhen Investment Holding	543 181 445	7,40 %
Shenzhen Xinhaoshi Inv.	389 592 366	5,30 %
Shenxinhang Inv.	380 000 000	5,17 %
Shenzhen JingAo	331 117 788	4,51 %
Shenzhen Shenye Inv.	301 585 684	4,11 %
Guangzhou Hengde	200 000 000	2,72 %
Shenzhen Wuxinyufu	195 455 920	2,66 %
Shenzhen Liye Group	176 000 000	2,40 %

Présentation : Etabli en 1988, Ping An Assurance fournit des services d'assurance en Chine. Elle occupe le 2nd rang pour l'assurance vie. Ping An et ses filiales vendent leurs produits à plus de 37 millions de particuliers et 2 millions d'entreprises. Outre ses activités dans l'assurance, Ping An fournit des services bancaires.

Baoshan Iron & Steel Co. Ltd.

Code Shanghai : 600019

Capitalisation échangée (Mds CNY): 101,5

Valorisation (Mds CNY): 317

Free float: 32 %

PER 2007/t2: 16,2
PER 2007/t3: 38

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	157790	126637
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	13100	10315
Bénéfice par action (CNY)	0,75	0,6
Marge bénéficiaire	8,25 %	8,15 %

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Baosteel Group Co.	13003317441	74,25 %
China life Holding	109815692	0,63 %
China Life Group	101782220	0,58 %
Zhongyou Hexing Fund	84580000	0,48 %
Yifangda Fund	66359644	0,38 %
Nanfang Wenjian Fund	60000000	0,34 %
MORGAN STANLEY & CO. INTL Ltd	53304281	0,30 %
UBS Limited	43530619	0,25 %

Présentation : Boshan Iron. & Steele Co (Baosteel Co. Ltd.) est la plus importante compagnie chinoise dans le domaine de la sidérurgie. Baosteel est spécialisé dans la fabrication de tubes et de rouleaux en acier, à destination de l'industrie automobile, de l'électroménager, de l'industrie pétrolière et parapétrolière. Sa production annuelle de 11 millions de tonnes est exportée dans plus de 40 pays à travers le monde. Baosteel Co. est une filiale de Baosteel Group.

Shenhua

Code Shanghai : 601088

Capitalisation échangée (Mds CNY): 413,2
Capitalisation échangé à Shanghai uniquement : 100,7

Valorisation (Mds CNY): 1589,2
Valorisation à Shanghai uniquement : 1276,7

Free float: 26 %

en millions de CNY	2006	2005
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	64240	52242
Bénéfice net	17460	15619
Bénéfice par action (CNY)	0,965	-
Marge bénéficiaire	NC	NC

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Shenhua Group	14691037955	73.86 %
HKSCC NOMINEES LIMITED	3289540849	16.54 %
China Life Hold	45622400	0.23 %
China Life Hold.	45622400	0.23 %
China Life	45622400	0.23 %
China Life Group	34496400	0.17 %
Ping An Life Ins.	19697400	0.10 %
CITIC Securities	18985300	0.10 %
Ping An Life	13739180	0.07 %
ABC fund	11984000	0.06 %
Ping An Life	10722960	0.05 %

Présentation : Introduit le 9 octobre 2007 à la bourse de Shanghai, le premier producteur de charbon du pays a levé 8,86 Mds USD correspondant à 9 % du capital émis. Le cours du titre a enregistré une hausse de 87 % à son premier jour de cotation. Sur les 6 premiers mois de l'année, l'entreprise a enregistré une hausse de 30 % de son bénéfice à 38,33 Mds CNY, et +20 % de son bénéfice net à 10,38 Mds CNY. Premier producteur de charbon (136,6 Mds de tonnes produites en 2006), Shenhua détient également 11 centrales thermiques et est un des premiers fournisseurs d'électricité du pays avec 51,71 GW d'électricité fournis.

China Yangtze Power Co

Code Shanghai : 600900

Capitalisation échangée (Mds CNY): 99,17

Valorisation (Mds CNY): 190,12

Free float: 52.16 %

PER 2007/t2: 33,9
PER 2007/t3: 65,2

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	6918,9	7260
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	3620	3339
Bénéfice par action (CNY)	0,44	0,4
Marge bénéficiaire	52,32 %	45,99 %

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
China Three Gorges Dev. (Etat)	5891752448	62,60 %
China Nuclear Industrial Group	174396500	1,85 %
Huaneng Intl.	171706500	1,82 %
Sinopec Group	171706500	1,82 %

Présentation : China Yangtze Power est un producteur hydroélectrique, principalement sur le site des Trois Gorges avec une capacité installée de 6,915 GW. En outre, China Yangtze fournit des services de maintenance et de conseil en technologie hydroélectrique. Cette société a été créée en 2002.

China Unicom Ltd.

Code Shanghai : 600050

Capitalisation échangée (Mds CNY): 83,22

Valorisation (Mds CNY): 211,97

Free float: 15.4 %

PER 2007/t2: 30,4
PER 2007/t3: 67

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	94290	87063
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	6130	4931,6
Bénéfice par action (CNY)	0,29	0,23
Marge bénéficiaire	6,50 %	5,70 %

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Unicom Group	13086399640	61,74 %
NFSS Fonds Sécu	85000000	0,40 %
ICBCBoshi Fund	79999832	0,38 %
NFSS Fonds Sécu	76854810	0,36 %
CCB Huabao fund	70360279	0,33 %
China Life Holding	68000000	0,32 %
China Life Group	57500000	0,27 %
Industrial Bank Fund	57313410	0,27 %
Pingan Life Insurance	50000000	0,24 %
Bank of China Jingshun Fund	47608843	0,22 %

Présentation : Etabli en 1994, China Unicom est le seul operateur chinois à posséder une licence dans tous les services de télécom (mobile, longue distance domestique et internationale, VIP, données, internet, et large bande).
En termes d'abonnés, China Unicom et le troisième plus grands fournisseur au monde. En Chine, c'est le quatrième plus grand fournisseur de télécom, le deuxième fournisseur de forfaits pour portables, et le seul fournisseur des services mobile CDMA (Code Division Multiple Access). Ses activités principales sont les services mobiles GSM et CDMA avec 33 % du marché.

Shanghai Int Port Group

Code Shanghai : 600018

Capitalisation échangée (Mds RMB): 79

Valorisation (Mds RMB): 207,4

Free float: 38 %

PER 2007/t2: 48

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	12600	n
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	2950	n
Bénéfice par action (CNY)	1,23	n
Marge bénéficiaire	23,41%	n

Actionnariat :

Actionnaires principaux	% de participation
Municipal government of Shanghai	44,23 %
China Merchants Int. Terminals (Shanghai)	26,54 %
Shanghai Tongsheng Inv. (Group)	16,81 %
Shanghai State-assets Operation	0,44 %
Shanghai Dasheng Assets Co.	0,44 %

Présentation : Shanghai International Port Group Co (SIPG) est la société gestionnaire des infrastructures du port de Shanghai et assure divers services logistiques aux navires y transitant. Sa principale activité est la gestion des flux de conteneurs (Construction, transfert, entretien…). SIPG participe également à la gestion de grands ports internationaux comme celui de Zeebrugge, en Belgique.

Shanghai International Airport

Code Shanghai : 600009

Capitalisation échangée (Mds CNY): 75.3

Valorisation (Mds CNY): 376,5

Free float: 20 %

PER 2007/t2: 45,1
PER 2007/t3: 48,9

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	2955,2	2680,8
Résultat d'exploitation	1503,1	1362,6
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	1737,9	1607,4
Bénéfice net	1513,4	1389,2
Bénéfice par action (CNY)	0,79	0,73
Marge bénéficiaire	51,21 %	51,82 %

Actionnariat :

Nom	en % de participation
Shanghai Airport Group	53,25 %
Jiashi Fuwu Growth Hangye Sec Inv. Fund	1,38 %
China Life Insurance	2,01 %
Yifangda 50 Index Securities Investment Fund	1,18 %
Haifutong Profit Growth Securities Investment Fund	0,88 %
China Life Group	1,15 %
Kerui Securities Investment Fund	0,83 %
UBS ltd	0,82 %

Présentation : Shanghai International Airport Co gère les deux aéroports de Shanghai : Shanghai Hongqiao et Shanghai Pudong International Airport (Services aux compagnies aériennes, gestion des flux de passagers, des espaces commerciaux…).

China Cosco Holdings

Code Shanghai : 601919

Capitalisation échangée (Mds CNY): 218,6
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 71,3

Valorisation globale (Mds CNY): 509,2
Valorisation à Shanghai uniquement: 361,89

Free float: 42,93 %

PER 2007/t2: 86,3
PER 2007/t3: 113

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	50994	47966,3
Résultat d'exploitation	2428,4	6501
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	4092,1	7679,1
Bénéfice net	2031	5582,1
Bénéfice par action (CNY)	0,32	0,89
Marge bénéficiaire	3,98 %	11,64 %

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
China Ocean	4554869787	51,07 %
HKSCC NOMINEE Ltd	2254706335	25,28 %
VEMBER LORD Ltd	158294050	1,77 %
RHINE OFFICE Invt. Ltd	158294050	1,77 %
NFSS Fonds Sécu	67378718	0,76 %

Présentation : China COSCO Holdings Co assure des activités de transport maritime et de services logistiques pour les compagnies maritimes de transport de fret. Sa filiale COSCO Container Lines Company, au 31décembre 2006, contrôlait une flotte de 600 navires marchands parmi lesquels 139 porte-conteneurs, avec une capacité de transport totale de 300 millions de tonnes. Une autre filiale du groupe, COSCO Pacific Limited, gère un flux annuel de 13 millions de conteneurs sur 24 terminaux en Chine, aux Etats-Unis et en Italie. Fondé en 1961, COSCO est le 8e operateur de terminaux pour conteneurs à travers le monde.

Industrial and Commercial Bank of China (ICBC)

Code Shanghai : 601398

Capitalisation échangée A+H (CNY Mds): 687,06
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 68,5

Valorisation globale: (CNY Mds): 2488,44
Valorisation à Shanghai uniquement: 1869,66

Free float : 27,61 %

PER 2007/t2 (à Shanghai): 29
PER 2007/t3 (à Shanghai): 42

Actionnariat

Nom	Nombre d'actions	% de participation
Ministry of Finance	118006174032	35,3 %
Fonds Huijin	118006174032	35,3 %
HKSCC Nominees Ltd	43195179220	12,9°%
Goldman Sachs	16476014155	4,9 %
NFSS	14102149559	4,2 %
DRESDNER BANK LUXEMBOURG SA	6432601015	1,9°%
American Express	1276122233	0,4 %
China Life Group	741606900	0,2 %
China Life Holding	664959047	0,2 %
China Pacific Life	655591000	0,2 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	153822	139155
Résultat d'exploitation	n	77862
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	72065	59354
Bénéfice net	49263	33704
Bénéfice par action (CNY)	1,97	1,81
Marge bénéficiaire	32,03 %	24,22 %

Présentation : Fondée en 1984, ICBC est la première banque de Chine et la deuxième du monde en termes de valorisation. La banque possède prés de 19000 agences réparties sur l'ensemble de la Chine et 1106 branches a l'étranger. Les 72,6 % que détiennent le Mof (Ministère des Finances) et Huijin dans ICBC, sont valorisés aujourd'hui à 4 831 Mds CNY (642 Mds USD).

China Life Insurance Co. Ltd

Code Shanghai : 601628

Capitalisation échangée A+H (Mds CNY): 498,3
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 60,3

Valorisation globale (Mds CNY): 1894,9
Valorisation à Shanghai uniquement: 1396,6

Free float: 29,5 %

PER 2007/t2: 62.88
PER 2007/t3: 153

Actionnariat :

Nom	Nombre d'actions	% de participation
China Life Group	19323530000	68,37 %
HKSCC Nominees Ltd	2147483647	24,31 %
Richbo Inv. Ltd	428358620	1,52 %
Divers sociétés d'Etats	456450212	1,62 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	147311	98212
Résultat d'exploitation	26244	12149
Résultat avant impôt et dividendes	25605	11510
Bénéfice net	19956	9306
Bénéfice par action (CNY)	0,96	0,45
Marge bénéficiaire	13,55 %	9,48 %

Présentation : Fondée en 1949, China Life est la plus importante entreprise d'assurance en Chine et contrôle la moitié du marché. Ses produits incluent l'assurance vie, mais aussi dommage. China Life a plus de 70 millions de clients. Ses produits sont commercialisés par 640 000 agents et un réseau de 89 000 succursales de banques et de bureaux de poste. China Life Inssurance Co fait partie du groupe China Life.

China Construction Bank

Code Shanghai : 601939

Capitalisation échangée (Mds CNY): 697
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 58,72

Valorisation globale (Mds CNY): 2178
Valorisation à Shanghai uniquement: 1540

Free float: 32 %

PER 2007/t3: 48

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Huijin	138150047904	59,12 %
Huida, filiale de Huijin	20692250000	8,86 %
Bank of America Co.	19132974346	8,19 %
Fuden Finance	13207316750	5,65 %
Baosteel	3065043000	1,31 %
China Power Electric	3000000000	1,28 %
Changjiang Power	1200000000	0,51 %
China Life Hold.	233701000	0,10 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	151593	128714
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	65717	55364
Bénéfice net	46319	47096
Bénéfice par action (CNY)	0,21	0,24
Marge bénéficiaire	15 %	15 %

Présentation : Pierre angulaire de l'histoire bancaire de RPC, sa création date de 1954. Elle contribuait dès le premier plan quinquennal au financement des grands projets d'Etat. Elle compte aujourd'hui 300 000 salariés pour 14 500 agences. Elle est la seconde entreprise d'Etat la plus profitable en Chine (+47 % du bénéfice 2006 par rapport à 2005). La CCB, déjà introduite à Hong Kong en octobre 2005 (elle avait à l'époque levé 9,2 Mds USD), s'est introduite le 9 octobre 2007 à la bourse de Shanghai. Le « retour » de la *blue chip* de Hong Kong à la Chine continentale a permis à CCB de lever 7,73 Mds USD. CCB a annoncé, à l'automne 2007, comme CITIC Bank, sa volonté d'investir dans Bear Stearns, un des cinq premiers courtiers indépendant de Wall Street.

Daqin Railway Co Ltd.

Code Shanghai : 601006

Capitalisation échangée (Mds CNY): 51

Valorisation (Mds CNY): 312,35

Free float: 16,35 %

PER 2007/t2: 40,9
PER 2007/t3: 52,6

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Taiyuan Railroads	9465454097	72,94 %
China Huaneng group	167429000	1,29 %
Datang International Power	167429000	1,29 %
Ping An Life	149457924	1,15 %
Port de Qinhuangdao	141429000	1,09 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	16140	13100
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	4370	3560
Bénéfice par action (CNY)	0,34	0,27
Marge bénéficiaire	27,08 %	27,18 %

Présentation : Daqin Railway a pour activité principale le transport ferroviaire de fret. La société assure ses activités dans le Nord-Est de la Chine. Le principal produit transporté est le charbon, depuis Datong dans le bassin houiller du Shanxi, jusqu'au port de Qingdao. La taille de Daqin et ses réserves de liquidités lui donne une position privilégiée pour de futures acquisitions des actifs du ministère des chemins de fer.

Wuhan Iron and Steel Co (WISCO)

Code Shanghai : 600005

Capitalisation échangée (Mds CNY): 47,53

Valorisation (Mds CNY): 131,36

Free float: 36,18 %

PER 2007/t2: 15,8
PER 2007/t3: 52

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Wohan Steel Group	5002072832	63,82 %
Nanfang Wenjian Fund	70000000	0,89 %
Guangdong Dev. Bank Securitites	65201745	0,83 %
Yifangda Fund	57539684	0,49 %
Yifangda Fund	52055073	0,66 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	41320	40749,5
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	3897	3268,5
Bénéfice par action (CNY)	0,5	0,42
Marge bénéficiaire	9,43 %	8,02 %

Présentation : Créé en 1951, Wuhan Iron and Steel Co est l'un des principaux groupes sidérurgiques chinois. Le groupe est spécialisé dans la production de feuilles et de rouleaux d'acier. En 2006, WISCO a produit 177 millions de tonnes d'acier.

Bank of China

Code Shanghai: 601988

Capitalisation échangée A+H (Mds CNY): 528,8
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 34

Valorisation globale (Mds CNY): 1657,57
Valorisation à Shanghai uniquement: 1161,1

Free float : 31,9 %

PER 2007/t2: 24,3
PER 2007/t3: 48

Actionnariat :

Nom	Nb d'actions	en %
Huijin	171325404740	67,49
HKSCC Nominees Ltd	30305529046	11,94
RBS China Investments	20942736236	8,25
Asia Financial Hold. Ltd	10471368118	4,13
NSSF	8377341329	3,3
UBS AG	3377860684	1,33
Asian Dev. Bank	506679102	0,2
Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd	473052000	0,19
Wingreat International Ltd	420490000	0,17
Best Sense Inv. Ltd	236526000	0,09
Turbo Top Limited	236526000	0,09

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	138741	115344
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	42830	25921
Bénéfice par action (CNY)	0,24	0,15
Marge bénéficiaire	30,87 %	22,47 %

Présentation : Bank of China Limited (BOC), fondée en 1912 et récemment introduite en bourse a Shanghai (juin 2006), fait partie du groupe des quatre grandes banques d'Etat. C'est la deuxième banque de Chine en termesde valorisation. Bank of China Ltd doit être distinguée de Bank of China (Hong Kong) ltd. Ce sont deux institutions séparées mais toutes deux possédées par Bank of China Group, lui-même détenu par le fonds étatique Huijin. Les 67,5 % que détient Huijin dans BoC, sont valorisés aujourd'hui à 1 118,8 Mds CNY (148,8 Mds USD).

Bank of Communications

Code Shanghai : 601328

Capitalisation échangée A+H (Mds CNY): 381,21
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 33,65

Valorisation globale (Mds CNY): 738,35
Valorisation à Shanghai uniquement: 390,76

Free float: 51,63 %

PER 2007/t2: 39,9
PER 2007/t3: 51

Actionnariat :

Principaux actionnaires	% de participation
Ministry of Finance	21,78 %
HSBC Ltd.	19,90 %
National Council for Social Security Fund	12,13 %
China SAFE Investments Limited	6,55 %
Capital Airports Holding (Group) Company	2,15 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	104211,9	77230
Résultat d'exploitation	5391,7	2967,6
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	6258	3755,8
Bénéfice net	5986	3338,4
Bénéfice par action (CNY)	1,25	0,7
Marge bénéficiaire	5,74 %	4,32 %

Présentation : Fondée en 1908**,** Bank of Communications est la 5e des grandes banques chinoises. Son réseau de 2800 agences couvre les 80 villes les plus importantes de Chine.

Air China

Code Shanghai : 601111

Capitalisation échangée (Mds CNY): 114,67
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 25,96

Valorisation globale (Mds CNY): 246,7
Valorisation à Shanghai uniquement: 131,66

Free float: 46,48 %

PER 2007/t2: 34,3
PER 2007/t3: 69,2

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
China National Aviation Holding Co	4949066567	40,40 %
HKSCC NOMINEES Ltd	2234632899	18,24 %
CATHAY PACIFIC AIRWAYS LIMITED	2156052455	17,60 %
Air China Ltd	1380482920	11,26 %
BoC Jiashi Fund	91499904	0,75 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	43400,3	36720,2
Résultat d'exploitation	981,4	2103
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	3929,2	3374,3
Bénéfice net	2678,8	2406,3
Bénéfice par action (CNY)	0,34	0,31
Marge bénéficiaire	6,17 %	6,55 %

Présentation : Air China est la première compagnie aérienne de Chine. Avec ses filiales, elle assure des services de transport de passagers, de maintenance des appareils, ainsi que la gestion des terminaux aéroportuaires. Cathay Pacific a annoncé, à l'automne 2007, vouloir vendre sa participation dans Air China.

Huaneng Power International

Code Shanghai : 600011

Capitalisation échangée (Mds CNY): 55,81
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 24,86

Valorisation globale (Mds CNY): 181,55
Valorisation à Shanghai uniquement: 150,6

Free float: 30,74 %

PER 2007/t2: 13.9
PER 2007/t3: 50

Actionnariat :

Nom	en %
Huaneng International Power Co	42,03 %
China Huaneng Group	8,15 %
Hebei Provincial Construction Inv;	5,00 %
Jiangsu investment Manag. Corp	3,45 %
Fujian Investment Manag. Corp	2,81 %
Liaoning Energy Corp	2,76 %
Dalian Municipal Construction Inv.	2,50 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	44153,3	40076,5
Résultat d'exploitation	8558,4	7009
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	8016,8	6592,2
Bénéfice net	6071,2	4871,8
Bénéfice par action (CNY)	0,67	0,54
Marge bénéficiaire	13,75 %	12,15 %

Présentation : Huaneng Power International, fondé en 1994, développe, construit et gère des centrales thermiques. Au 6 avril 2007, la société détient 17 centrales en opération et possède des participations majoritaires dans 12 sociétés du domaine de l'énergie. La capacité totale de production du groupe s'élève à 24,260 MW.

Datang Int Power Generation

Code Shanghai : 601991

Capitalisation échangée (Mds CNY): 57,74
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 10,32

Valorisation globale (Mds CNY): 199,19
Valorisation à Shanghai uniquement: 148,87

Free float: 29 %

PER 2007/t2: 52,04
PER 2007/t3: 38

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Datang Group	1979620580	33,94 %
HKSCC NOMINEES Ltd	1565908507	26,85 %
JingNeng Group	671792400	11,52 %
Hebei Construction	671792400	11,52 %
JinNeng Inv.	606006300	10,39 %
HSBC NOMINEES Ltd	11988075	0,21 %
ZHAO Feng	4798889	0,08 %
SONG Tiandi	3289744	0,06 %
HSBC NOMINEES0	9000000	0,03 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	24835,2	17994,4
Résultat d'exploitation	5988,2	4499,6
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	4663,6	3862,9
Bénéfice net	2777,8	2351,1
Bénéfice par action (CNY)	0,66	0,56
Marge bénéficiaire	11,20 %	13,06 %

Présentation : Datang International Power Generation est un producteur indépendant d'électricité opérant en Chine. Ses activités incluent le développement, la gestion et l'entretien de centrales électriques ; la vente d'électricité ainsi que divers services techniques. Cette société possède quatre centrales et génère une capacité totale de 19,430 mégawatts (Au 31 décembre 2006).

CITIC Bank

Code Shanghai : 601998

Capitalisation échangée (Mds CNY): 148
Capitalisation échangée à Shanghai uniquement: 18,69

Valorisation globale (Mds CNY): 408,68
Valorisation à Shanghai uniquement: 279,4

Free float: 36,21

PER 2007/t2: 75,5
PER 2007/t3: 90,1

Actionnariat :

Nom	Nbre d'actions	en %
Citic Group	24329608919	62,33 %
Citic Intl Finance	5855002200	15,00 %
HKSCC Nominees	4830224000	12,37 %
BBVA	1885311281	4,83 %
NFSS Fonds Secu	68259000	0,17 %
Ruihui Swiss-Canton Ind.	68259000	0,17 %
PICC	68259000	0,17 %
China Life Holding	34129000	0,09 %
China Life Group	34129000	0,09 %
China Shipping	29310000	0,08 %

en millions de CNY	2006	2005
Chiffre d'affaires	16994,6	n
Résultat d'exploitation	n	n
Résultat avant impôt et recette des participations minoritaires	n	n
Bénéfice net	3472	n
Bénéfice par action (CNY)	0,13	n
Marge bénéficiaire	20,43 %	n

Présentation : CITIC Bank, fondée en 1987, est la septième banque chinoise. Elle offre la gamme classique des services bancaires aux particuliers et aux entreprises. Parmi les autres services offerts, on trouve l'émission de bons du Trésor, le trading de devises, les garanties de crédits … CITIC Bank est une des filiales de CITIC Group. A l'automne 2007, on évoque un possible partenariat entre CITIC Bank et Bear Stearns, un des cinq premiers courtiers indépendant de Wall Street.

Annexe 2

Les sociétés de gestion d'actifs

La Chine continentale compte actuellement 59 sociétés de gestion d'actifs investissant sur les marchés financiers, via plus de 340 fonds ouverts et fermés. Selon GUI Minjie, vice-Président de la CSRC, en octobre 2007, les cinq premiers gestionnaires représentaient 34 % de l'ensemble des actifs gérés par l'industrie, les 10 premiers 50 %. La CSRC a approuvé 28 JV, dont une vingtaine sont aujourd'hui en activité. Leur part de marché, avec les gestionnaires à participation étrangère, s'élèverait à 41 %. A l'heure actuelle, les sociétés de gestion détiendraient plus de 2 000 Mds CNY.

E Fund Management **146**

China Southern Fund Management **147**

China Asset Management **148**

Harvest Fund Management **149**

Boshi Fund Management (Bosera) **150**

Yinhua Fund Management **151**

Guang Fa Fund Management **152**

Da Cheng Fund Management **153**

Guotai Fund Management **154**

Hua An Fund Management **155**

E Fund Management

Date de creation :	17 Avril 2001
Localité :	Canton
Capital :	120 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	43 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	63,1 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	153 Mds CNY
Nombre de fonds :	9 fonds fermés 5 fonds ouverts
Chairman :	LIANG Tang
Directeur Général :	YE Junying

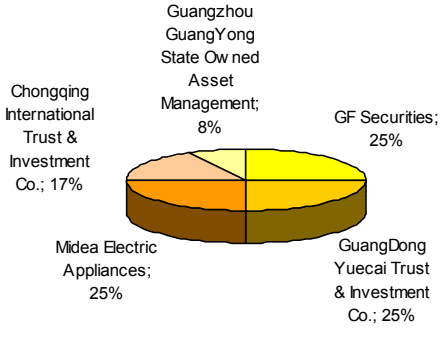
Présentation

Basée à Canton, elle possède des succursales à Pékin, Shanghai, Nankin et Chengdu. Ces dernières années, elle connait une très forte croissance. En l'espace de seulement 4 ans, son total d'actifs sous gestion passe de 16 Mds à 153 Mds CNY aujourd'hui, soit une croissance de plus de 850 %.

Dates importantes

- La CSRC restructure les 6 fonds de E Fund en trois nouveaux fonds d'une taille supérieure à 1 Mds CNY chacun : *Fund Kehui*, *Fund Kexiang* et *Fund Kexun* ;
- octobre 2004 : E fund est autorisée à gérer une partie des avoir du Fonds National de Sécurité Sociale, et ouvre un quatrième fonds à stratégie agressive ;
- février 2005 : E Fund ouvre un cinquième fonds fermé ;
- 2006 : E Fund ouvre 4 fonds ouverts et porte le nombre de fonds fermés à 9 ;
- Avril 2007 : E Fund inaugure un fonds hybride, le *E Fund Value Growth*.

Actionnariat à fin 2006



Gouvernance

- **Liang Tang, Président**

Il occupe également la fonction de Chairman au sein de la GuangDong Yuecai Trust & Investment Co.

- **YE Junying, Directeur général**

Il a occupé précédemment le poste de vice-Président de la GF Securities.

China Southern Fund Management

Date de création :	6 Mars1998
Localité :	Shenzhen, Canton
Capital :	100 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	44,67 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	76,3 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	137,5 Mds CNY
Nombre de fonds :	12 fonds fermés et ouverts
Président :	WU Wanshan
Directeur général :	GAO LiangYu

Présentation

La China Southern Fund Management Co. a été fondée en mars 1998 et fait partie des cinq sociétés de l'après réforme. Elle est leader du secteur en 2006, avec un total de 76 Mds CNY sous gestion. Ce pilier du marché est également novateur. Il est notamment à l'origine des premiers fonds ouverts lancés sur le marché chinois.

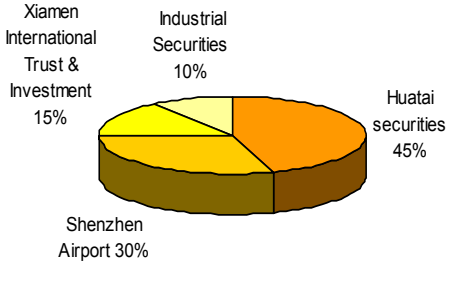
Dates importantes

- 1998 : China Southern AM lance le fonds *KaiYuan*, l'un des deux premiers fonds cotés en bourse ;
- septembre 2002 : elle crée le premier fonds obligataire ;
- septembre 2003 : elle lance le premier fonds à capital garanti ;
- octobre 2004 : China Southern lance le premier fonds ouvert coté sur le Shenzhen Stock Exchange.

Actualité

Depuis le 5 juillet 2007, les gestionnaires d'actifs peuvent être candidat à une licence QDII. Après obtention de sa qualification par la CSRCen septembre 2007, la SAFE lui a octroyé un quota de 15 Mds CNY (2 Mds USD). Southern, qui s'est associé avec Mellon Financial pour le lancement du fonds QDII, a reçu lors de la phase de pré-souscription 50 Mds CNY en quelques jours. L'afflux a été tel que la SAFE a accordé le doublement du quota initial, à 30 Mds CNY (4 Mds USD). Southern est le premier gestionnaire à obtenir une licence QDII après l'échec du fonds Hua An un an plus tôt. Les 5 autres gestionnaires qui se sont vu accordé une licence à l'automne 2007, ont également profité de la mesure avec un quota porté à 5 Mds USD : China AMC, China International Fund Management, Fortis Haitong Investment Management, Harvest Fund Management, et Fortune SGAM. A la mi-octobre 2007, Southern aurait 137,5 Mds de CNY sous gestion.

Actionnariat à fin 2006



Gouvernance

- **WU Wanshan, Président**
Il est également Chairman de la HuaTai Securities.

- **GAO LiangYu, Directeur général**
Il a travaillé cinq années à la CSRC avant de rejoindre China Southern Fund.

China Asset Management

Date de creation :	9 Avril 1998
Localité :	Pékin
Capital :	38 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	40 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	72,4 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	134,4 Mds CNY
Nombre de fonds :	14 fonds fermés et ouverts
Chairman :	Lin Xinyuan
Directeur Général :	Fan Yonghong

Présentation

Fondée en avril 1998, China Asset Management est actuellement l'un des leaders du secteur avec près de 135 Mds CNY d'actifs sous gestion, pratiquement à égalité avec China Southern. Son siège est à Pékin. China Asset Management est aussi l'une des dix sociétés possédant actuellement un mandat de gestion pour le Fonds National de Sécurité Social.

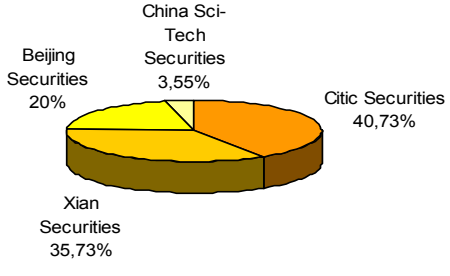
Dates importantes

- Juillet 1999 : le fonds *Xingye* devient le premier fonds indiciel de Chine ;
- mi-2002 : le premier fonds obligataire pur est lancé, sa souscription initiale dépasse les 5 Mds CNY. Elle reçoit également mandat pour gérer une partie des actifs du FNSS ;
- fin 2004 : la société lance, en partenariat avec la Bourse de Shanghai, le premier fonds indiciel négociable en Bourse, le China 50 ETF, qui est coté au Shanghai Stock Exchange depuis février 2005 ;
- à partir de juin 2006 : La China AMC convertit ses fonds fermés arrivés à échéance en fonds ouverts. Le fonds *Xinye*, dont la date de maturité devait être le 14 novembre 2006 a été suspendu à cet effet dès juin 2006. Cette opération, finalisée en septembre 2006, a été la première du genre en Chine continentale ;
- mars 2006 : CITIC Securities achète 41 % du capital de China AMC et devient ainsi l'actionnaire de référence de la société. CITIC Securities détient également 49 % de CITIC Fund Management ;

Actualité

China AMC a reçu en octobre 2007 une licence QDII pour un quota final de 5 Mds USD. A la suite du lancement du fonds QDII avec l'américain T Rowe Price Group, China AMC a annoncé avoir presque intégralement levé les fonds correspondant à son quota.

Actionnariat à fin 2006



Gouvernance

- **LIN Xinyuan, Président**
  Il est aussi actuellement Chairman de Beijing Securities.

- **FAN Yonghong, vice-Président et Directeur général**
  Il a exercé des fonctions pour la Huaxia Securities

Harvest Fund Management

Date de creation	25 mars 1999
Localité	Beijing
Capital	100 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	30,3 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	83,1 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	153 Mds CNY
Nombre de fonds	12 fonds ouverts 4 fonds fermés
Président	WANG Zhongmin
Directeur général	ZHAO Xuejun

Présentation

Fondée en mars 1999, Harvest Fund Management fait partie des 6 sociétés établies avant 2000. Depuis 2002, la société connait une croissance régulière et soutenue. Elle détient actuellement plus de 153 Mds CNY d'actifs sous gestion.

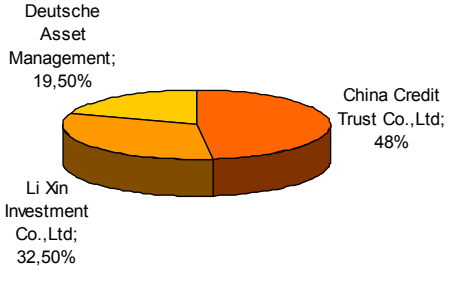
Dates importantes :

- décembre 2002 : La société fait partie des 6 premières sociétés à obtenir un mandat de gestion pour le FNSS ;
- en juin 2005 : la Deutsche Asset Management, filiale de la Deutsche Bank, prend 19,5 % dans la Harvest Fund. La banque devient ainsi la plus grande société chinoise à participation étrangère ; il lance également son fonds indiciel *Harvest Shanghai & Shenzhen 300 Index Fund* ;
- août 2005: Harvest reçoit une licence du Ministère du travail et de la Sécurité sociale afin de gérer une partie des annuités et cotisations retraites des entreprises publiques ;
- décembre 2006 : Le nouveau fonds actions lancé par Harvest est souscrit à plus de 40 Mds CNY lors de sa première journée de cotation, établissant un nouveau record pour une première cotation. Ce fonds est également le plus important lancé en Chine.

Actualité

Elle reçoit le 25 septembre sa licence QDII et lève 4 Mds USD lors du lancement du fonds le 9 octobre 2007. Le fonds prévoit d'orienter ses investissements pour moitié à Hong Kong, le restant entre Singapour et les Etats-Unis.

Actionnariat à fin 2006



Gouvernance

- **WANG Zhongmin, Président**

Il est aussi Président de la China Credit Trust Co.

- **ZHAO Xuejun, Directeur général**

Il a occupé les postes de Président assistant du départment fonds à la Beijing Securities et de vice-Président de la Dacheng Fund Co.

Boshi Fund Management (Bosera)

Date de creation	13 juillet 1998
Localité	Shenzhen
Capital	100 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	31,5 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	38 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	103 Mds CNY
Nombre de fonds	5 fonds fermés 8 fonds ouverts
Chairman	WU Xiongwei
Directeur Général	XIAO Feng

Présentation

Fondée en juillet 1998, Boshi Bosera Fund est l'une des sociétés pionnières et leaders du secteur. Anciennement basée à Pékin, son siège est maintenant à Shenzhen. Boshi fait partie des premières sociétés de fonds à avoir reçu un mandat de gestion du FNSS.

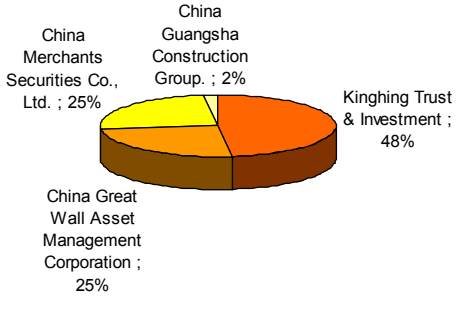
Dates importantes :

- début 2002 : La CSRC sanctionne Boshi, ainsi que ses employés, pour des opérations irrégulières ;
- 26 aout 2003 : le fonds *Bosera FTSE/Xinhua A200 Securities* Investment devient le premier fonds ouvert souscrit par un investisseur étranger (QFII) ;
- janvier 2005 : Boshi s'associe avec le japonais Nikko Asset Management Co., et lance sur le marché japonais le premier fonds fermés investi en actions chinoises A, via la licence QFII reçue par Nikko AM.

Actualité

Selon certains analystes, Boshi serait le fonds ayant le plus bénéficié de la flambée boursière. Il détiendrait entre 100 et 140 Mds CNY sous gestion (ceux gérés pour le compte de la FNSS compris). Selon le journal hongkongais Morning Star[18], au premier semestre 2007, Boshi aurait enregistré la plus forte performance sur 137 fonds notés. Selon cette enquête, sa croissance semestrielle serait de +131,88 % et de +233,86 % sur les 12 derniers mois.

Actionnariat à fin 2006



Gouvernance

- **WU Xiongwei, Président**

Il a occupé le poste de Directeur à la Kinghing Trust & Investment Co.

- **XIAO Feng, Directeur général**

Fondateur de Boshi AMC, il a travaillé en tant que haut fonctionnaire à la CSRC à Shenzhen.

[18] Numéro du 2 août 2007.

Yinhua Fund Management

Date de creation :	28 mai 2001
Localité :	Shenzhen
Capital :	100 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	21.2 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	30,4 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	86,4 Mds CNY
Nombre de fonds :	8 fonds ouverts 1 fonds fermé
Président :	PENG Yue
Directeur général :	SHANG Jian

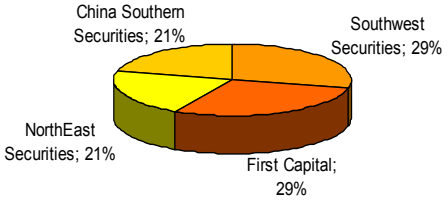
Présentation

Fondée en mai 2001, la société de Gestion Yinhua Fund Management est basée à Shenzhen et possède des filiales à Pékin et Shanghai. Elle possède 9 fonds, pour un total d'actifs sous gestion de 86 Mds de CNY à octobre 2007. Depuis deux années, elle connaît une croissance rapide. Elle se place pour la première fois en 2006 dans les dix premier du secteur. Son équipe de gestion compte 90 professionnels.

Dates importantes :

- décembre 2004 : Yinhua est le premier fonds chinois à recevoir le certificat de conformité ISO 9001 ;
- août 2005 : Yinhua Fund lance le premier fonds ouvert. Ce fonds est le premier fonds chinois à être lancé simultanément via le Shanghai Stock Exchange et le système bancaire chinois. Elle est également autorisée à gérer une partie des avoirs du FNSS.

Actionnariat



Gouvernance

- **Peng Yue, Président**

Anciennement vice-Président du Yinhua Fund

- **Shang Jian, Directeur général**

Anciennement vice-Président du Hua An Fund

Guang Fa Fund Management

Date de creation	5 août 2003
Localité	Guangdong
Capital	110 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	32,4 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	35,6 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	72 Mds CNY
Nombre de fonds	6 fonds ouverts
Chairman	MA Qingquan
Directeur Général	LIN Chuanhui

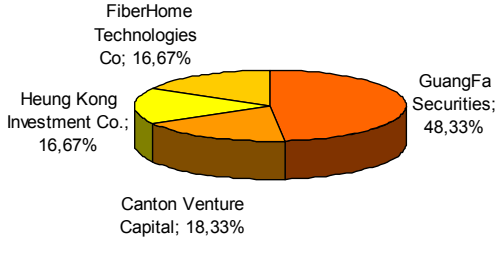
Présentation

En trois années seulement, la société s'est fortement développée. Depuis 2005, la société est entrée dans une phase de développement rapide, avec une croissance de plus de +230 % de ses actifs sous gestion en 2006. GF Fund fait partie de la nouvelle génération des sociétés de fonds fondées après 2001. Guang Fa Securities de la Guangdong Development Bank (cf annexe 3 sur les sociétés de bourse) qui détient GF Fund, contrôle également Guangdong Huafu Securities Ltd, Guangfa North Canton Stockbroking Ltd et Guangfa Futures Brokers. Elle détient une participation dans E Fund Management. Elle annonce employer 1 690 personnes. Le fonds est très lié aux activités de courtage et de placement immobilier de Guangdong Development Bank.

Dates importantes :

- décembre 2003 : GF lance son premier fonds coté en bourse ;
- sept. 2006 : GF lance son 6ème fonds ouvert. GF ne gère que des fonds ouverts.

Actionnariat



Gouvernance

MA Qingquan, Président
Il a occupé le poste de vice-président de la Securities Association of China et a également été Président de Harvest Asset Fund Management.

➢ **LIN Chuanhui, Directeur général**
Il a travaillé à la GF Securities, en tant que Directeur Général du département Investissement de la branche de Pékin.

Da Cheng Fund Management

Date de creation	12 mars 1999
Localité	Shenzhen
Capital	100 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	16,2 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	31,9 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	61,7 Mds CNY
Nombre de fonds	6 fonds ouverts 5 fonds fermés
Chairman	HU Xueguang
Directeur Général	YU Hua

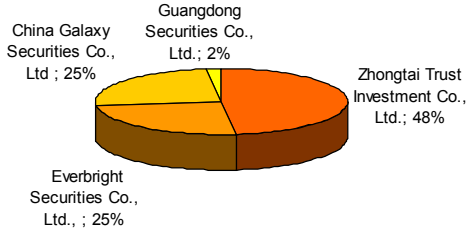
Présentation

Dacheng Fund Management a été fondée en mars 1999. La société, initialement basée à Pékin, a transféré son siège à Shenzhen. Son actionnariat se compose à 100 % de sociétés financières.

Dates importantes :

- juin 2002 : China Galaxy Securities entre au capital, en rachetant 25 % des participations de la China Economics Development Trust ;
- décembre 2003 : Zhongtai Trust Co. rachète 25 % des participations laissées par Dapeng Securities. Zhonghai Trust est maintenant l'actionnaire de référence, possédant 48 % de Dacheng ;
- en mars 2006, la société lance un des premiers fonds indiciels ouverts de Chine.

Actionnariat à fin 2006



Gouvernance

➢ **HU Xueguang, Président**
Il a travaillé 10 ans à la GuangDong Securities, où il a notamment occupé le poste de vice-Président.

➢ **YU Hu, Directeur Général**
Il a occupé les postes de responsable Asie des activités fonds et assurance à la Power Corporation of Canada et de chef du bureau de la London Life Insurance à Pékin.

Guotai Fund Management

Date de creation :	5 mars 1998
Localité :	Shanghai
Capital :	110 Ms CNY
Valeur totale des actifs nets 2006 :	13,6 Mds CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	16,6 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	40,3 Mds CNY
Nombre de fonds :	8 fonds ouverts 4 fonds fermés
Président :	CHEN Yongsheng
Directeur général :	LI Chunping

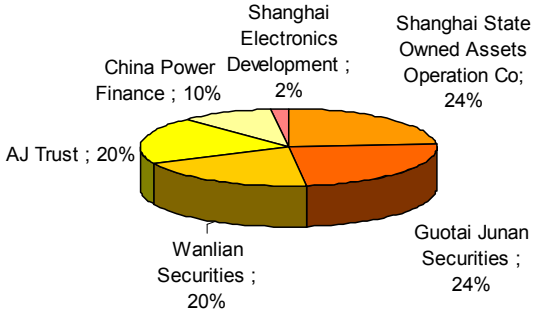
Présentation

Guotai Fund Management n'est pas dans les 10 premiers fonds de Chine continentale, avec seulement 40,3 Mds d'actifs sous gestion à octobre 2007. Elle est néanmoins influente, en raison de ses liens avec l'un des leaders du courtage, Guotai Securities, et avec d'autres fonds du groupe, comme la JV Guotai Junnan Funds Allianz. Les activités de gestion et de courtage sont encore mal séparées en Chine continentale. Soupçonnée de plusieurs dérives, Guotai est aujourd'hui sous l'étroite surveillance de la CSRC.

Dates importantes

- 30 décembre 2003 : La société Guotai Junan Securities cède 2 % de sa participation dans Gutai Fund à Shanghai Electronic Development ;
- en octobre 2004, elle obtient un mandat pour la gestion du FNSS ;
- août 2006: son fonds *Jinping* reçoit l'approbation de la CSRC. Guotai levera 1 248 Ms CNY à l'ouverture du fonds ;
- septembre 2006: Guotai assure être pleinement "consciente" du code de bonne conduite anti-corruption de la CSRC et "donne sa parole" que toutes ses activités sont désormais conformes à ce code.

Actionnariat à fin 2006



Hua An Fund Management

Date de creation :	4 juin 1998
Localité :	Shanghai
Capital :	150 Ms CNY
Actifs sous gestion à fin 2006 :	26,5 Mds CNY
Actifs sous gestion à oct. 2007 :	46,4 Mds CNY
Nombre de fonds :	8 fonds fermés et ouverts
Président (par interim) :	YU Miaogen
Directeur général :	YU Miaogen

Présentation

Basée à Shanghai, Hua An Fund Management fut, jusqu'en 2005, une entreprise leader du secteur avec un montant total de 33 Mds CNY sous gestion fin 2005. Hua An est la société qui versa le plus de dividendes à ses clients sur la période 1998-2006. Près de 7 Mds CNY de dividendes ont été versés par la société depuis sa création. Après un creux en 2006, à 26,5 Mds CNY d'actifs sous gestion, ses activités paraissent repartir. Elle détient 46,4 Mds CNY sous gestion en octobre 2007.

Hua An est la seule parmi les cinq sociétés pionnières à ne pas détenir de mandat pour la gestion du Fonds national de Sécurité sociale (FNSS) en raison de son implication dans le scandale du Fonds de pension de Shanghai Le scandale a également conduit en 2006 à la démission de son Président, Wang Chengming, et de son Directeur général, Han Fanghe.

Dates importantes

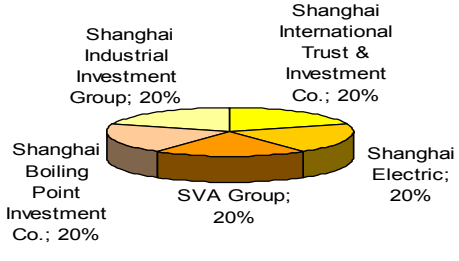
En septembre 2001, Hua An lance un des premiers fonds ouverts de Chine.

En décembre 2003, Hua An lance le premier fonds monétaire de Chine.

En septembre 2006 : Hua An, qui a établi un partenariat stratégique avec Lehman Brothers, a été le premier gestionnaire de fonds à recevoir une licence QDII. En novembre 2006, lors du lancement de son premier fonds QDII, investi principalement sur les marchés obligataires et monétaires étrangers, Hua An International ne parvient à lever que 200 Ms USD, soit moins de la moitié du plafond de sa licence QDII. Il faudra attendre un an pour que la CSRC décide de relancer son programme QDII en faveur des gestionnaires de fonds.

L'actualité 2007 de Hua An a surtout été marquée par la condamnation, en septembre 2007, de son Directeur général, Han Fanghe, à 18 ans de prison, pour avoir perçu 4 Ms CNY en pots de vin dans l'affaire de détournements du Fonds de pension de Shanghai. 2007 est l'année du décrochage de Hua An dans le classement général des gestionnaires. Parmi les 5 premiers en 2006, il se retrouve, en octobre 2007, à la 17ème place.

Actionnariat à fin 2006



Gouvernance

YU Miaogen, Directeur général et Président par intérim
Auparavant directeur adjoint de Shanghai ITIC. Il a été formé en Allemagne.

Annexe
3

Les sociétés de bourse

Classement des sociétés de bourse	**158**
China Galaxy Securities	**159**
Guotai Junan	**161**
Shenyin & Wanguo (SYWG)	**163**
Guang Fa Securities (GF Securities)	**165**
CITIC Securities	**167**
Haitong Securities	**169**
China International Capital Co. (CICC)	**171**
Hongyuan Securities	**173**

Classement comparé des sociétés de bourse chinoises

Classement des sociétés de bourse en fonction de leurs parts de marché dans le courtage (2006)		
Rang	**Société de bourse**	**Part de marché**
1	China Galaxy Securities	6,94 %
2	Guotai Junan Securities	6,38 %
3	Shenyin & Wanguo (SYWG)	5,12 %
4	Guang Fa Securities	5,11 %
5	Guosen/ Guo Xin Securities	5,05 %
6	China Merchants Securities	3,95 %
7	Haitong Securities	3,64 %
8	China Securities Co. Ltd.	3,46 %
9	Huai Tai Securities Co. Ltd.	3,18 %
10	CITIC Securities	2,61 %
11	Everbright Securities Co. Ltd.	2,56 %
12	Dong Fang Securities Co. Ltd	2,29 %
13	China Jianyin Investment	2,21 %
14	Lian He Securities Co. Ltd.	1,61 %
15	Chang Jiang Securities Co. Ltd.	1,54 %
16	Industrial Securities Co. Ltd.	1,46 %
17	CITIC Jintong Securities Co. Ltd.	1,40 %
18	BOCI	1,25 %
19	Hua Xi Securities Co. Ltd	1,24 %
20	Ping An Securities Ltd. Co.	1,16 %
Source : SAC		

Classement des sociétés de bourse en fonction de leurs parts de marché dans la souscription de titres (2006)		
Rang	**Société de bourse**	**Part de marché**
1	CICC	27,33 %
2	CITIC Securities	20,66 %
3	Guotai Junan Securities	11,41 %
4	China Galaxy Securities	10,04 %
5	BOCI	8,06 %
6	Shenyin & Wanguo (SYWG)	4,66 %
7	China Merchants Securities	2,17 %
8	Guosen/ Guo Xin Securities	2,03 %
9	Everbright Securities Co. Ltd.	1,34 %
10	Guang Fa Securities	1,29 %
11	First Capital Securities	1,22 %
12	Haitong Securities	1,07 %
13	Chang Jiang Securities Co. Ltd.	1,03 %
14	Great Wall Securities Co. Ltd	0,89 %
15	Ping An Securities	0,76 %
16	China Securities	0,75 %
17	Founder Securities	0,66 %
18	Beijing Capital Securities	0,59 %
19	South West Securities	0,33 %
20	China Euro Securities	0,32 %
Source: SAC		

Classement des sociétés de bourse en fonction de leur actif total (2006, Mds CNY)		
Rang	**Société de bourse**	**Actifs**
1	Galaxy Securities	43 202
2	Guotai Junan Securities	37 530
3	SYWG Securities	34 638
4	CITIC Securities	31 594
5	Guang Fa Securities	30 059
6	Haitong Securities	23 446
7	Hua Tai Securities	20 017
8	China Merchants Securities	18 797
9	Dong Fang Securities	14 932
10	Guo Xin securities	14 336
11	Everbright Securities	13 689
12	China Jianyin Investment	13 187
13	Chang Jiang Securities	9 887
14	CICC	9 369
15	Ping An Securities	8 853
16	Lian He Securities	7 912
17	Guo Yuan Securities	7 856
18	Shanghai Securities	7 635
19	Hong Yuan Securities	7 601
20	BOCI	6 936
Source: SAC		

Classement des sociétés de bourse en fonction de leurs actifs nets (2006, en Mds USD)		
Rang	**Société de bourse**	**Actifs nets**
1	CITIC Securities	10 577
2	China Merchants Securities	3 533
3	Hong Yuan Securities	3 105
4	Guo Xin Securities	2 909
5	Guang Fa Securities	2 903
6	Everbright Securities	2 818
7	Hua Tai Securities	2 493
8	Shenyin & Wanguo Securities	2 337
9	Dong Fang Securities	2 324
10	Guotai Junan Securities	2 286
11	Haitong Securities	2 283
12	CICC	2 248
13	Guo Yuan Securities	1 928
14	Hong Ta Securities	1 893
15	Chang Jiang Securities	1 873
16	Ping An Securities	1 756
17	China Jianyin Securities	1 501
18	BOCI	1 416
19	West China Securities	1 356
20	Shanghai securities	1 205
Source: SAC		

China Galaxy Securities

Présentation générale

Fondée en août 2000 avec un capital social de 4,5 Mds CNY (0,6 Mds USD) China Galaxy Securities est devenue la première société de bourse en termes de part de marché dans les activités de courtage.

La société basée à Pékin, compte plus de 5 000 employés et 3,8 millions de clients. Elle dispose de 167 succursales et de 214 points de vente, répartis dans 29 provinces et 63 villes.

A la suite de la restructuration de décembre 2006, son capital a été porté à 6 Mds CNY (0,8 Mds USD)

Elle gère un total de 400 Mds CNY (53,3 Mds USD) d'actifs.

Son capital est détenu majoritairement par China's Central Huijin Investment, la structure de recapitalisation à partir des réserves de change.

China Galaxy Securities Holding est actuellement dirigé par ZHU Li, qui est également Président de la Securities Association de Pékin.

Activités

La gamme de ses activités inclut le courtage, la banque d'investissement et la gestion d'actifs.

Galaxy Securities fait partie des nombreuses sociétés de bourse chinoises ayant été au bord de la faillite en 2005, en raison de la chute des marchés financiers. Ses fonds sous gestion ayant vu leur valeur s'écrouler, Galaxy Securities a dû abandonner une part de son capital pour rembourser ses clients. Shanghai Pharmaceuticals a ainsi pu obtenir 10 Ms d'actions en compensation de son dépôt non remboursé de 50 Ms CNY.

Depuis la société s'est redressée et occupe le 1er rang chinois pour ses activités de courtage. En 2006, le revenu total de ses activités de courtage et de banque d'investissement s'est élevé à 3,4 Mds CNY (0,45 Mds USD) pour un bénéfice net de 1,63 Mds CNY (0,2 Mds USD). A elles seules, les activités de courtage portant sur un volume de 1 900 Mds CNY (253 Mds USD), ont rapporté un revenu de 2,6 Mds CNY.

Au 1er semestre 2007, Galaxy Securities demeure la première société de bourse pour ses activités de courtage avec un revenu en forte hausse a environ 5Mds CNY (0,6 Mds USD).

Actualité

Mars 2006 : Galaxy est contrainte d'offrir 10 Ms d'actions à Shanghai Pharmaceuticals pour compenser la non-restitution de 50 Ms CNY pris en dépôts par le courtier en 2000. Cette transaction valorise de fait l'action China Galaxy à 5 CNY.

Mai 2006 : lancement d'une joint-venture avec ABN-Amro pour les activités de futures dans laquelle Galaxy conserve un contrôle majoritaire (60 %).

Avril 2007 :PICC Property and Casualty Insurance Co. (PICC P & C) renonce au remboursement de 588 Ms CNY de bons du Trésor que Galaxy avait en

dépôts contre une participation de 1,96 % dans le courtier. Galaxy n'était pas en en mesure de procéder à la restitution.

Juin 2007 : Probable injection de 10 Mds CNY (1,2 Mds USD) par Huijin dans Galaxy.

Juillet 2007 : Annonce d'un objectif d'introduction en bourse en 2008. Galaxy serait exemptée de présenter un historique de résultats bénéficiaires sur 3 ans.

Août 2007 :

- Annonce d'un accord de coopération avec China Construction Bank portant sur le logement et la gestion de comptes titre.
- Dépôt officiel d'une candidature en vue de son introduction en bourse.

Octobre 2007 : Galaxy annonce rechercher de nouveaux partenaires à la suite des réorganisations en cours dans les activités d'ABN Amro susceptibles d'affecter la joint-venture dans les activités de futures.

Guotai Junan

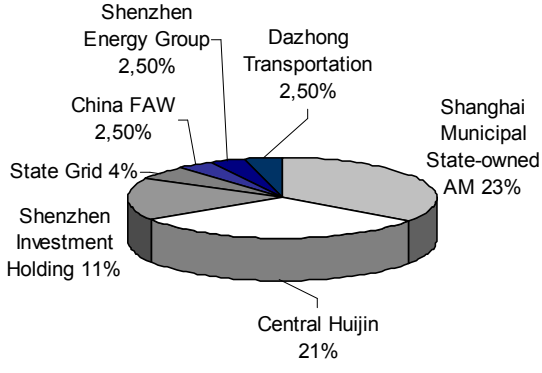
Présentation générale

Fondé le 18 août 1999, Guotai Junan est né du rapprochement entre la Guotai Securities Co. et la J&A Securities Co. La société a un capital social de 4,7 Mds CNY. Elle emploie plus de 4 000 personnes.

Basé à Shanghai, Guotai Junan s'appuie sur un réseau national de plus d'une centaine d'agences dans 30 provinces. La société est présente à Hong Kong avec sa filiale à 100%, Guotai Junan Securities (Hong Kong).

En septembre 2005, China Central Huijin approuve la recapitalisation de la société de bourse, y injecte 1 Mds CNY et lui accorde un prêt de 1,5 Mds CNY (0,2 Mds USD). En échange, Huijin se voit accorder 1 milliard de nouvelles actions et devient le deuxième actionnaire (21%) derrière la Shanghai Municipal State-owned Asset Management (23%). Le plan de recapitalisation prévoit la sortie de Huijin du capital de la société en 2008.

Actionnaires principaux - Guotai Junan



Zhu Youyi est l'actuel Chairman et Directeur Général de la société.

Activités

La société est l'une des plus performantes sur le marché de l'intermédiation pour le secteur de la gestion d'actifs. 20% du montant de ses transactions sont réalisées en ligne à partir du site Internet de la société, ce qui place la société au premier rang en termes de transactions en ligne. Son activité se concentre principalement dans les régions de Canton et de Shanghai. Plus de la moitié des revenus de courtage proviennent ainsi de ces deux villes.

Elle possède une solide expertise dans les activités de gestion de fonds grâce à Guotai Junan Allianz Fund, joint venture fondée en partenariat avec le groupe allemand Allianz AG, et détenue à hauteur de 67%.

Elle est également l'une des plus actives dans l'activité des garanties de placement (*Underwriting*). Durant les 5 dernières années, la compagnie a

participé au lancement de près de 90 titres pour une valeur totale de plus de 50 Mds CNY. Depuis sa création, Guotai Junan a également participé au lancement de plus de 90 fonds à placement ouverts d'une valeur totale de plus de 7 Mds CNY.

En 2006, Guotai Junan a réalisé un profit net de 1,51 Mds CNY (201,7 Ms USD) contre 11,09 Ms CNY en 2005.

Pour le 1er semestre 2007, dans le contexte de flambée boursière, le revenu s'est élevé à 6,65 Mds CNY, dont 4,5 Mds CNY en revenus de commissions et 0,7 Mds CNY pour les activités de banque d'investissement. Le bénéfice net s'inscrit de nouveau en forte hausse à 3,92 Mds CNY (0,52 Mds USD), la meilleure performance des sociétés de bourse.

Actualité

Juin 2006 : Guotai Junan prévoit la cotation de sa filiale hongkongaise, Guotai Junan Financial Holdings au cours de l'année 2007 sur la bourse de Hong Kong. Cette filiale a dégagé un bénéfice net de 10,57 Ms USD pour 2005.

Septembre 2006 : Guotai Junan annonce son intention de racheter la société de courtage Perfect Futures Brokerage Co.

Août 2007: La CSRC donne son accord pour le rachat de la totalité des parts de Perfect Futures Brokerage Co et pour l'augmentation de son capital de 100 Ms CNY à 160 Ms CNY. La société prend le nom de Guotai Junan Futures Co.

Octobre 2007: Guotai Junan Securities obtient une licence QDII lui permettant d'investir sur les places étrangères. La société attend encore la validation de ses produits d'investissement. Sinopec annonce la vente de la totalité de sa participation (0,68 %) dans Guotai Junan securities.

Shenyin & Wanguo (SYWG)

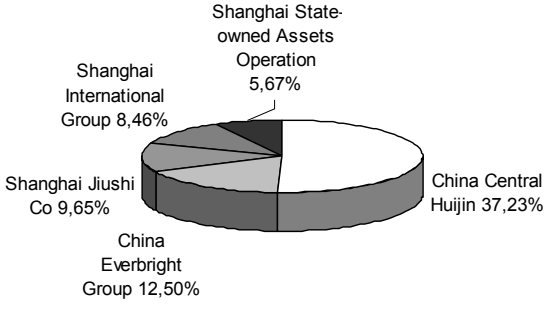
Présentation générale

Fondé en septembre 1996, Shenyin & Wanguo Securities a un capital social s'élevant à 6,7 Mds CNY. Basée à Shanghai, la société est le résultat de la fusion entre Shenyin Securities et Shanghai International Securities Company. Elle s'appuie sur un réseau de plus d'une centaine d'espaces boursiers et emploie actuellement plus de 2 800 salariés.

SYWG Securities possède une filiale à Hong Kong (Shenyin & Wanguo Group Co.) et une filiale cotée Shenyin & Wanguo Ltd. Elle est l'un des principaux actionnaires de Fullgoal Fund Management, qu'elle détient à hauteur de 27%.

En août 2005, China Central Huijin a injecté 2,5 Mds CNY dans SYWG Securities, devenant ainsi le principal actionnaire du courtier chinois (37%). Ce plan de recapitalisation répond à la mauvaise situation financière de la société. La sortie de Central Huijin du capital de SYWG est prévue pour courant 2008.

Actionnaires principaux - SYWG Securities



DING Guorong est l'actuel président du conseil d'administration de SYWG Securities. FENG Guorong est le directeur général de la société. Il a précédemment occupé le poste de gouverneur de la Everbright Bank à Shanghai.

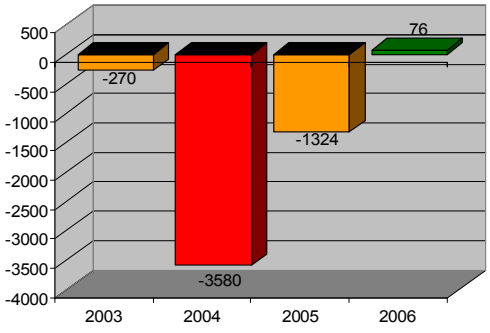
Activités

En 2007, SYWG Securities se classe troisième en termes de part de marché dans les activités de courtage. La société est également deuxième en termes d'actifs, totalisant près de 35 Mds CNY d'actifs.

La société a été présente dans le domaine de la gestion d'actifs à travers SYWG BNP Paribas Asset Management. Cette joint-venture, crée en janvier 2004, était détenue à 67% par SYWG Securities et à 33% par BNP Paribas Asset Management. Le partenariat a pris fin en avril 2007.

En mars 2005, SYWG Securities a également signé un accord de partenariat avec la banque japonaise Mizuho, portant sur des activités de conseil en fusion-acquisition.

Après plusieurs années de mauvaises performances financières, la société a renoué avec les profits en 2006, grâce à une meilleure gestion et à sa recapitalisation a hauteur de 2,5 Mds CNY par Huijin.



En 2006, le revenu a atteint 1,9 Mds CNY (253 Ms USD) pour un bénéfice net de 1,25 MdsCNY. La marge brute d'exploitation a atteint 42 % et la marge bénéficiaire nette 40 %. Le rendement de l'actif pour l'année 2006 est de 5,03 % et le rendement du capital social 16,3 %.

Pour le 1er semestre 2007, le profit s'élève à près de 4,43 Mds CMY (591 Ms USD) avec un revenu de 5,83 Mds CNY. SYWG a notamment gagné 4,41 Mds CNY en commission de courtage contre 0,7 Ms CNY l'année précédente, grâce à l'augmentation du volume des opérations sur les marchés chinois.

Actualité

Décembre 2006 : SYWG Securities devient la première société de Securities membre du Shanghai Gold Exchange. Cet accord permet à la société d'avoir accès à de nouveaux produits, comme les obligations indexées sur le cours de l'or.

Mai 2007 : La Financial Securities Commission (FSC) de Taiwan interdit à SYWG de développer son activité sur l'île. La FSC interdit aussi à toute société de bourse taïwanaise d'agir comme intermédiaire pour SYWG.

Juin 2007 : Le Shanghai Gold Exchange approuve la candidature de SYWG, qui devient la première société de courtage membre.

Août 2007 :

- Signature d'un accord avec Bank of China pour le développement de services de gestion pour compte de tiers. Les clients pourront aussi bénéficier de l'ensemble des services financiers de la société de courtage.
- La CSRC approuve l'acquisition de 70 % de la société de courtage Tianyi Futures pour un montant 70 Ms CNY. La société devrait demander l'autorisation d'opérer sur le CFFE.

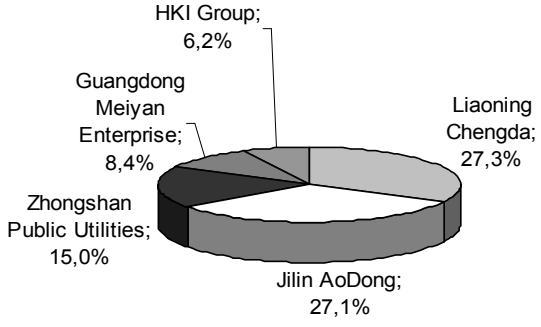
Septembre 2007 : SYWG annonce vouloir servir d'intermédiaire aux investisseurs chinois pour l'achat de titres cotés à Hong Kong.

Guang Fa Securities (GF Securities)

Présentation générale

Fondé en Septembre 1991, GF Securities possède un capital social de 2 Mds CNY. Basée à Canton, elle emploie plus de 1 700 employés à travers une centaine d'agences.

Actionnaires principaux - GF Securities



En 2006, une tentative de cotation par fusion avec Yan Bian Highways a échoué en raison d'irrégularités révélées par la CSRC dans la gestion de Jilin Aodong Medecine, l'actionnaire principal des deux entreprises.

LI Jiaoyong est l'actuel président de GF Securities.

Activités

GF Securities, la 6ème société de bourse pour les activités de courtage est l'une des sociétés les plus profitables du secteur.

Comparativement aux autres acteurs du secteur, les sources de revenus de Guangfa Securities sont plus diversifiées. 59% de ses revenus proviennent des commissions et frais de courtage et, contrairement aux autres sociétés, son activité de gestion pour compte propre est assez saine. Son activité de garantie de placement (*underwriting*) est aussi en progression.

En 2006, GF Securities a affiché des revenus de 2,9 Mds CNY (386 Ms USD), soit un profit de 1,23 Mds CNY (164 Ms USD) équivalant à 8 fois les profits de l'année 2005.

Au cours du 1er semestre 2007, Guangfa Securities réalise la 3ème meilleure performance des sociétés de bourse en termes de bénéfice net avec 3,1 Mds CNY (0,4 Mds USD).

Dates importantes

Septembre 2006 : GF Securities annonce sa prochaine introduction en bourse. Cette opération se fera sous la forme d'une prise de contrôle inversée (*reverse buy out*) de la Yan Bian Road Construction Co., détenu à 27,9 % par Jilin Aodong, deuxième actionnaire de GF Securities.

Avril 2006 : GF Securities rachète les activités de banque d'investissement de First Securities et met ainsi la main sur ses 16 agences. Cette opération est la

première acquisition entre deux sociétés de bourse et rentre dans la stratégie de concentration des acteurs du secteur souhaitée par la CSRC.

Juin 2007 : Démission du Président DONG Zhenqing après l'échec de la fusion avec Yan Bian Road Construction Co. et les révélations concernant la participation que son frère avait dans Yan Bian.

Août 2007 : Le Shanghai Stock Exchange a sélectionné GF Securities pour opérer sur la nouvelle plateforme électronique d'échange d'obligations.

CITIC Securities

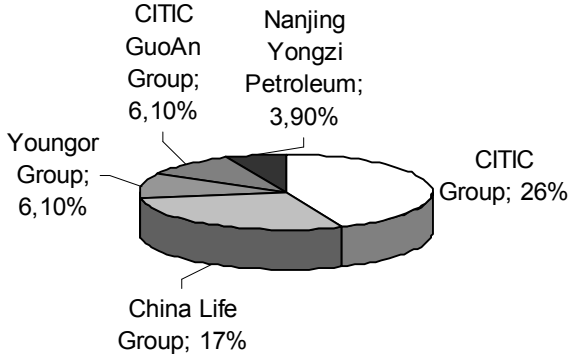
Présentation générale

Fondée en octobre 1995, CITIC Securities possède un capital social de 3 Mds CNY. Basée à Pékin, la société possède 4 filiales à 100 % : CITIC-Jiantou Securities, CITIC-Wantou Securities, CITIC-Jintong Securities et CITIC Securities (Hong Kong). CITIC Securities s'appuie également sur un réseau de plus de 150 agences à travers le pays.

WANG Dongming est l'actuel Chairman de CITIC Securities. Il est également membre du directoire et directeur assistant de CITIC Group. Il avait précédemment occupé le poste de responsable du département Securities chez CITIC.

La moitié des 150 agences se trouvent dans la région de Shanghai, du Jiangsu, de Pékin, du Shandong et du Guangdong.

Actionnaires principaux - CITIC Securities



Activités

Malgré une place modeste dans le courtage, avec 2,6 % de part de marché (10ème rang), la société n'en reste pas moins la plus profitable du secteur. Avec 2,4 Mds CNY de bénéfice net en 2006, contre 400 Ms CNY en 2005 (en hausse de +470 %), ses activités en banque d'investissement lui permettent d'afficher de très bonnes performances financières.

Sur les neufs premiers mois 2007, la croissance de ses bénéfices s'élève à 750 %, à 8,36 Mds CNY. UBS prévoit qu'en 2010, le bénéfice net de CITIC Securities devrait dépasser les 20 Mds CNY.

CITIC Securities se positionne comme le deuxième spécialiste chinois en banque d'investissement, avec 21 % de part de marché, derrière CICC à 27 %. Depuis le début de l'année, CITIC a reçu mandat pour 10 IPO.

La performance du titre CITIC coté à Shanghai est très forte, certainement survalorisée, avec un PER actuel de 252. Son ROE de 23,8 % en 2006 est estimé actuellement à 42 %.

Actualité

Janvier 2003 : la société est introduite à la bourse de Shanghai et réussit à lever 1,76 Mds CNY. 74 % de son capital est flottant pour une capitalisation totale de 361 Mds CNY à la mi-octobre 2007.

Octobre 2006 : CITIC Securities achète 20 % du capital à China Asset Management. Après cette opération, CITIC Securities détient 40,7 % de China AMC et devient ainsi son actionnaire de référence. En Juillet 2006, CITIC Securities augmente également sa participation dans CITIC Fund Management à 51%.

Novembre 2006 : China Life, entre au capital de CITIC Securities grâce à l'acquisition de 17 % des parts lors de nouvelles émissions d'actions pour un montant total de 4,65 Mds CNY. 12 % des parts sont détenus par China Life Insurance alors que China Life Group en détient 5 %.

Novembre 2006 : CITIC Securities rachète Jintong Securities pour 796 Ms CNY. La société, basée dans la province du Zhejiang, a un capital social de 885 Ms CNY et sera renommée CITIC Jintong Securities.

Octobre 2007 : CITIC Securities annonce son intention de porter sa participation dans China AMC de 41 à 61 %.

Fin octobre 2007 : CITIC Securities noue une alliance stratégique avec la banque d'affaire américaine **Bear Stearns**. L'accord prévoit un échange de titres à hauteur de 1 Md USD et la création d'une joint-venture qui opérera d'abord à Hong Kong, puis à Tokyo et Singapour.

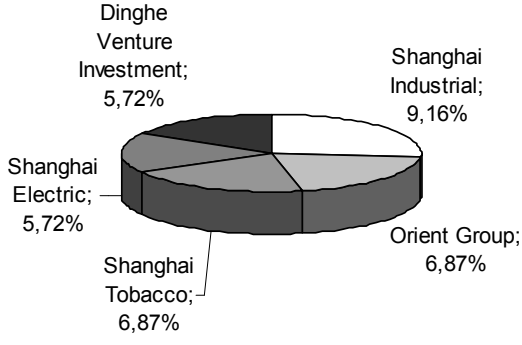
Haitong Securities

Présentation générale

Fondé en 1988 à Shanghai, Haitong Securities est l'une des plus anciennes sociétés du secteur. Avec 2 millions de clients, elle s'appuie sur un réseau national de plus de 124 agences, réparties dans plus de 46 villes à travers le pays. Haitong Securities compte 448 employés.

La société possède 67% de participation dans un fonds de *private equity* créé en joint-venture avec Fortis Investment Management. Elle détient aussi 51 % dans Fortis-Haitong Investment management Co., un gestionnaire de fonds.

Actionnaires principaux - Haitong Securities



Aucun actionnaire ne possède plus de 10% de participation dans la société. Les actionnaires de référence sont Shanghai Industrial et Orient Group. Le reste de la société est détenu par plus d'une cinquantaine de petits actionnaires.

La société est introduite en bourse en juin 2007, en fusionnant avec la société d'agroalimentaire Shanghai Urban Agro-Business. Elle est cotée depuis juillet 2007, avec un capital enregistré de 3,4 Mds CNY (453 Ms USD).

WANG Kaiguo est l'actuel Président et Directeur général de la Haitong Securities. Il est également un des administrateurs de la Bourse de Shanghai.

Activités

Depuis sa fusion avec Shanghai Urban Agro-Business, Haitong Securities réalise la majeure partie de son chiffre d'affaire dans la vente de produits agricoles et pharmaceutiques. Dans le domaine financier, ses activités incluent le courtage, la gestion d'actifs et la banque d'investissement. En 2005, l'acquisition de Yellow Sea Futures, renommé, Haifu Futures, lui a permis de développer son activité dans le domaine des futures.

Haitong Securities a toujours fait partie des sociétés les plus performantes de son secteur. La société est leader du secteur dès 2000 en termes de bénéfice net et d'actifs nets. Elle est classée par la SAC dans la catégorie supérieure des sociétés de bourse « innovantes » depuis 2005. Haitong securities gère plus de 2 Mds CNY (0,3 Mds USD) pour ses clients. Depuis 2005, elle est la seule société de courtage s'étant vu attribué la notation M2 par Fitch.

En 2006, Haitong Securities a enregistré un bénéfice net de 650 Ms CNY (85 Mds USD). Le dividende versé en août 2007 pour l'année 2006 s'est élevé à 0,3 CNY (0,04 USD) par action, soit un total de 107 Ms CNY (14,3 Ms USD)

Le chiffre d'affaire pour le premier semestre 2007 a triplé, à 4,8 Mds CNY, en raison du doublement du volume des opérations de courtage. En juin 2007, la marge opérationnelle est en forte augmentation à 70,66 %, alors qu'elle était négative en 2006.

Sur les 9 premiers mois 2007, le revenu d'exploitation a atteint 8,33 Mds CNY (1,1 Mds USD) contre 1,63 Mds CNY l'année précédente. Le bénéfice net s'élève à 4,10 Mds CNY sur la période, le revenu par action à 1,21 CNY et le taux de rentabilité a 22,78 %.

Actualité

Juin 2006 : Haitong Securities signe un accord de partenariat avec la banque hollandaise ABN Amro dans la perspective d'une prise de participation future de la banque néerlandaise dans le courtier chinois. Début 2006, des pourparlers ont également été engagés avec la Bank of Montreal.

Octobre 2006 : Haitong Securities annonce un projet d'introduction en bourse sous la forme d'une prise de contrôle inversée (*reverse buyout*) de la Shanghai Urban Agro-Business Co., une société d'agroalimentaire basée à Shanghai.

Janvier 2007 : annonce d'un projet de swap d'une action Haitong Securities contre 0,37 action Shanghai Urban Agro Business.

Juin 2007 : La CSRC approuve la cotation de Haitong Securities sous la forme d'une fusion avec Shanghai Urban Agro-Business Co. Le projet de fusion prévoit l'augmentation du nombre d'actions Haitong Securities à 3,4 Mds après l'attribution d'un milliard d'actions supplémentaires à des investisseurs stratégiques.

Juillet 2007 :

- La CSRC approuve l'établissement d'une holding à Hong Kong sous le nom Haitong Securities Holding Ltd. Elle sera dotée d'un capital de 100 Ms HKD (12,8 Ms USD). Cette unité pourra notamment servir la demande croissante d'actions H des investisseurs de Chine continentale.
- Augmentation de capital pour un montant de 13,15 Mds CNY (1,73 Mds USD) auprès de 10 investisseurs institutionnels

Août 2007 : Début de la cotation de Haitong sous le nom Haitong Securities Co.

Septembre 2007 : Nouvelle annonce d'une levée de fonds d'un montant record de 26 Mds CNY (3,5 Mds USD) auprès d'investisseurs institutionnels.

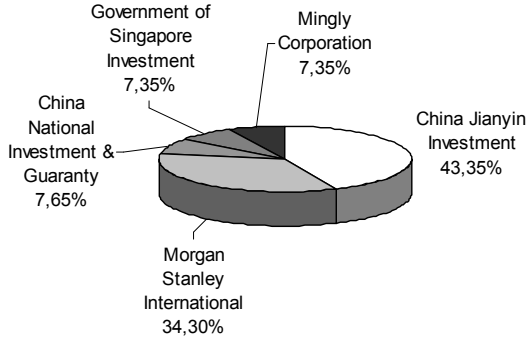
China International Capital Co. (CICC)

Présentation générale

En 1995, CICC est née d'un partenariat entre China Construction Bank et la banque d'investissement Morgan Stanley. La société au capital social de 125 Ms USD, est la première joint venture du secteur. Elle est basée à Pékin.

En Septembre 2004, China Construction Bank sort du capital de CICC. Ses 43% de participations sont cédées à l'entreprise d'Etat China Jianyi Investment, qui détient 10,65% de participation dans la CCB.

CICC - Principaux actionnaires



WANG Jianyi est l'actuel président du conseil d'administration de CICC.

ZHU Yong est l'actuel directeur général de CICC. Fils de l'ancien Premier Ministre Zhu Rongji, il a occupé précédemment le poste de président du conseil d'administration de Jianyi Investment.

Activités

Profitant de l'expertise du groupe américain, la CICC se positionne comme le **spécialiste chinois des activités de banque d'investissement**. Depuis sa création, CICC a arrangé pour ses clients près de 104,12 Mds USD en participation financière, 21,57 Mds USD en financement par endettement et 80,93 Mds USD en fusions et acquisitions. De plus, la société prend part à la plupart des opérations d'*underwriting* pour les IPO des sociétés chinoises lancées sur les marchés internationaux.

Principales IPOs sur les marchés étrangers arrangés par CICC

Année	Société	Fonds levés (en Mds USD)
2000	China Unicom	5,65
2000	China Mobile	6,87
2003	China Life Insurance	3,47
2004	China Telecom	1,72
2005	China Shenhua	3,27
2005	CCB	9,2
2006	Merchants Bank	2,66
2006	ICBC	21,9

CICC est la société la plus profitable du secteur. CICC qui possède un quasi monopole des activités de souscription, profite de la croissance exponentielle des IPO chinoises pour afficher des résultats exceptionnels. Cependant, la position dominante occupée par CICC est de plus en plus critiquée.

CICC est également un acteur majeur pour les opérations de financement des entreprises d'Etat.

CICC a annoncé des résultats record pour le 1er semestre 2007, avec un revenu d'exploitation de 2 Mds CNY (0,27 Mds USD), soit une hausse de 85 %. Le revenu des commissions de courtage s'est élevé à 576 Ms CNY (+91 %), et celui des activités de souscription à 923 Ms CNY (+262 %). Le bénéfice net a atteint 461,4 Ms CNY (61 Ms USD), en hausse de 66 %.

Dates importantes

Mars 2006 : CICC devient la 1ère société de bourse à avoir l'autorisation d'opérer sur les marchés étrangers. En effet, la société peut désormais échanger des produits cotés sur les marchés étrangers dans la limite de 3 Ms USD. Cependant, à la différence d'une licence QDII, cette autorisation ne s'applique pour l'instant qu'à une gamme limitée de produits, bons du trésor et produits obligataires notamment.

Septembre 2006 : China Reinsurance a choisi CICC, ainsi que CITIC Securities, pour arranger sa future offre publique prévue pour 2007 sur le marché de Shanghai. Par ailleurs, CICC fait aussi parti des trois sociétés de bourse sélectionnée par China Life en vue de sa prochaine IPO en 2007 sur la bourse de Shanghai.

Juillet 2007 : CICC est la première société de bourse à devenir membre du marché de swap de taux d'intérêt en yuan (IRS).

Août 2007 : CICC devient la première société de bourse à se voir accorder une licence QDII lui permettant d'investir sur les marchés étrangers.

Septembre 2007 : La CSRC approuve la constitution par CICC d'une structure de private equity.

Hongyuan Securities

Présentation

Xinjiang Hongyuan Securities a été créé le 21 avril 1993 dans la province autonome du Xinjiang, à Urumqi avec un capital social enregistré de 175 Ms CNY. La société détient à 100 % une filiale également basée à Urumqi dans le commerce de métaux, de produits électriques et mécaniques, et dans les équipements médicaux et pharmaceutiques.

Petite société de courtage, elle fut la toute première à se coter en bourse à Shenzhen en 1994. En 2000, elle change de nom pour devenir Hongyuan Securities.

66,7 % du capital de Hongyuan est détenu par le fonds Jianyin Investment, qui a renfloué la société de bourse à hauteur de 2,6 Mds CNY. Jianyin Investment est un fonds de recapitalisation détenu à 100 % par Huijin. Les 33,3 % restants sont flottants, cotés à la bourse de Shenzhen.

Activités

Plus de 90 % des revenus de Hongyuan Securities proviennent du courtage. Les actifs sous gestion de la société sont estimés à 23,4 Mds CNY en octobre 2007, en hausse de 7,84 Mds CNY par rapport à fin 2006. Son bénéfice net est de 946 Ms CNY.

La flambée boursière est seule à expliquer la valorisation actuelle de Hongyuan, 75 Mds CNY à fin octobre 2007.

Son bénéfice par action s'élève, sur les 9 premiers mois de l'année, à 0,6475 CNY par action, contre 0,0239 CNY en 2006. Son PER s'élève à fin octobre 2007 à 785 pour un ROE de 31,7 %.sur les trois premiers trimestres.

Actualité

1er janvier 2006 : le capital social est porté à 608 Ms CNY ;

14 juin 2006 : Jianyin achète 66,7 % de Hongyuan Securities et y injecte 2,6 Mds CNY pour couvrir ses énormes pertes, dont le montant n'a pas été divulgué ;

Mai 2007 : le PER de Hongyuan dépasse les 900.

Glossaire

Actions A : Libellées en monnaie locales, elles ne sont accessibles qu'aux seuls ressortissants chinois continentaux et à quelques investisseurs étrangers qualifiés (cf. QFII).

Actions B : Libellées en HKD ou en USD, elles sont accessibles à l'ensemble des investisseurs étrangers et continentaux (depuis 2001).

Actions G : Actions des entreprises ayant conduit la réforme de leurs titres non-échangeables. La lettre G correspond au mot pinyin *Gugai* (gu 股 action et gai 改 réforme, que l'on pourrait traduire par action réformée). Depuis le lancement de la réforme en 2005, l'ensemble des actions sont devenues potentiellement échangeables, mais gelées d'ici la fin de la période transitoire, prévue pour 2008-2009 selon les titres.

Actions H : titres d'entreprises enregistrées en République Populaire de Chine et possédant une autorisation de cotation à Hong Kong. L'indice Hang Seng China Enterprise, qui regroupe les principales capitalisations des valeurs H, est composé de 38 titres. Au total, plus de 150 titres H sont cotés à la bourse de Hong Kong.

China Securities Regulatory Commission (CSRC) : autorité de régulation des marchés financiers, créée en 1992. Cette compétence relevait auparavant de la banque centrale. Elle est dirigée par un Président, 5 vice-Président et 3 Présidents assistants. Son siège est à Pékin, mais elle dispose de 38 bureaux régionaux et locaux. Fin 2006, elle comptait 1711 agents.

Dalian Commodity Exchange (DCE) : a été créée en 1993. La DCE est une bourse de contrats à terme, qui traite essentiellement des contrats sur graine de soja (le plus actif) et de tourteaux.

Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) : licence délivrée par la CSRC à des institutions financières locales ou étrangères opérant en Chine, permettant d'investir de Chine continentale vers les marchés financiers étrangers. Le détenteur de la licence doit obtenir un quota de devises auprès de la SAFE.

Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) : licence délivrée par la CSRC à des institutions financières étrangères, permettant d'investir sur les marchés de capitaux continentaux, qu'il s'agisse du marché d'actions A, du marché obligataire, mais également en bons du trésor et dettes d'Etat. Le détenteur de la licence doit obtenir un quota de CNY auprès de la SAFE.

Red Chips : nom donné aux grandes capitalisations cotées à Hong Kong et dont le capital est détenu au moins pour 35 % par des résidents de Chine continentale et dont le principal actionnaire est chinois. L'indice Hang Seng China Affiliated (indice Red Chips) comprend 27 entreprises.

State Administration of Foreign Exchange (SAFE) : administration directement rattachée à la PBoC (la Banque centrale chinoise), elle assure le contrôle des changes et gère les réserves de devises du pays. Elle détermine le montant des quotas QFII/QDII nécessaires pour investir en Chine ou à l'étranger.

State-Owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC) : placée sous l'autorité du Conseil des affaires d'Etat, la SASAC a pour mission de préserver et de valoriser les actifs des entreprises publiques non-financières. Elle représente l'Etat dans son rôle d'actionnaire. A la fin 2006, la SASAC contrôlait directement les 160 plus importantes entreprises publiques (cumulant 1 600 Mds USD d'actifs).

Securities Association of China (SAC) : créée en 1991, il s'agit de l'organisation professionnelle des marchés de Chine continentale. Elle assure, dans la limite de ses 229 membres et de ses moyens, une fonction d'autorégulation de la profession.

Shanghai Stock Exchange (SSE) : créé le 26 novembre 1990, il s'agit du principal marché de Chine continentale. La cote est répartie en actions A libellées en monnaie locale, accessibles aux seuls ressortissants chinois et à quelques investisseurs étrangers qualifiés (QFII), et en actions B libellées en HKD et USD, ouvertes à tous. Fin octobre 2007, on dénombrait 857 entreprises cotées, pour 1 122 valeurs A et B à la cote.

Shanghai Futures Exchange (SHFE) : est le résultat de la fusion en 1999 de plusieurs marchés dérivés shanghaïens sur les métaux et céréales. Les transactions portent essentiellement sur le cuivre, l'aluminium et le caoutchouc.

Shenzhen Stock Exchange (SZE): créée le 1er décembre 1990, sa cote est également répartie en actions A et B, comme à la bourse de Shanghai. Fin octobre 2007, on dénombrait 644 entreprises cotées, pour 843 valeurs A et B à la cote.

Shenzhen's Small and Medium Enterprises Board (SMEB) : créé sur le modèle du *Hong Kong's Growth Enterprises Market*, il permet aux PME chinoises de s'introduire en bourse avec des conditions allégées. Les valeurs inscrites au SMEB sont libellées en CNY et réservées aux investisseurs nationaux ou détenteurs de licence QFII. En octobre 2007, on dénombrait 176 entreprises cotées sur ce marché.

Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE) : historiquement le premier marché dérivé chinois, il fut créé en octobre 1990. Les contrats échangés portent essentiellement sur le blé, le haricot et l'arachide.

Liste des abréviations et acronymes

ADR	American Depositary Receipt
ADS	American Depositary Share
AIM	Alternative Investment Market (LSE)
ASBE	Accounting Standards for Business Enterprises
BoC	Bank of China
BoCOM	Bank of Communications
CA	Conseil d'Administration
CBRC	China Banking Regulatory Commission
CCB	China Construction Bank
CFFE	China Financial Futures Exchange
CICC	China International Capital Corporation
CIRC	China Insurance Regulatory Commission
CITIC	China International Trust and Investment Corporation
CNOOC	China National Offshore Oil Corporation
CNY	Chinese Yuan
Corp.	Corporation
COSCO	China Ocean Shipping Corporation
CSRC	China Securities Regulatory Commission
DCE	Dalian Commodity Exchange
FED	Federal Reserve Bank
FMI	Fonds Monétaire International
FNSS	Fonds National de Sécurité Sociale
FTIC	Fortune Trust and Investment Corporation
GEM	Growth Enterprise Market
HK	Hong Kong
HKD	Hong Kong Dollar
HKMA	Hong Kong Monetary Authority
HKSE	Hong Kong Stock Exchange
HSBC	Hong Kong and Shanghai Banking Corporation
HSCEI	Hang Seng China Enterprise Index
HSCI	Hang Seng Composite Index
HSI	Hang Seng Index
ICBC	Industrial and Commercial Bank of China
IFRS	International Financial Accounting Standards
Intl.	International
IPO	Initial Public Offering
JV	Joint Venture
LSE	London Stock Exchange
Ltd	Limited
Mds	milliard
ME	Mission Economique
MoF	Ministry of Finance

MofCom	Ministry of Commerce
MoU	Memorandum of Understanding
Ms	million
NYSE	New York Stock Exchange
PBoC	People's Bank of China
pbs	point de base
PCC	Parti Communiste Chinois
PER	Price Earning Ratio
PIB	Produit Intérieur Brut
PME	Petites et Moyennes Entreprises
PRC	People's Republic of China
QDII	Qualified Domestic Institutional Investor
QFII	Qualified Foreign Institutional Investor
RPC	République Populaire de Chine
SAC	Securities Association of China
SAFE	State Administration of Foreign Exchange
SASAC	State-owned Assets Supervision and Administration Commission
SCI	Shanghai Composite Index
SCSC	State Council Securities Commission
SGAM	Societe Generale Asset Management
SHFE	Shanghai Futures Exchange
SIPF	Securities Investor Protection Fund
SME	Small and Middle Enterprises
SOE	State-Owned Enterprise
SSE	Shanghai Stock Exchange
SZE	Shenzhen Stock Exchange
USD	United States Dollar
ZCE	Zhengzhou Commodity Exchange