

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai



**Investing in China:
Analysis and
evaluation of Bank of
Santander's
investment in the Bank
of Shanghai**

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS (GADE)

AUTOR: JAVIER DOMINGO FERNÁNDEZ

DIRECTOR(A): MYRIAM GARCÍA OLALLA

FECHA DE PRESENTACIÓN: SEPTIEMBRE de 2015

ÍNDICE

1	RESUMEN	3
2	ABSTRACT	4
3	INTRODUCCIÓN	5
3.1	PRESENTACIÓN DE LOS BANCOS	5
3.2	MÉTODO DE VALORACIÓN	6
4	SISTEMA BANCARIO CHINO. CONTEXTUALIZACIÓN DE LA ECONOMÍA CHINA EN LA ECONOMÍA MUNDIAL.....	7
4.1	INTRODUCCIÓN.	7
4.2	El sector bancario chino.	8
4.2.1	Proceso de reforma.....	8
4.2.2	Estructura de la banca china comercial y funcionamiento.	10
4.3	El proceso de apertura a la competencia extranjera.....	13
4.3.1	Entrada mediante establecimiento propio: sucursales y filiales.	14
4.3.2	Adquisición de participaciones en entidades locales.	15
4.4	Perspectivas y oportunidades para la banca extranjera en la economía china. Situación actual y futura.	18
4.5	Conclusiones sobre la situación de la economía China.....	21
5	VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN	23
5.1	HIPÓTESIS DE PARTIDA.....	23
5.2	ESTIMACIÓN DE LOS FREE CASH FLOWS (FCF) DEL PERÍODO EXPLÍCITO Y DEL FCF NORMALIZADO.	25
5.3	ESTIMACIÓN DEL WACC	30
5.3.1	Coste de los fondos propios.....	30
5.3.2	Coste de los fondos ajenos	35
5.3.3	Cálculo del WACC.	36
5.4	VALOR ACTUAL DE LA INVERSIÓN	37
5.5	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	40
5.6	CONCLUSIONES DE LA PARTE PRÁCTICA.....	41
6	BIBLIOGRAFÍA	43
7	ANEXOS	48
7.1	ANEXO 1: CUENTAS ANUALES DEL BANK OF CHINA (fuente:bankofshanghai.com/en/index.shtml)	48
7.2	ANEXO 2: RENTABILIDADES DEL BoC Y DEL MERCADO	55

1 RESUMEN

El objetivo de este trabajo es valorar la inversión que ha realizado el Banco Santander en el Banco de Shanghai en la segunda mitad del año 2014 a través de la proyección de sus Flujos de Caja Libres en un periodo explícito de 5 años bajo un hipótesis que se establecerá en función de la información recabada de gran cantidad de artículos, análisis e informes sobre la situación macroeconómica pasada reciente, actual y futura.

La economía China es una de las más estudiadas por gran cantidad de analistas y economistas -entre ellos Michael Pettis- quizás porque, a pesar de ser un país emergente que está a punto de formar parte de los desarrollados, los cambios que se producen en ésta tienen un gran impacto sobre la economía mundial, y cuyos efectos se pueden ver en las caídas y repuntes de las mayores bolsas mundiales que se han visto afectadas por la volatilidad de bolsas chinas como el Shanghai Stock Exchange. Es por eso que antes de realizar la valoración de la inversión se va a hablar extensamente sobre esta economía y su sistema bancario.

Para realizar la valoración se va a contar con las cuentas anuales disponibles del Banco de Shanghai más recientes que engloban la información financiera de los años 2009 a 2014. Partiendo de esta información, se proyectarán las magnitudes necesarias para hallar los flujos de caja libres del periodo explícito (2015 a 2019), teniendo en cuenta que el momento en el que se realiza la inversión y su correspondiente desembolso inicial es en septiembre de 2014, mes en el que salió el último artículo referido a esta inversión del Banco Santander y, por lo tanto, en el que se confirma. Cabe señalar que para hallar el valor residual se utilizará el modelo Gordon-Sapiro, para el que se operará con una tasa de crecimiento "g" estimada más acorde con la situación económica esperada diferente a la del resto de magnitudes.

Después de proyectar los flujos de caja libres y calcular el valor terminal, se calculará la tasa de descuento WACC, calculando por separado el coste de los fondos propios y el de los fondos ajenos con la dificultad añadida de la falta de información para el cálculo del coste de los fondos propios al ser el Banco de Shanghai una empresa no cotizada.

Con todo lo necesario se hallará el Valor Actual Neto (VAN) de la inversión ajustado por los tipos de cambio actuales y esperados según los dos métodos diferentes de valoración de inversiones extranjeras estudiados en la asignatura Finanzas Internacionales.

2 ABSTRACT

The aim of this thesis is to value the investment which the Bank of Santander has carried out in the Bank of Shanghai in the second half of the year 2014 by projecting its free cash flows in an explicit period of 5 years under a supposition based on the information gathered from many articles, analyses and reports about the recent past macroeconomic situation, the current and the future one.

China's economy is one of the most studied by a large amount of analysts and economists, among them being Michael Pettis, maybe because, despite being a developing country which is about to be a developed one, the changes which are being introduced in it have a great impact on the global economy. Those effects can be appreciated in the drops and the rises of the largest stock markets in the world which have been affected by Chinese stock markets' volatility such as the one of Shanghai Stock exchange.

That is the reason why, before calculating the value for this investment, we are going to talk about this economy and its banking system.

To value it, we rely on the latest Bank of Shanghai's annual reports which include financial information for the years 2009 to 2014. Taking these data as a starting point, we are going to project the necessary variables in order to calculate the free cash flows of the explicit term (from 2015 to 2019). Nevertheless, we have to bear in mind that the moment in which the investment was done was in September 2014, when we can find the latest news about this operation and when this investment was confirmed. To calculate the residual value we are going to apply Gordon-Sapiro's model, for which we are going to set a different growth tax more suitable for the future expected economic situation different from the one we've applied to the rest of variables.

After projecting the free cash flows and calculating the residual value, we are going to calculate the discount rate "WACC", computing separately the equity and the external debt cost with an added difficulty as a result of the lack of information in order to calculate the equity cost due to the fact that the Bank of Shanghai is not a listed company.

With the necessary information we are going to find the Net Present Value (NPV) adjusted by the current and the expected exchange rates according to two different valuation methods for foreign investments previously studied in the course of International Finances.

3 INTRODUCCIÓN

3.1 PRESENTACIÓN DE LOS BANCOS

Este Proyecto tiene como objetivo valorar y analizar la inversión que el Banco Santander ha realizado en el Banco de Shanghai (Bank of Shanghai – BoS) a mediados del año 2014.

El Banco Santander, fundado en Santander el 17 de mayo de 1857, “se mantuvo en 2014 como el primer banco de la zona euro, con un beneficio atribuido de 5.800 millones de euros (+33%) y undécimo del mundo, con una capitalización bursátil de 88.041 millones de euros” (Banco Santander, 2015).

Estos son sus datos según su web corporativa:



Como se puede observar en la tabla de datos facilitada por el Banco Santander, su BPA anual ha bajado de 60 céntimos a 47,9 céntimos a causa del plan de expansión del banco en el que se incluyen proyectos como el que se va a estudiar.

Esta inversión que se va a analizar no es la primera del banco en el mercado chino, pues ya estaba presente en el país en operaciones relacionadas con el préstamo al consumo (gracias a su participación del 20% de la filial de financiación al consumo del Bank of Beijing) y en una empresa de financiación de vehículos multimarca de la que controla un 50%. Además desarrolla actividades de banca mayorista en China, fundamentalmente de financiación de los importantes flujos comerciales entre el gigante asiático y América Latina (mercado donde también opera el Santander). Ya en 2013, contaba con sucursales en Shanghai y Hong Kong y una oficina de representación en Pekín que se convertirá en sucursal. (País, 2015).

Por otro lado, el Bank of Shanghai (BoS) fue fundado el 29 de diciembre de 1995. Es un banco comercial constituido como una sociedad anónima (joint-stock Company) formada por acciones pertenecientes al gobierno chino, a otras compañías chinas, a empresas extranjeras y a particulares.

Actualmente se dedica principalmente a la banca comercial a través de 294 sucursales repartidas 11 ciudades chinas entre las que se encuentran Shanghai, Beijing y Shenzhen, con 186 oficinas de autoservicio y 2377 terminales de autoservicio. Mantiene además relaciones bancarias con más de 1600 bancos domésticos y extranjeros y sus filiales en más de 130 países y regiones. (Bankofshanghai.com, 2015)

3.2 MÉTODO DE VALORACIÓN

La valoración del proyecto se realizará a través del descuento de flujos de caja futuros que se estimarán aplicando tasas de crecimiento "g" a las magnitudes recogidas en las cuentas anuales del banco. Estas tasas se estimarán de acuerdo con las previsiones económicas previstas para China por diferentes analistas y artículos que serán mencionados más adelante y con la información de años anteriores aportada por las cuentas anuales. Los flujos se actualizarán al año 2014, en el que se produce el desembolso inicial con la compra del Santander de la participación en el Bank of Shanghai a HSBC.

Este método, basado en la rentabilidad, dará como resultado el valor actual de los posibles flujos de caja libres futuros de la empresa que recibirá el Banco Santander, teniendo en cuenta su desembolso inicial de 470 millones de € por el 8% de la entidad china. Hay que destacar que para estimar los flujos de caja que efectivamente recibirá el Santander se tendrá en cuenta el % de dividendos o payout que reparte el BoS y que, al poseer el 8% de la empresa, recibirá el 8% de los dividendos totales a repartir. Además, al cálculo de los flujos de caja libres hay que añadir la dificultad de que ambas empresas son entidades financieras, por lo que los datos facilitados por sus cuentas anuales no poseen la misma estructura que las de otras empresas mercantiles. Igualmente se emplearán los métodos de estimación estudiados puesto que no hay una estructura definida para el cálculo de los flujos de caja de entidades financieras. Como ya se ha mencionado, el valor terminal se calculará con el modelo Gordon-Sapiro.

Posteriormente, con los flujos de caja calculados, se descontarán a una tasa WACC (Weighted Average Capital Cost) o Coste Medio Ponderado de Capital. Su cálculo tendrá la particular dificultad de que el BoS es una empresa no cotizada, por lo que no se dispondrá de datos necesarios para el cálculo de esta tasa como es la Beta (β) o volatilidad de la empresa, por lo que se emplearán diversos métodos de estimación de este coeficiente con el objetivo de obtener un dato suficientemente fiable.

Por último se calculará el valor actual de la inversión aplicando las diferentes tasas de crecimiento estimadas por la hipótesis planteada, variando el WACC calculado, además de otras variables, con el fin de realizar un análisis de sensibilidad.

4 SISTEMA BANCARIO CHINO. CONTEXTUALIZACIÓN DE LA ECONOMÍA CHINA EN LA ECONOMÍA MUNDIAL.

Antes de evaluar cualquier inversión internacional, lo primero que se ha de analizar es la situación económico-financiera pasada y actual, y establecer en base a ésta las correspondientes predicciones futuras del país destinatario de la inversión: China.

Para hablar la historia reciente de este sistema, su funcionamiento y reformas tomaremos la información de un artículo de Daniel Santabárbara García, “El proceso de apertura del sector bancario chino y el papel de la banca extranjera. Situación y perspectivas”, de la edición nº 13 de la revista del Banco de España “Estabilidad Financiera”, con fecha noviembre de 2007.

Actualmente, la economía china tiene un elevado potencial de crecimiento y un sistema financiero poco desarrollado e ineficiente que plantea grandes oportunidades de inversión para la banca extranjera que cuenta, por el momento, con una participación muy limitada debido a la estricta regulación china, al enfoque gradual y poco definido de las autoridades chinas en el proceso de apertura y liberalización y al considerado coste y riesgo de las inversiones de los bancos extranjeros.

4.1 INTRODUCCIÓN.

China lleva más de tres décadas de continuas reformas orientadas a la transición a una economía de mercado, en las cuales se ha conseguido un crecimiento medio del PIB real aproximado al 10%, la renta per cápita se ha multiplicado por siete y más de 400 millones de personas han abandonado la pobreza. Sin embargo, las desigualdades entre ricos y pobres han aumentado y el desarrollo ha estado muy concentrado geográficamente.

A pesar de todo, el sector bancario es débil y los mercados financieros han tenido un desarrollo limitado, lo que ha impedido una intermediación eficiente del ahorro chino dando lugar a una gran cantidad de inversiones ineficientes.

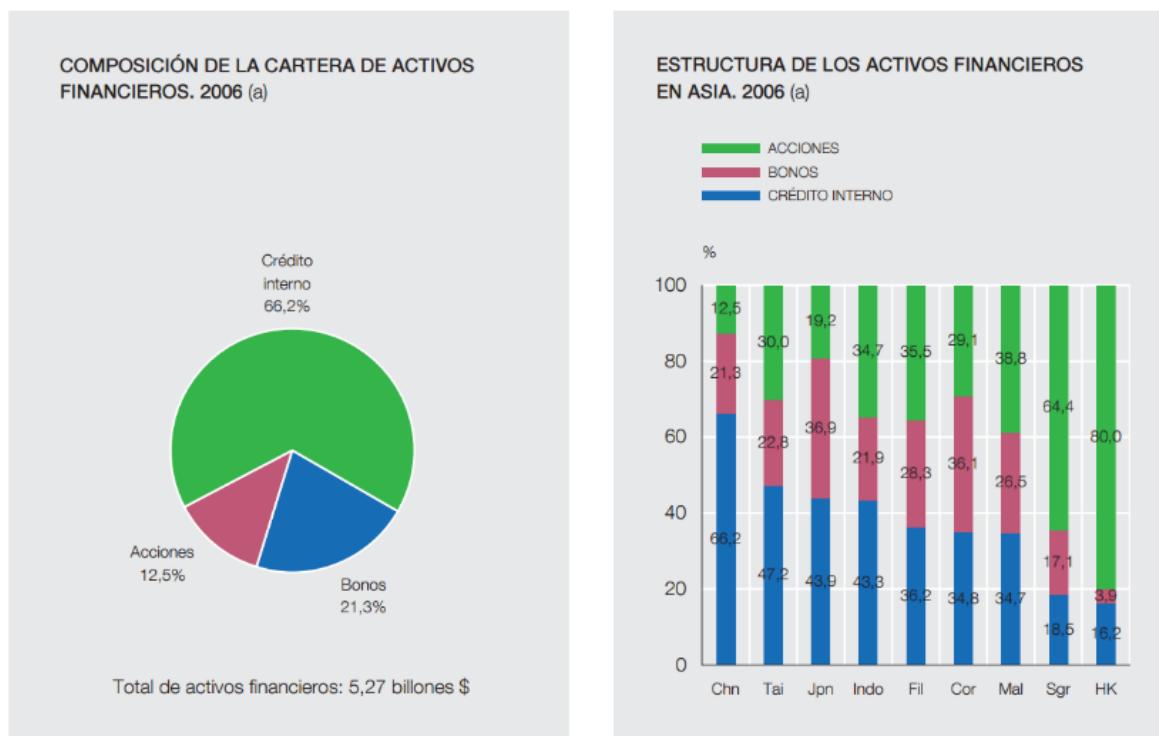
La banca extranjera ha sido consciente de estas oportunidades. Sin embargo, ha visto dificultado su acceso al mercado chino por las férreas restricciones regulatorias impuestas por las autoridades, la debilidad de las garantías jurídicas y la ausencia de una cultura financiera basada en la gestión del riesgo derivada del modelo económico seguido por China en los últimos 60 años (inversión, ahorro y exportaciones baratas).

A su vez, las autoridades Chinas confían en la banca extranjera como impulsora de las reformas de su sistema bancario, que mejorará los incentivos de la banca local en la búsqueda de eficiencia y gestión del riesgo.

El primer paso relevante hacia la apertura se produjo con la adhesión a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 2001, donde China se comprometió a abrir gradualmente su mercado bancario a la competencia extranjera en un plazo de 5 años y a reformar e impulsar el desarrollo de sus mercados financieros. Durante ese tiempo, China alentó la toma (limitada), por parte de instituciones financieras extranjeras, de participaciones en bancos locales (de dudosa solvencia y escasa rentabilidad) con el objetivo de mejorar su gestión. El último año de ese periodo (2006) se introdujo una nueva regulación que propugnaba un trato igual entre las entidades financieras extranjeras y locales.

4.2 El sector bancario chino.

Es uno de los mayores del mundo por volumen y es predominantemente bancario. De hecho, el crédito bancario supone un 120% del PIB y el sector bancario representa casi el 70% de los activos del sistema (datos del 2006) por la reducida dimensión de los mercados de valores y de bonos, lo que es característico de una transición de una economía planificada a una de mercado. En este tipo de situaciones, los bancos suelen ser utilizados como instrumento para la financiación de empresas estatales reestructuradas (principalmente las menos solventes).



FUENTE: Banco Asiático de Desarrollo.

a. Septiembre de 2006.

Ilustración 4-1: Composición y estructura de los activos financieros en 2006.

Actualmente, el sistema bancario chino sigue caracterizándose por la intervención pública en la concesión del crédito y por un gobierno corporativo débil en un marco de supervisión permisivo.

La falta de desarrollo del mercado financiero chino, el fuerte y sostenido dinamismo de su economía y la baja eficiencia tienen como consecuencia un potencial de crecimiento elevado, con unas tasas de crecimiento para las actividades de crédito y depósito superiores al 15%.

Sin embargo, es previsible que la transformación de este sistema financiero siga siendo gradual, prolongada y muy vigilada por las autoridades.

4.2.1 Proceso de reforma.

En 1979 el sistema bancario chino contaba, al igual que en otras economías planificadas, con un solo banco, el People's Bank of China (PBC), que actuaba como banco central y único banco comercial. Tras la separación de ambas funciones, el PBC

siguió encargado de la política monetaria y la regulación bancaria y se crearon cuatro grandes bancos públicos (SOCBs):

- Industrial & Commercial Bank of China (ICBC)
- Agricultural Bank of China (ABC)
- Bank of China (BoC)
- China Construction Bank (CCB)

SIGUEN OPERANDO
ACTUALMENTE Y SIGUEN
SIENDO LOS MÁS
IMPORTANTES

Además de éstos, se crearon entidades financieras de menor tamaño confinadas a un ámbito local.

Los SOCBs se especializaron en las áreas consideradas clave para el desarrollo económico del país. Su actividad se tradujo en la concesión de créditos a empresas estatales con baja solvencia.

En los 90, estos bancos pasaron a desarrollar una actividad más propia de la banca comercial (gracias a la creación de tres bancos de desarrollo), aunque siguieron acumulando préstamos impagados hasta que finalmente, en 1998, se produjo su primera reestructuración, que no aportó mejoría alguna. Por otro lado, a mediados de los 90 se permitió la privatización parcial de algunos bancos comerciales de menor tamaño, los bancos de capital mixto (JSCBs) y las pequeñas cooperativas de crédito de carácter local se fueron reestructurando hacia bancos comerciales urbanos (CCBs).

En 2003, gran parte de las competencias de regulación y supervisión financiera se transfirieron a la China Banking Regulatory Commission (CBRC), que llevó a cabo:

- Reestructuraciones bancarias con el objetivo de reducir gradualmente los préstamos impagados y la recapitalización de entidades viables con escaso capital, además de la entrada de inversores estratégicos extranjeros en las entidades locales y su salida a bolsa con el objetivo de aumentar su capital y mejorar su gobierno corporativo.
- Liberalización financiera a través de:
 - o Supresión parcial y gradual de las interferencias gubernamentales.
 - o Impulso de la evaluación del riesgo del crédito.
 - o Apertura paulatina del sector bancario a la competencia extranjera.
- Mejora de la regulación y la supervisión bancarias con el objetivo de mejorar el gobierno corporativo y la transparencia.

A pesar de los cambios ocurridos por la reforma y de la mayor solidez conseguida del sector bancario, la transformación a una economía de mercado no ha sido aún completada:

- La banca china sigue siendo estatal.
- La política de concesión del crédito sigue estando intervenida.
- Sigue habiendo riesgo de una nueva oleada de préstamos impagados.
- La rentabilidad y la capitalización del sector bancario siguen siendo bajas.

4.2.2 Estructura de la banca china comercial y funcionamiento.

Gracias a las reformas, la banca china ha adquirido una estructura heterogénea en términos de rentabilidad, eficiencia, calidad, tamaño y ubicación geográfica. En 2006, el sistema bancario chino estaba compuesto por 4 bancos públicos, 13 de capital mixto, 115 bancos comerciales urbanos, 200 oficinas de representación extranjeras, 185 sucursales, 14 filiales y joint ventures, 600 cooperativas de crédito urbano y 30.000 cooperativas rurales.

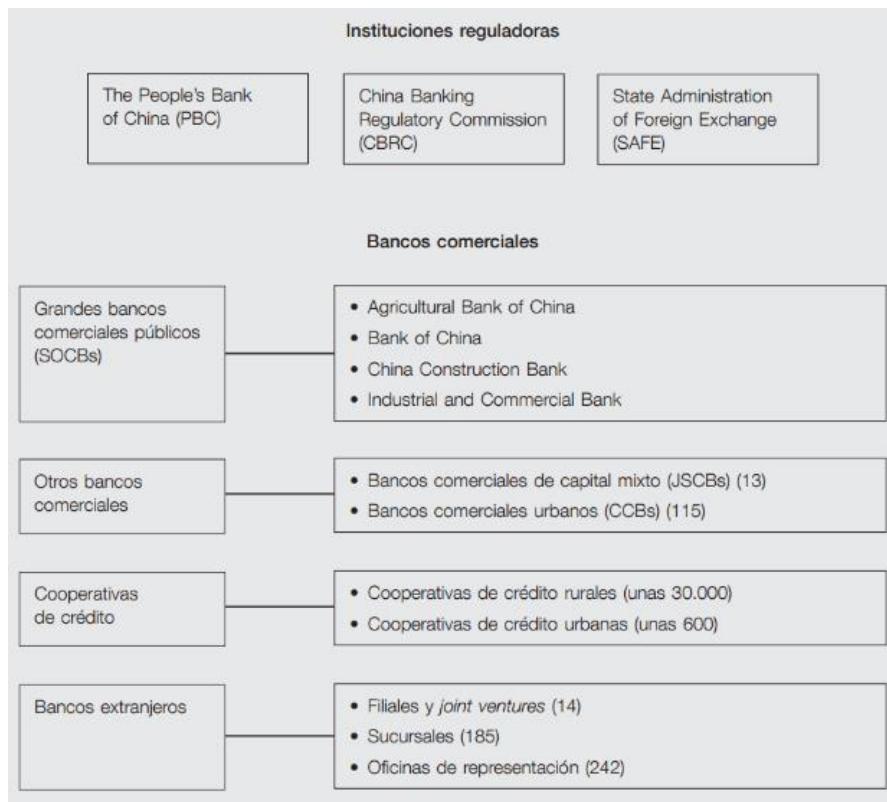


Ilustración 4-2: Esquema de la estructura de la banca china comercial y principales representantes (elaborado por el autor del artículo).

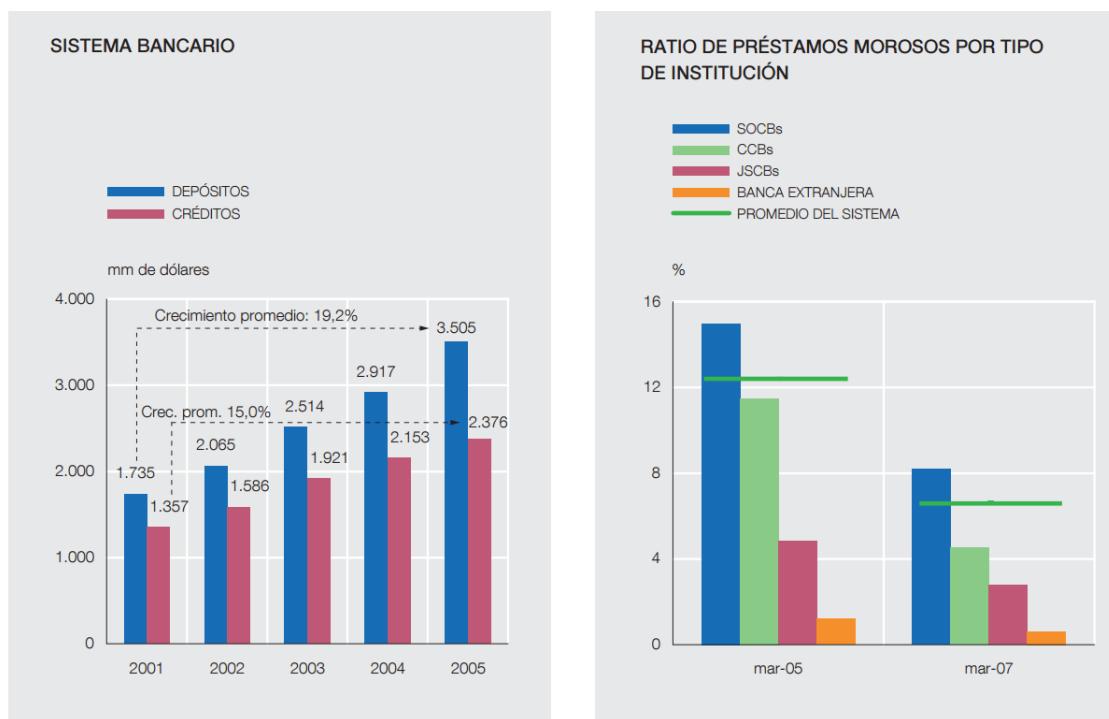
El negocio de los bancos locales siguió estando limitado a la oferta de productos y servicios derivados de la captación de depósitos y la concesión de créditos.

Las instituciones reguladoras eran:

- La CBRC: regulación y supervisión bancaria.
- PBC: política monetaria.
- State Administration of Foreign Exchange (SAFE): operaciones con moneda extranjera.

Los SOCBs cuentan con una amplia red comercial y con un estrecho vínculo con las empresas estatales. Su dirección suele estar designada directa o indirectamente por el partido comunista.

Representan más del 50% de los activos totales del sistema bancario.



FUENTES: PBC y CBRC.

Ilustración 4-3: Depósitos y créditos del sistema bancario. Ratio de préstamos morosos por tipo de institución.

INSTITUCIÓN	TIPO	CAPITAL (TIER 1) - RANKING		ACTIVOS	
		CHINA	MUNDO	MILLONES DE DÓLARES	RANKING
China Construction Bank (12/05)	SOCBs	1	11	568.232	4
Industrial and Commercial Bank of China (12/05)	»	2	16	799.745	1
Bank of China (12/05)	»	3	17	587.352	3
Agricultural Bank of China (12/05)	»	4	60	591.190	2
Bank of Communications (12/05)	JSCBs (a)	5	65	176.382	5
China Merchants Bank (12/05)	JSCBs	6	173	90.949	6
China CITIC Bank (12/05)	»	7	188	75.826	7
China Minsheng Bank (12/05)	»	8	247	69.037	9
Shanghai Pudong Development Bank (12/05)	»	9	251	71.067	8
Industrial Bank (12/05)	»	10	297	58.733	10
China Everbright Bank (12/03)	»	11	311	47.655	11
Huaxia Bank (12/05)	»	12	339	44.129	12
Bank of Shanghai (12/05)	CCBs	13	356	29.667	14
Bank of Beijing (12/05)	»	14	370	28.817	15
Guangdong Development Bank (12/03)	JSCBs	15	495	36.456	13
Shenzhen Development Bank (12/05)	»	16	548	28.403	16
Bank of Tianjin (12/05)	CCBs	17	672	8.565	19
Shanghai Rural Commercial Bank (12/05)	BCR	18	683	15.798	17
Hangzhou City Commercial Bank (12/05)	CCBs	19	821	5.734	20
Shenzhen Commercial Bank (12/05)	»	20	839	8.912	18
Bank of Dalian (12/05)	»	21	896	5.088	24
Ningbo Commercial Bank (12/05)	»	22	927	5.452	22
Shenzhen Rural Commercial Bank (12/05)	BCR	23	937	5.221	23
Chongqing Commercial Bank (12/05)	CCBs	24	963	3.772	25
Bank of Nanjing (12/05)	»	25	1.000	5.472	21

FUENTE: The Banker, julio de 2006.

a. Se está considerando otorgarle el estatus de SOCB.

Ilustración 4-4: Ranking bancario en julio de 2006

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

A pesar de la escasa solvencia de estos bancos, rentabilidad y capitalización, estas instituciones se encuentran entre las mayores del mundo (ver ilustración 4-4).

Los bancos comerciales urbanos son fruto de la reestructuración de cooperativas urbanas de crédito. Solo pueden operar en las grandes ciudades y sus zonas de influencia. Su capital está en manos de gobiernos locales y de inversores privados. Su estrategia de negocio se centra en la banca minorista: hogares y pymes.

Las cooperativas de crédito urbanas remanentes y rurales proporcionan financiación a áreas de desarrollo. Éstas han estado y están inmersas en un proceso de reestructuración que trasladaba el control de la gestión a los gobiernos provinciales o locales.

Desde 2006 han operado directamente unos 75 bancos extranjeros de 20 países a través de 185 sucursales, 14 filiales y joint ventures y otros 183 bancos extranjeros cuentan con 242 oficinas de representación. Estas entidades proporcionan servicios financieros a los clientes de sus países de origen

Bank	Country/ Territory	City
Australia and New Zealand Bank	Australia	Shanghai
Commonwealth Bank of Australia	Australia	Shanghai
National Australia Bank	Australia	Shanghai
Westpac Bank	Australia	Shanghai
Raiffeisen Bank International	Austria	Beijing
KBC Bank	Belgium	Shanghai
Bank of Montreal	Canada	Beijing
SPD Silicon Valley Bank	United States / China	Shanghai
BNP Paribas	France	Shanghai
Crédit Agricole	France	Shanghai
Commerzbank	Germany	Shanghai
Deutsche Bank	Germany	Beijing
Norddeutsche Landesbank	Germany	Shanghai
Dah Sing Bank	Hong Kong	Shenzhen
Hang Seng Bank	Hong Kong	Shanghai
Bank Mandiri	Indonesia	Shanghai
Intesa Sanpaolo Bank	Italy	Shanghai
Mizuho Corporate Bank	Japan	Shanghai
Maybank	Malaysia	Shanghai
ING Bank	Netherlands	Shanghai
Rabobank	Netherlands	Shanghai
VTB Bank	Russia	Shanghai
DBS Bank	Singapore	Shanghai
United Overseas Bank	Singapore	Shanghai
Banco Santander	Spain	Shanghai
BBVA	Spain	Shanghai
Credit Suisse	Switzerland	Beijing
UBS	Switzerland	Beijing
China Trust Commercial Bank	Taiwan	Shanghai
Barclays Bank	United Kingdom	Shanghai
HSBC Bank	United Kingdom	Shanghai
Standard Chartered Bank	United Kingdom	Shanghai
Bank of America Merrill Lynch	United States	Shanghai
Bank of New York Mellon	United States	Shanghai
Citibank	United States	Shanghai
JPMorgan Chase Bank	United States	Beijing
Wells Fargo Bank	United States	Shanghai

Ilustración 4-5: Bancos extranjeros con inversiones en China (iberchina.org, 2013)

en sus negocios en China. La banca extranjera se ha concentrado principalmente en las ciudades de la región costera este, las más ricas y con mayor crecimiento (ver ilustración 4-5).

4.3 El proceso de apertura a la competencia extranjera

Desde el inicio, el proceso ha estado estrechamente regulado y planificado por las autoridades chinas, acompañándolo con el lento proceso hacia una economía de mercado.

Con la regulación de 2006, la banca extranjera podía operar en China a través de establecimientos propios (sucursales o filiales) o tomando participaciones estratégicas en algunos bancos comerciales chinos (como es el caso del Banco Santander). Esta regulación también permitió la apertura de oficinas de representación, que no tienen capacidad para prestar servicios financieros en el país. Gracias a éstas, se inició el proceso de apertura en la década de los 70.

En los 80, comenzó la apertura de sucursales en la ciudad de Shenzhen de manera experimental, cuyo modelo se extendió a Shanghai en los 90 y más adelante a otras 7 ciudades chinas.

"Una Representative Office es el modo más fácil de crear una estructura de inversión extranjera puesto que no tiene requisitos de capital social. La característica definitoria de una RO es su ámbito de actividad limitada – Generalmente en una RO está prohibido realizar cualquier tipo de actividad con fines de lucro, y solo pueden participar legalmente en:

- Actividades de estudio de mercado, presentación y publicidad que se relacionan con productos o servicios de la empresa.
- Contactar con las actividades que se relacionan con las ventas de productos de la empresa o la prestación de servicios y la contratación interna y la inversión.

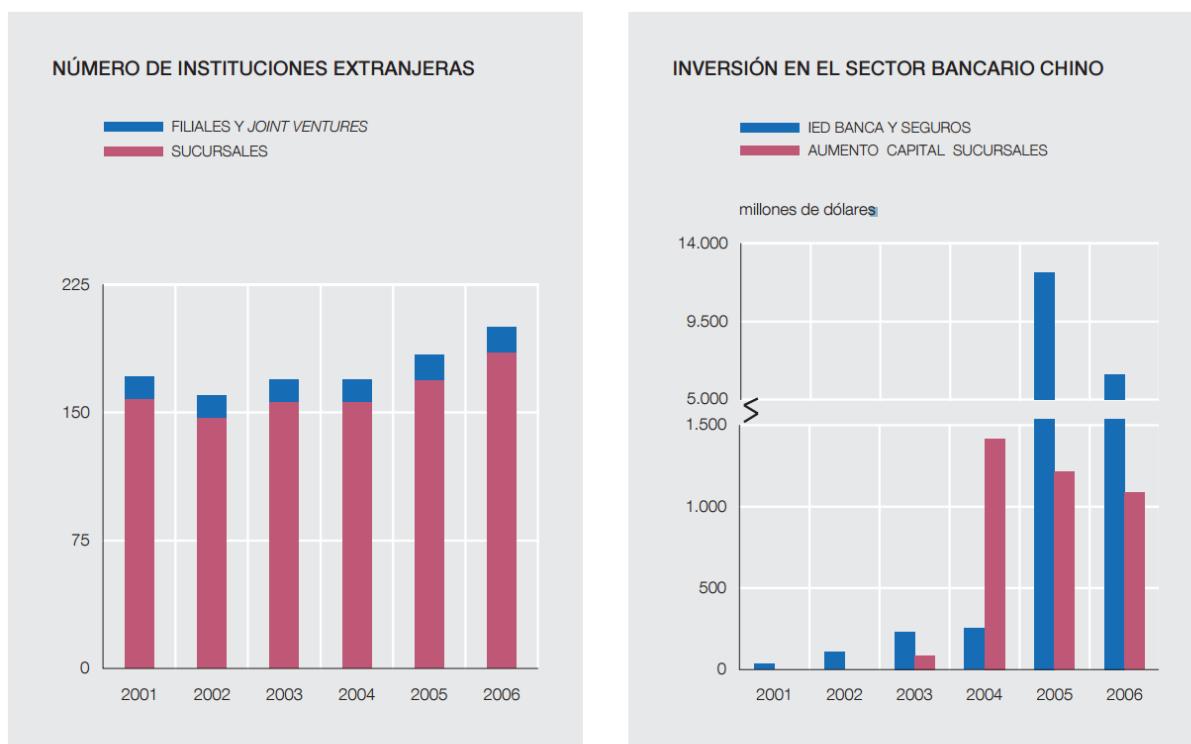
Una RO no es una persona jurídica, lo que significa que no posee la capacidad de llevar a cabo los derechos civiles y de conducta, no puede asumir la responsabilidad civil de forma independiente, y está limitada en su capacidad de contratación". (Briefing, 2013).

Según un artículo del 22/11/2006 del diario 20minutos:

"BBVA invierte 989 millones de euros en alianza con chino CITIC MADRID (Reuters) - El grupo BBVA anunció el miércoles una inversión de 989 millones de euros para entrar en China y Hong Kong como socio estratégico del grupo CITIC, tercer banco comercial del país."

(20minutos.es - últimas Noticias, 2015)

El tipo de negocio autorizado era la provisión de servicios financieros en moneda extranjera y las empresas de capital foráneo. En 1996, el PBC autorizó a algunos bancos extranjeros a desarrollar actividades en moneda local con clientes extranjeros en las ciudades de Shanghai y Shenzhen. En 2001 China se unió a la OMC y con ello se permitió el desarrollo del negocio bancario extranjero en todo el territorio chino a través del establecimiento de sucursales. El acuerdo estableció la liberalización completa del sector bancario en los 5 años siguientes. Desde 2003, se autorizó progresivamente a los bancos a operar en moneda local, aunque con límites geográficos estrictos. En paralelo, las autoridades favorecieron la entrada de inversores estratégicos en el capital de los bancos chinos con el objetivo de involucrar a los bancos extranjeros en la gestión, el asesoramiento y la mejora del gobierno corporativo de estas instituciones. En 2006 se aprobó una nueva regulación de la banca extranjera que promovió la creación de filiales en detrimento del establecimiento de sucursales.



FUENTES: PBC y CBRC.

Ilustración 4-6: Estrategias de entrada llevadas a cabo por las empresas extranjeras.

4.3.1 Entrada mediante establecimiento propio: sucursales y filiales.

A finales de 2006, se endurecieron las restricciones regulatorias al establecimiento de sucursales por motivos prudenciales, basados en que el capital no radicaba en China. Las restricciones fueron:

- Las sucursales solo podían captar depósitos de clientes chinos por valor individual superior a 1 millón de yuanes.
- Se limitan a actividades relacionadas con las tarjetas de crédito, cajeros automáticos, negocio hipotecario y la participación en el mercado primario de bonos.

Además, la CRBC estableció una serie de requisitos para la apertura y desarrollo del negocio de las sucursales, exigiendo elevadas dotaciones de capital y un periodo muy prolongado para acceder al negocio en moneda local.

Finalmente la PBC solo permitía el acceso limitado de las sucursales al mercado interbancario, solo podían pedir prestado hasta 1,5 veces su capital y la financiación off-shore* se enfrentaba a controles sobre los flujos transfronterizos de la SAFE. Lo que supuso un coste de entrada para la operativa de la banca extranjera a través de sucursales.

*El término **banca offshore** o extraterritorial, se refiere a un tipo de entidades bancarias, normalmente situadas en **paraísos fiscales**, las cuales se encuentran reguladas por leyes especiales que les conceden una mayor libertad en sus operaciones, además de un tratamiento fiscal más favorable. Se trata de instituciones dirigidas al cien por cien a captar depósitos e inversiones de personas y empresas no residentes y a las que no tienen acceso los ciudadanos del propio país. (Paraisos-fiscales.info, 2015)

Sin embargo, la normativa promulgada a finales de 2006 para el establecimiento de filiales (o joint ventures) estableció unos requisitos menos exigentes tratándolas jurídicamente como empresas locales, con lo que tenían permisos para operar en todo tipo de negocio bancario.

4.3.2 Adquisición de participaciones en entidades locales.

La introducción de inversores estratégicos internacionales se enmarcó dentro del proceso de reforma del sistema financiero, especialmente para promover la modernización y la transferencia de conocimiento hacia la banca local, la mejora del gobierno corporativo y de la gestión del riesgo y el establecimiento de mecanismos de control interno.

En 2006, los precios pagados por las participaciones en términos absolutos fueron bastante elevados teniendo en cuenta la debilidad financiera de las entidades adquiridas. Sin embargo, en relación con su valor bursátil actual pudieron ser reducidos, teniendo en cuenta que el mercado chino se encontraba posiblemente sobrevalorado y que los inversores extranjeros impulsaron el proceso de salida a bolsa de esos bancos. Además, existían y existen restricciones a la venta de estas participaciones.

En 2003, la CBRC estableció el límite de propiedad individual extranjeras en las entidades domésticas en el 20% del capital y el de participación foránea conjunta en el 25%. Además, las inversiones incluían un compromiso de participación a largo plazo, un plan de optimización del gobierno corporativo y la cooperación en diferentes áreas de negocio. De acuerdo con estos principios, se exigía que los bancos:

- Mantuviesen una participación mínima del 5% en el banco local en los 3 años siguientes a su adquisición.
- Su participación en la gestión del banco a través del nombramiento de directores independientes y/o el asesoramiento a la dirección local del banco en temas comerciales y tecnológicos.
- Tenían prohibida la participación en más de dos bancos locales.

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

En resumen...

	SUCURSALES	FILIALES/JOINT VENTURES	INVERSIÓN ESTRÁTÉGICA
Restricciones de negocio	<p>Depósitos en moneda local mínimos por residente de 1 millón de yuane</p> <p>Límites a operaciones con tarjetas de crédito, cajeros automáticos, negocio hipotecario y de acceso al mercado primario de bonos</p>	<p>Mismo negocio que la banca local</p> <p>Los préstamos no pueden exceder al 75% de los depósitos (desde 2012)</p>	Determinado por el negocio de la entidad adquirida
Capital	<p>200 millones de yuane</p> <p>30% de reservas estatutarias</p>	<p>1.000 millones de yuane</p> <p>100 millones de yuane por sucursal</p> <p>10 millones de yuane por oficina adicional</p> <p>Capital de las sucursales máximo del 60% del capital total</p>	<p>Mínimo 5%</p> <p>Máximo 20% (individual) y 25% (conjunta)</p>
Ratio capital regulatorio	8% no distribuible por sucursales	8%	8% (no todos los bancos locales lo cumplen)
Restricciones temporales	<p>2 años de oficina de representación</p> <p>3 años en moneda extrajera (2 con beneficios)</p>	3 radicados en China (2 con beneficios)	3 años de permanencia en la entidad
Otras restricciones	Acceso limitado al mercado interbancario	—	<p>Inversión en un máximo de dos bancos locales</p> <p>Envío de directores independientes</p> <p>Asesoría tecnológica y comercial</p>

Ilustración 4-7: Barreras de entrada (requisitos) al sistema financiero chino (elaborado por el autor del artículo).

En 2007 participaban ya en los bancos chinos:

BANCO ADQUIRIDO	BANCO EXTRANJERO	FECHA (a)	PARTICIPACIÓN (%)	PRECIO (MILLONES DE DÓLARES)
China Everbright Bank	Asian Development Bank (ADB) International Finance Corporation (IFC)	oct-96 jun-05	3,0 4,9	20 19
Nanjing Commercial Bank	IFC BNP Paribas	nov-01 jun-05	15,0 19,2	27 87
Bank of Shanghai	Hong Kong and Shanghai Banking Corp (HSBC)	dic-01	8,0	63
	IFC	jun-05	10,0	47
Xi'an Commercial Bank	IFC Bank of Nova Scotia	sep-02 jun-05	12,4 12,5	20 20,2
Shanghai Pudong Development Bank	Citigroup	ene-03	4,6	73
Nanchong Commercial Bank	DEG, a subsidiary of KFW Sparkassen International Development Trust	ene-03	10,0 3,3	4 1,5
Qingdao International Bank	Hana Bank	oct-03	72,3	25
Dalian City Commercial Bank	SHK Financial Bank of Nova Scotia and IFC	nov-03 mar-07	10,0 25,0	19,3 24
Fujian Industrial Bank Co. Ltd	Hang Seng Bank IFC Government of Singapore Investment Corporation (GSIC)	dic-03 dic-03 dic-03	16,0 4,0 5,0	208 52 65
Ping An Bank	HSBC HSBC	mar-04 may-05	10,8 9,1	
Minsheng Bank	IFC Temasek Hang Seng Bank	jul-04 nov-04 jun-05	1,1 4,6 8,0	23 100
Bank of Communications	HSBC GSIC	ago-04 ago-04	19,9 5,0	1.747 65
Huaxia Bank	Deutsche Bank Sal Oppenheim	ago-04 ago-04	9,9 4,1	233 96
Shenzhen Development Bank	Newbridge Capital LLC GE Consumer Finance	sep-04 sep-05	18,0 7,0	150 100
Jinan City Commercial Bank	Commonwealth Bank of Australia	nov-04	11,0	17
Bank of Beijing	ING IFC	mar-05 mar-05	19,9 5,0	215 54
China Construction Bank	Bank of America Temasek	jun-05 jul-05	9,0 5,1	2.500 1.460
Bank of China	Royal Bank of Scotland and coinvestors UBS ADB Temasek	sep-05 sep-05 oct-05 dic-05	10,0 1,6 0,2 5,0	3.100 500 75 1.500
Bohai Bank	Standard Chartered	sep-05	20,0	123
Hangzhou City Commercial Bank	Commonwealth Bank of Australia ADB	abr-05 nov-06	19,9 5,0	77 30
GuangDong Development Bank	Citigroup IBM	ene-06 ene-06	19,9 4,7	466 165
ICBC	Goldman Sachs, Allianz and American Express Kuwait Investment Authority	mar-06 abr-06	8,5 1,0	3.800 719
Ningbo Commercial Bank	OCBC	may-06	12,2	70
Tianjin City Commercial Bank	ANZ Banking Group	jul-06	19,9	112
Hangzhou United Rural Cooperative Bank	Rabobank IFC	jul-06 ago-06	10,0 4,9	31
Nan Tung Bank	Morgan Stanley	sep-06	100,0	
Shanghai Rural Commercial Bank	ANZ Banking Group Ltd	sep-06	20,0	252
CITIC Bank	BBVA	nov-06	5,0	648
Chongqing Commercial Bank	Carlyle Group Dah Sung Bank	abr-07 abr-07	8 17	39 89

FUENTE: Elaborado por el autor, a partir de informes de las empresas y noticias de prensa.

Ilustración 4-8: Bancos extranjeros con participación en el sistema bancario chino en 2007.

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

Se puede observar que el proceso de entrada en China de la banca extranjera ha sido:

- Gradual.
- Los recursos financieros comprometidos han sido crecientes.
- La mayoría de los acuerdos de negocio se extienden más allá del negocio bancario tradicional.
- Cada vez más grandes bancos mundiales han ido tomando participación en el sector bancario chino.

Actualmente, como apoyo al proceso de entrada de empresas extranjeras en el mercado chino, se creó en Shanghai la primera Zona de Libre Comercio (Free Trade Zone) Según un artículo de BBC Mundo, “China lanza en Shanghai la primera zona de libre comercio” con fecha 29/10/2013, China lanzó en Shanghai en septiembre de 2013 la primera zona de libre comercio del país con el objetivo de experimentar con reformas económicas y financieras y abrir al país a la competencia exterior. Según otro artículo de BBC Mundo con fecha 21/01/2014, “China experimenta con el libre comercio en Shanghai” de su autor John Sudworth, para enero de 2014 poco había cambiado la cosa:

- Siguen estando las mismas fábricas.
- Se ven algunas construcciones nuevas.
- Se han duplicado los alquileres.
- Impulso económico renovado gracias a que se han instalado más de 40 consultores de negocios.
- La mayoría de las inscripciones de empresas en la zona son de negocios chinos.
- Falta regular más ampliamente diversos temas:
 - o Total convertibilidad de la moneda.
 - o Liberalización de los tipos de interés.

A 27/01/2015, en un artículo de negocios.com titulado “Shanghai ampliará su Zona de Libre Comercio e incluirá su corazón financiero”, se anuncia una ampliación hasta los 120 kms cuadrados de esta zona de libre comercio, incluyéndose el barrio financiero de Shanghai: Lujiazui -el Wall Street chino-, y la creación de 3 nuevas zonas en otras regiones.

Con ello se pretendió seguir facilitando la inversión extranjera, simplificando burocracia, la liberalización financiera y seguir el camino hacia el capitalismo, además de poner a prueba una reforma del sistema de innovación tecnológico y científico de la zona.

Como noticia más actual, a 5/06/2015, según investing.com en su artículo “La Zona de Libre Comercio de Shanghai está lista para la convertibilidad del yuan”, la moneda China pasará a ser una divisa convertible en esta zona.

4.4 Perspectivas y oportunidades para la banca extranjera en la economía china. Situación actual y futura.

El potencial de crecimiento de la economía china, el escaso desarrollo de su sistema financiero y la expectativa de una mayor liberalización financiera suponían un amplio margen de penetración para la banca extranjera, aunque también riesgos.

Hasta 2007, la entrada a través de sucursales o filiales ha sido una estrategia empleada por bancos extranjeros que proporcionaban servicios financieros a los clientes de sus mercados de origen. Este crecimiento orgánico ha sido la estrategia generalmente adoptada por la banca especializada en segmentos poco desarrollados en el mercado

chino que no requerían una vasta red comercial: la banca corporativa, privada o de inversión.

Sin embargo, la regulación ha sido exigente en términos de capital y tiempo, pues son necesarios al menos 4 años (periodo de aprobación + 3 años de negocio en moneda extranjera) para que las filiales estuvieran plenamente operativas. Esta opción contenía riesgos derivados, principalmente, del escaso desarrollo financiero chino:

- Infraestructura del mercado incompleta.
- Acceso al mercado interbancario complicado para la banca extranjera.
- Acceso complicado a la oficina de registro del crédito.
- Endeble articulación del cuerpo jurídico.
- Importancia de las relaciones personales.
- Escasez de personal bien formado y su alta rotación.
- Diferencias culturales.
- Falta de experiencia en el mercado chino.

Como alternativa, la adquisición de una participación significativa en los bancos chinos permitió a la banca extranjera acceder a su amplia red comercial por las oportunidades que ésta ofrecía para actuar en la red minorista establecida. Mediante esta estrategia, los bancos trataron de aprovechar el fuerte potencial de crecimiento en los segmentos de:

- Las tarjetas de crédito/débito: por su escasa implantación en la economía china.
- El préstamo hipotecario y al consumo: con un amplio margen de expansión tras el reconocimiento y salvaguardia de la propiedad privada de una de las reformas constitucionales que se llevaron a cabo. Sin embargo, la banca extranjera se vio afectada por ciertas restricciones:
 - o Los asalariados chinos no podían elegir la entidad donde domiciliar sus pagos.
 - o El acceso a los registros del crédito no es automático, lo que dificulta la evaluación del riesgo.
- La gestión de activos.

No obstante, esta alternativa también conllevaba ciertos riesgos:

- Los límites a la participación dificultaban el control de la institución local, lo que retrasaba la introducción de mejoras.
- El control de los grandes bancos era prácticamente imposible.
- Los límites provocaban que el grado de participación de la banca extranjera en la gestión de las entidades fuese difícil.
- Dada la independencia de las sucursales provinciales, los mecanismos internos de información estaban poco desarrollados.
- Los criterios de concesión de crédito seguían siendo débiles desde el punto de vista de la gestión del riesgo.
- La capacidad financiera de las entidades locales era incierta por la dificultad de evaluar con precisión las políticas crediticias del momento y por la posibilidad de que se acumularan nuevos préstamos morosos en el futuro.

Un conocido analista de la economía presente y futura china, Michael Pettis, afirmó, según un artículo de El Confidencial escrito por Daniel Méndez el 02/04/2014 titulado “La crisis en China acaba de empezar. Es como España en 2008, insostenible”, que eran numerosos son los casos en los que los países en vías de desarrollo experimentaban la crisis años después de que lo hiciesen los países desarrollados. Sin

embargo, el país todavía crece a ritmos saludables, el desempleo está bajo control y las deudas (privadas) no parecen demasiado elevadas. Pero detrás de todo eso hay un modelo basado en la inversión que ha provocado un incremento importante de la deuda pública, especialmente entre los gobiernos locales, que sigue creciendo rápidamente. Por lo que el crecimiento de China ha pasado a depender por completo de un mayor incremento de su deuda, lo que es insostenible como ya ocurrió en España. A pesar de esto, Michael confía en la capacidad de China para cambiar su modelo a tiempo. En China en el año 2013, el sector servicios sobrepasó por primera vez al sector industrial, además de convertirse en el segundo consumidor del planeta. Michael además descarta una crisis bancaria en China debido al control del Gobierno sobre la economía.

El bache más importante que debe sortear China para cambiar su modelo son las élites políticas, las empresas estatales, los gobiernos locales, el sector del comercio y las provincias exportadoras, que siguen enriqueciéndose con el modelo actual. (Méndez, 2014)

Este autor, además, posee un blog en el que publica mensualmente análisis sobre el estado de la economía china y el contexto internacional. En su entrada del 17 de julio de 2015, "Interpreting information in China's stock markets", hablaba de varios puntos interesantes:

- La evolución del mercado chino del último mes:
 - o 12 de junio: pico de mercado.
 - o Continuo crecimiento de la bolsa, a la vez que las expectativas de crecimiento bajaban.
 - o Beneficios empresariales que se iban reduciendo y el índice de NPL's (Non Performing Loans: préstamos no rentables) seguía en aumento.
 - o Crecimiento económico dependiente del crecimiento del crédito.
 - o 7 de julio: el mercado perdía un tercio de su valor tras llegar a su pico a causa de medidas del gobierno que no tuvieron el efecto deseado.
 - o 9 de julio: nueva subida de la bolsa y nuevas ganancias gracias a las medidas tomadas sin precedentes que controlaron esa caída.
 - o 14 de julio: nueva caída del 3%.
 - o Hasta el día 17 hubo un nuevo crecimiento del mercado aparentemente estable.
- Describe el mercado chino como uno sobrevalorado con tendencia bajista (bear market) y con alta volatilidad.
- Expectativas, etc.

(Pettis, 2015)

En resumen, se quieren tomar medidas para controlar la volatilidad característica de países que dependen de la inversión para crecer. El gobierno pretende eliminarla cuando es imposible, ya que esta solo puede ser traspasada a otras variables para después intentar controlarla. Habría que decidir qué grupo económico soportará esa volatilidad.

Una medida clave para reequilibrar la economía, según el autor, sería que el gobierno dejase de intervenir en la economía, lo que reduciría el control del gobierno sobre ésta en el corto plazo pero conseguiría evitar un aumento de la volatilidad en el largo. Pero por ahora el gobierno es incapaz de ceder el control de la economía al mercado, puesto que no tolera la volatilidad, y en eso es en lo que se basa precisamente el libre mercado. Según Michael Pettis, a 17 de julio, los inversores chinos piensan que la corrección de valor ha terminado y que los precios volverán a subir. De hecho el autor menciona un

artículo de Caixin Online escrito por Jiang Fei, Liu Caiping y Yue Yue, "How Beijing Intervened to Save China's Stocks" en el que se habla de las medidas tomadas por el gobierno para estabilizar la bolsa. Entre ellas se destacan:

- Gastar 120 millones de yuanes junto con fondos negociables del mercado (ETFs) sobre empresas con valores estables (blue-chip) en las bolsas de Shenzhen y Shanghai.
- Prohibir la venta de las acciones y promover su compra, provocando que los precios suban, hasta que el índice de la bolsa de Shanghai llegue a los 4.500 puntos.

(English.caixin.com, 2015)

4.5 Conclusiones sobre la situación de la economía China.

Pasado más de un mes desde que se tomaron medidas para la liberalización de su economía como las Free Trade Zones y/o el lento pero gradual cambio a un modelo económico de mercado, se puede observar a través de las noticias:

- El Banco Popular de China (PBoC) devaluó su moneda el 11 de agosto un 1'86% frente al dólar a causa de la caída de sus ventas al extranjero en un 7'3% con respecto al año anterior. (Fontdegòria, 2015).
- Al día siguiente vuelve a devaluarla un 1'6% frente al dólar con respecto a la cifra del día anterior para conseguir que el valor del yuan sea coherente con las expectativas del mercado. (Fontdegòria, 2015)
- Tercera devaluación el día 13 del 1'1% que da los ajustes por concluidos. Estas devaluaciones han tenido también el objetivo de que el FMI las incluyese en su cesta de divisas que componen los Derechos Especiales de Giro (SDR). (Fontdegòria y Fariza, 2015).
- El 18 de agosto se anuncia una caída de un 6'15% para la bolsa de Shanghai y de un 6'56% para la de Shenzhen. A esto hay que sumarle la caída de la bolsa de Shanghai a finales de julio del 8'5%. A pesar de esto, sus bolsas han subido en lo que va de año un 16% la de Shanghai y un 15% la de Shenzhen. (El País, 2015).
- El 21 de agosto se refleja como las bolsas mundiales más importantes se han visto afectadas por el peor datos de manufacturas chinas en desde el inicio de la crisis financiera (Fariza, 2015):
 - o Ibex 35: cae un 2'98%.
 - o Eurostoxx: cae un 3'17%.
 - o Shanghai: cae un 4'27%.
 - o Dow Jones: cae un 3'12%.
- Noticia del 24 de agosto en la que se habla sobre una nueva caída -después de 5 días seguidos bajando- de las bolsas por las dudas sobre la economía china. El índice general de Shanghai cae un 8'49%, Tokio un 4'6% y las bolsas europeas han caído de media un 3%. El nerviosismo se alimenta del temor a que la ralentización china pueda ser peor de lo esperado, a que china no siga creciendo tan rápido y que esto atasque la economía mundial. (Liy y Gómez, 2015).
- Según un artículo del 24 de agosto (El País, 2015), las causas de los desplomes de las bolsas son:
 - o Posibilidad de que EE.UU abandone las políticas fiscales ultraexpansivas y vuelva a subir los tipos de interés.

- Miedo sobre la situación real de la segunda economía mundial: se prevé que crezca mucho menos del 7% esperado.
- Débil crecimiento global y ralentización del comercio, pues el comercio mundial ha caído un 3'42% en lo que va de año.
- Batacazo de las materias primas e impacto sobre los emergentes que han sido golpeados por las recientes salidas de capitales.
- Inestabilidad geopolítica, especialmente en Turquía, Brasil y Rusia.
- A miércoles 26 de agosto China rebaja los tipos de interés con el objetivo de tranquilizar el mercado y evitar la volatilidad, algo no totalmente conseguido. Shanghai cerró con caídas del 1'3% tras haber llegado a subir un 2'5% a mitad de sesión, y tras haber caído el lunes un 8'49% y un 7% el martes. Por quinta vez en 9 meses el PBoC bajó los tipos de interés aplicados a los préstamos en 25 puntos hasta el 4'6%, rebajó el tipo de interés de los depósitos a un año hasta el 1'75% y redujo en medio punto porcentual el coeficiente de caja de sus bancos (RRR) hasta el 18%. (El Diario, 2015)

Como se puede observar por estas noticias, la volatilidad está muy presente en los mercados chinos y sus efectos derivan en los demás mercados mundiales.

Pese a las buenas previsiones mencionadas de crecimiento y desarrollo de la economía china y de su sistema financiero, ya hay bancos como el BBVA que han iniciado desde 2006 una política de desinversiones en el mercado chino. Gracias a la apreciación del yuan, con respecto al momento en el que este banco compró sus participaciones, aún sigue ganando con la venta de éstas.

Por tanto, no es el momento más sencillo para invertir en el mercado chino dada su volatilidad, pero quizás el apoyo que pueda ofrecer la banca extranjera al desarrollo de su sistema financiero y bancario proporcione en un futuro el camino adecuado para que China alcance el modelo de mercado deseado, y con ello conseguir la estabilización de su mercado.

5 VALORACIÓN DE LA INVERSIÓN

5.1 HIPÓTESIS DE PARTIDA.

Lo primero necesario para hallar el VAN de una inversión es establecer una hipótesis de partida. Ésta respetará los siguientes puntos:

1. Para estimar una tasa de crecimiento de los flujos de caja futuros se hallará el crecimiento medio del resultado de explotación de los años anteriores (ver tabla 5-1). Como es una tasa muy alta para un banco chino teniendo en cuenta la situación actual de su economía, se supondrá una tasa más pequeña del 12%, que se aplicará a las partidas de ingresos y gastos de explotación.
2. La empresa no puede invertir constantemente a lo largo del tiempo, por tanto el CAPEX total se corresponderá con el CAPEX de mantenimiento del último año disponible en sus cuentas anuales = 712.655 miles de yuans.
3. Al ser la valoración de sus flujos de caja diferente a la de una empresa mercantil no financiera, se estimará que sus existencias son iguales al coeficiente mínimo de caja bancario. En el 2014 se situaba en el 20%, y sus reservas por tanto eran de 139.588.754 miles de yuans. En 2015 su coeficiente de caja es del 18% y se supondrá constante. Por regla de 3, sus existencias para 2015 y en adelante ascenderán a 125.629.878,60 miles de yuans.
4. El impuesto de sociedades a aplicar surgirá del cálculo del promedio de impuesto sobre beneficios soportado los años anteriores (ver tabla 5-2). Este importe es casi coincidente con el establecido: 15%. (Es.santandertrade.com, 2015).
5. La tasa de crecimiento a aplicar a las cuentas de deudores y clientes (de acuerdo con las partidas consideradas como tales) necesarias para hallar la variación anual en las Necesidades Operativas de Financiación será calculada por la variación media de los años anteriores.
*Para el promedio de la variación de deudores se eliminaron los valores extremos.
6. La participación adquirida por el Santander del BoS es del 8%, lo que sugiere que éste recibirá el 8% del payout repartido por el BoS. El payout supuesto será el payout medio de los años anteriores. (ver tabla 5-3).
7. La tasa de crecimiento a perpetuidad aplicada al valor terminal será diferente a la del resto de partidas. Se propondrán tres escenarios:
 - 7.1. Pesimista: 1,1%, coincidente con el crecimiento del PIB español en 2008 (datosmacro.com, 2015)
 - 7.2. Escenario medio: 3,5%
 - 7.3. Escenario optimista: 7,1%, que es el crecimiento esperado del GDP chino para 2015 (Es.reuters.com, 2015).

Se calcularán los datos con el más pesimista, los otros dos se tendrán en cuenta en el análisis de sensibilidad.

8. El periodo explícito será el predeterminado para una economía desarrollada: 5 años (2015-2019).

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

Años	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Resultado de explotación (EBIT)	3.932.018,00	5.680.041,00	6.673.839,00	9.105.222,00	11.565.583,00	13.914.963,00
Variación	--	44,46%	17,50%	36,43%	27,02%	20,31%

Tabla 5-1: Tasa de crecimiento estimada

Tasa Impositiva						
Años	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Impuesto sobre beneficios	455.503,00	711.048,00	909.720,00	1.670.511,00	2.220.654,00	2.706.229,00
Rdo. Antes de impuestos	4.078.361,00	5.739.209,00	6.715.447,00	9.170.529,00	11.572.675,00	13.965.985,00
Tasa impositiva	11,17%	12,39%	13,55%	18,22%	19,19%	19,38%
Promedio						15,65%

Tabla 5-2: Promedio del Impuesto de Sociedades de años anteriores.

Dividendo distribuido según cuentas anuales						
Años	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dividendo (CNY)	417.781,00	387.606,00	499.291,00	554.135,00	722.433,00	946.340,00
Beneficio neto total	3.622.858,00	5.028.161,00	5.805.727,00	7.500.018,00	9.352.021,00	11.259.756,00
% del beneficio neto	11,53%	7,71%	8,60%	7,39%	7,72%	8,40%
Payout medio						8,56%

Tabla 5-3: Payout medio de los años anteriores.

5.2 ESTIMACIÓN DE LOS FREE CASH FLOWS (FCF) DEL PERÍODO EXPLÍCITO Y DEL FCF NORMALIZADO.

El esquema para calcular el FCF es el siguiente:

Ingresos de explotación	
(Gastos de explotación)	
(Depreciaciones)	
Beneficio antes de impuestos (BAIT)	
(Impuesto sobre BAIT)	
Beneficio después de impuestos (BDI)	
Depreciaciones	
(Variación NOF)	
(CAPEX mantenimiento)	
Free Cash Flow	

Como se puede observar, lo primero es hallar los ingresos y los gastos de explotación de los años 2015 a 2019. Para ello se aplicará a los valores para estas partidas del año 2014 la tasa de crecimiento supuesta del 12%. Las depreciaciones se corresponderán con el CAPEX de mantenimiento que, como ya se dijo, se supondrá constante.

Tabla 5-4: Esquema de cálculo del FCF.

Obtendremos como resultado el beneficio antes de impuestos, al que se le aplicará la tasa de impuesto calculada en la tabla 5-2.

Obtenido el beneficio después de impuestos, se le sumarán las depreciaciones y se le restarán la variación anual del Fondo de Maniobra y el CAPEX de mantenimiento.

El cálculo de la variación del Fondo de Maniobra o NOF tiene una dificultad añadida al ser la estructura de la información proporcionada por las cuentas anuales de una entidad bancaria diferente al de cualquier otra entidad mercantil no financiera. En la tabla 5-5 se presenta el cálculo de las tasas de crecimiento aplicadas para deudores y proveedores, además de las cuentas de balance consideradas para el cálculo de estas partidas.

Con los datos de la tabla 5-5, se aplicarán las tasas de crecimiento calculadas a la variación del último año disponible en las cuentas anuales, dando lugar a estos resultados (ver tabla 5-6).

Como se puede observar, al suponerse que el coeficiente de caja mínimo se mantiene constante, la variación anual en las existencias de la entidad será nula.

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

Variación en las NOF		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Años							
Deudores	142.527.038,00	245.744.625,00	281.057.747,00	241.535.228,00	257.266.516,00	291.920.077,00	
Intereses a cobrar clientela	1.752.618,00	1.900.261,00	2.680.360,00	4.815.062,00	5.373.329,00	6.875.276,00	
Varianción	103.217.587,00	35.313.122,00	-	39.522.519,00	15.731.288,00	34.653.561,00	Promedio
Tasa de variación	72,42%	14,37%	-	-14,06%	6,51%	13,47%	11,45%
Proveedores	401.742.624,00	490.535.777,00	554.841.440,00	673.253.049,00	809.880.128,00	940.513.495,00	
Préstamos del banco central	-	-	-	40.000,00	114.500,00	40.300,00	
Depósitos con bancos y otras entidades financieras+bonos (colocaciones) de bancos y	72.996.501,00	87.829.157,00	105.621.047,00	175.171.920,00	218.257.269,00	281.684.846,00	
Pasivos financieros mantenidos para negociar	6.327.984,00	27.885.000,00	29.015.220,00	30.195.200,00	46.954.810,00	43.943.000,00	
Depósitos de la clientela	319.694.905,00	371.223.194,00	415.314.713,00	460.427.136,00	533.941.598,00	602.162.565,00	
Intereses a pagar	2.723.234,00	3.598.426,00	4.890.460,00	7.418.793,00	10.611.951,00	12.682.784,00	
Varianción	88.793.153,00	64.305.663,00	118.411.609,00	136.627.079,00	130.633.367,00	Promedio	
Tasa de variación	22,10%	13,11%	21,34%	20,29%	16,13%	18,60%	

Tabla 5-5: Tasa de crecimiento de deudores y clientes.

Variación estimada de las NOF		2015	2016	2017	2018	2019
Años						
Deudores	38.621.716,38	43.044.262,49	47.973.231,31	53.466.612,95	59.589.037,94	
Existencias	-	-	-	-	-	
(Proveedores)	154.924.987,97	- 183.733.700,26	- 217.899.469,00	- 258.418.453,02	- 306.472.049,56	
Var. NOF	- 116.303.271,59	- 140.689.437,77	- 169.926.237,69	- 204.951.840,07	- 246.883.011,62	

Tabla 5-6: Variación estimada de las NOF para el periodo explícito.

Con todo lo necesario, se pasa a calcular el Free Cash Flow estimado para el periodo explícito:

Cálculo del FCF total de la empresa		2015	2016	2017	2018	2019
Años						
Ingresos de explotación	31.065.761,44	34.793.652,81	38.968.891,15	43.645.158,09	48.882.577,06	
(Gastos de explotación)	- 15.481.002,88	- 17.338.723,23	- 19.419.370,01	- 21.749.694,41	- 24.359.657,74	
(Depreciaciones)	- 712.655,00	- 712.655,00	- 712.655,00	- 712.655,00	- 712.655,00	
Beneficio antes de impuestos (BAIT)	14.872.103,56	16.742.274,59	18.836.866,14	21.182.808,67	23.810.264,32	
(Impuesto sobre BAIT)	- 2.327.159,39	- 2.619.800,31	- 2.947.558,14	- 3.314.646,91	- 3.725.786,33	
Beneficio después de impuestos (BDI)	12.544.944,17	14.122.474,28	15.889.308,00	17.868.161,77	20.084.477,98	
Depreciaciones	712.655,00	712.655,00	712.655,00	712.655,00	712.655,00	
(Variación NOF)	116.303.271,59	140.689.437,77	169.926.237,69	204.951.840,07	246.883.011,62	
(CAPEX mantenimiento)	- 712.655,00	- 712.655,00	- 712.655,00	- 712.655,00	- 712.655,00	
Free Cash Flow	128.848.215,76	154.811.912,05	185.815.545,69	222.820.001,84	266.967.489,60	191.852.632,99

Tabla 5-7: Cálculo de los FCF totales del Bank of Shanghai para el periodo explícito.

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

Como se puede observar, en los resultados se ha incluido el cálculo del FCF normalizado, resultante del promedio de los Free Cash Flows estimados para el periodo explícito. Éste será necesario para el cálculo del valor terminal de la inversión, que recoge el crecimiento perpetuo de los flujos de caja que crecerán progresivamente a una tasa esperada "g" (diferente al del resto de partidas) que serán descontados teniendo en cuenta una vida ilimitada de la empresa.

Pero como ya se mencionó en la hipótesis, estos no son los flujos que recibirá el Banco Santander por su inversión en el Bank of Shanghai. Para calcular los flujos efectivos que recibirá el Santander por su inversión hay que aplicar a cada uno de estos flujos el porcentaje de payout calculado en la tabla 5-3., y posteriormente hallar el 8% de ese payout repartido, que será lo que corresponda al Santander.

Según los cálculos, estos serán los flujos de la inversión del Santander, sin tener en cuenta, por el momento, su desembolso inicial de 470 millones de euros (ver tabla 5-8).

Cálculo del FCF que recibirá el Banco Santander en proporción a su participación sobre los beneficios(el 8% del payout)					
Años	2015	2016	2017	2018	2019
Payout medio destinado por la empresa	11.029.072,70	13.251.497,68	15.905.328,21	19.072.813,57	22.851.723,89
Flujo efectivo recibido por el Banco Santander	882.325,82	1.060.119,81	1.272.426,26	1.525.825,09	1.828.137,91

Tabla 5-8: Flujos que recibirá el Santander por su inversión sobre el 8% de la entidad.

5.3 ESTIMACIÓN DEL WACC

El WACC (Weighted Average Cost of Capital) o coste medio de capital ponderado por la proporción de recursos propios y de recursos ajenos es la tasa de descuento utilizada en el modelo de valoración de empresas por descuento de flujos de caja futuros. Es una tasa que mide el coste medio de nuestro activo en función de lo que se ha financiado con capital propio y con recursos ajenos. La fórmula para hallarlo es la siguiente:

$$WACC = Irp * \%RP + Ira * \%RA$$

Donde:

- Irp: coste de los fondos propios.
- %RP: proporción de fondos propios.
- Ira: coste de los fondos ajenos.
- %RA: proporción de fondos ajenos.

5.3.1 Coste de los fondos propios

$$Irp = Rf + (Rm - Rf) * \beta$$

Donde:

- Rf: rendimiento de un activo libre de riesgo.
- Rm: rendimiento del mercado.
- (Rm-Rf): Prima de riesgo del mercado.
- B: riesgo esperado del activo (volatilidad).

Como el Banco de Shanghai (en adelante BoS) es una empresa no cotizada, para poder calcular la Beta de la empresa hay que recurrir a la de una empresa que si cotice en bolsa y pertenezca al mismo sector que la empresa en la que deseamos invertir. La beta mide el comportamiento de la empresa en función del comportamiento del mercado. Esto es necesario pues se considera que las empresas del mismo sector tienen el mismo o parecido riesgo económico. Obteniendo una beta de una empresa cotizada, se aplicará el procedimiento Hamada (1972). Este se basa en obtener la beta de la empresa cotizada y desapalancarla, eliminando el riesgo financiero que tiene la empresa cotizada frente a su deuda, para obtener una beta no apalancada, que solo engloba el riesgo económico. Por último, a esta beta no apalancada se le añadirá (apalancará) el riesgo financiero que tiene la empresa no cotizada respecto a su deuda. Con ello, obtendremos la beta del BoS.

La empresa cotizada perteneciente al mismo sector y mercado de la que se extraerá la beta será el Banco de China (BoC en adelante) que, entre otras bolsas, cotiza en la Shanghai Stock Exchange (en adelante S.S.E) con el código 6079883.

A 28/07/2015, según los datos de Reuters.com, la beta del BoC es de 0,61, lo que le caracteriza como un título poco agresivo, un blue-chip. (Reuters.com, 2015).

No obstante, la beta es un valor que es necesario estimar pues es un índice de sensibilidad que indica el riesgo que hay respecto al mercado.

$$\beta = \frac{\text{Covarianza}(\frac{\text{mercado}}{\text{empresa}})}{\text{Varianza (mercado)}}$$

Para estimarla hay que basarse en la relación entre las rentabilidad es del mercado y de la empresa

Se han obtenido los datos de la rentabilidad del BoC en bolsa para la rentabilidad de la empresa y los datos del índice S.S.E. para la rentabilidad del mercado. Teniendo en cuenta que la inversión del Santander en el BoS se realiza a finales de 2014 (septiembre) y que se dispone de las cuentas anuales de esta empresa desde 2009 hasta 2013, para hallar la rentabilidad el BoC y del S.S.E se ha recabado el precio de cierre mensual de ambos índices desde el 01/08/2010 hasta el 01/10/2014. Esta información ha sido obtenida de Reuters.com para hallar la rentabilidad de la empresa y de Bloomberg.com para el índice de la bolsa de Shanghai. Con los datos en Excel, se hallan las rentabilidades con una simple tasa de variación:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Precio de cierre } n - \text{Precio de cierre } n-1}{\text{Precio de cierre}_{n-1}}$$

Con los datos, se calculan la covarianza y la varianza anteriormente indicadas, obteniendo a posteriori una beta de para el BoC de 0,003814431. Al ser menor que uno la volatilidad de las acciones de esta empresa es baja. De hecho, es tan cercana a cero que se puede interpretar como que lo que ocurra en el mercado apenas afecta a la cotización de esta empresa, algo que cabe esperar de un banco estatal perteneciente a una economía comunista intervenida. Cabe recordar que la beta actual según Reuters a 28/07/2015 era de 0,61. No es un valor tan extremo como el estimado, pero la interpretación es la misma al estar ambos resultados por debajo de 1.

El siguiente paso es desapalancar la beta. La fórmula para ello es:

$$\beta \text{ desapalancada} = \frac{\beta_{BoC}}{1 + (1 - t) * \frac{\% \text{Deuda BoC}}{\% \text{FP BoC}}}$$

Donde:

- t: es la tasa impositiva sobre el beneficio empresarial.

Para conocer los porcentajes de deuda y de fondos propios se han consultado las cuentas anuales de 2014 del BoC, que son las más recientes disponibles.

Bank of China (datos en millones de yuanes)	2013	2014
Deuda	12912822	14067954
Patrimonio	961477	1183428
Total	13874299	15251382
% Deuda	93,07%	92,24%
% Patrimonio	6,93%	7,76%

Tabla 5-9: Porcentajes de deuda y de fondos propios del Bank of China.

Utilizando la fórmula expresada anteriormente, se obtiene una beta desapalancada de 0,000411884.

Este dato refleja que una empresa sin deuda perteneciente al sector bancario tiene una volatilidad respecto al mercado muy baja, es decir, que el mercado apenas tiene influencia sobre este sector.

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

Por último, hallamos el primer dato necesario para el cálculo del WACC mediante ésta fórmula:

$$\beta_{BoS} = \beta_{desapalancada} * (1 + (1 - t) * \frac{\% Deuda}{\% FP})$$

Obtenemos un resultado de 0,005613, que difiere tan poco de la beta del BoC que tiene la misma interpretación.

Como el resultado obtenido mediante estos cálculos es demasiado bajo se va a recurrir a la información facilitada por Moody's sobre el rating del BoS, del BoC y, para conseguir un resultado aún más fiable, sobre el rating del Shanghai Pudong Development Bank (en adelante SPDB).

Para entender las calificaciones de las empresas, estos son los criterios de calificación de Moody's:

La escala de rating, que va desde Aaa hasta C, comprende 21 grados. Se divide en dos secciones o categorías: de inversión y especulativa. La categoría de inversión se cierra con Baa3, mientras que el primer peldaño de la categoría especulativa es Ba1.

Ratings de deuda a largo plazo (vencimiento igual o superior a un año)

Categoría de inversión

Aaa – " gilt edged"

Aa1, Aa2, Aa3 – grado superior

A1, A2, A3 – grado medio-superior

Baa1, Baa2, Baa3 – grado medio

Categoría especulativa

Ba1, Ba2, Ba2 – elementos especulativos

B1, B2, B3 – carece de las características de una inversión deseable

Caa1, Caa2, Caa3 – títulos de baja solvencia

Ca – altamente especulativos

C – el rating más bajo, perspectivas extremadamente bajas de alcanzar cualquier tipo de estatus apto para la inversión

Ratings de deuda a corto plazo (vencimiento inferior a un año)

Prime-1 (máxima calidad)

Prime-2

Prime-3

Not Prime (asimilable a categoría especulativa)

Ilustración 5-1: Calificaciones de Moody's (Moodys.com, 2013)

Teniendo esto en cuenta, estas son las calificaciones para las tres empresas:

- Bank of Shanghai (Moody's.com, 2015):	Bank of Shanghai Co., Ltd.	
Org ID de Moody's: 806696800	Segmento de Mercado: Instituciones Financieras	Industria: NON-U.S. BANK Domicilio: China
CALIFICACIÓN DE LARGO PLAZO Calificación: Baa3, Not on Watch Tipo: LT Bank Deposits - Fgn Curr Fecha: 21 Aug 2013	CALIFICACIÓN DE CORTO PLAZO Calificación: P-3, Not on Watch Tipo: ST Bank Deposits - Fgn Curr Fecha: 21 Aug 2013	PERSPECTIVA Stable Fecha: 21 Aug 2013
BASELINE CREDIT ASSESSMENT Calificación: ba2, Not on Watch Fecha: 21 Aug 2013	EVALUACIÓN BCA Calificación: ba2, Not on Watch Fecha: 21 Aug 2013	¿OTRAS DEUDAS EN OBSERVACIÓN? No

Ilustración 5-2: Calificaciones Bank of Shanghai según Moody's.

- Bank of China (Moody's.com, 2015):

Bank of China Limited

Clave de Pizarra: BCHINA Org ID de Moody's: 2125 Anterior Denominación: BANK OF CHINA
 Segmento de Mercado: Instituciones Financieras Industria: NON-U.S. BANK Domicilio: China

CALIFICACIÓN DE LARGO PLAZO
 Calificación: A1, Not on Watch
 Tipo: LT Bank Deposits - Fgn Curr
 Fecha: 30 Apr 2014

CALIFICACIÓN DE CORTO PLAZO
 Calificación: P-1, Not on Watch
 Tipo: ST Bank Deposits - Fgn Curr
 Fecha: 30 Apr 2014

PERSPECTIVA
Stable
 Fecha: 30 Apr 2014

CALIFICACIÓN SENIOR NO GARANTIZADA
 Calificación: (P)A1, Not on Watch
 Tipo: Senior Unsecured MTN - Fgn Curr
 Fecha: 30 Apr 2014

BASELINE CREDIT ASSESSMENT
 Calificación: baa2, Not on Watch
 Fecha: 30 Apr 2014

EVALUACIÓN BCA
 Calificación: baa2, Not on Watch
 Fecha: 30 Apr 2014

¿OTRAS DEUDAS EN OBSERVACIÓN?
 No

Ilustración 5-3: Calificación del Bank of China según Moody's.

- Shanghai Pudong Development Bank (Moody's.com, 2015):

Shanghai Pudong Development Bank Co., Ltd.

Org ID de Moody's: 600022425 Segmento de Mercado: Instituciones Financieras Industria: NON-U.S. BANK Domicilio: China

CALIFICACIÓN DE LARGO PLAZO
 Calificación: Baa1, Not on Watch
 Tipo: LT Bank Deposits - Fgn Curr
 Fecha: 10 Dec 2014

CALIFICACIÓN DE CORTO PLAZO
 Calificación: P-2, Not on Watch
 Tipo: ST Bank Deposits - Fgn Curr
 Fecha: 10 Dec 2014

PERSPECTIVA
Stable
 Fecha: 10 Dec 2014

BASELINE CREDIT ASSESSMENT
 Calificación: ba1, Not on Watch
 Fecha: 10 Dec 2014

EVALUACIÓN BCA
 Calificación: ba1, Not on Watch
 Fecha: 10 Dec 2014

¿OTRAS DEUDAS EN OBSERVACIÓN?
 No

Ilustración 5-4: Calificación del Shanghai Pudong Development Bank según Moody's.

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

Estas son las betas de las dos empresas que cotizan en bolsa, a 03/08/2015:

- Bank of China (Reuters.com, 2015):

Financials:

Bank of China Ltd (601988.SS)

Related Topics: STOCKS STOCK SCREENER MARKET DATA FINANCIALS BANKS

OVERVIEW	NEWS	KEY DEVELOPMENTS	PEOPLE	CHARTS	FINANCIALS	ANALYSTS	RESEARCH	PULSE
----------	------	------------------	--------	--------	------------	----------	----------	-------

601988.SS on Shanghai Stock Exchange 4.45cny 2:59am EDT	Change (% chg) ¥0.00 (+0.00%)	Prev Close ¥4.45	Day's High ¥4.52	Volume 637,104,935	52-wk High ¥5.96
		Open ¥4.42	Day's Low ¥4.31	Avg. Vol 1,593,661,246	52-wk Low ¥2.58

VALUATION RATIOS

	Company	industry	sector
P/E Ratio (TTM)	7.65	13.81	17.39
P/E High - Last 5 Yrs.	8.33	16.47	23.30
P/E Low - Last 5 Yrs.	4.85	10.92	11.25
Beta	0.61	1.43	1.41

Ilustración 5-5: Beta del Bank of China según Moody's.

- Shanghai Pudong Development Bank (Reuters.com, 2015):

Financials:

Shanghai Pudong Development Bank Co Ltd (600000.SS)

Related Topics: STOCKS STOCK SCREENER MARKET DATA FINANCIALS BANKS

OVERVIEW	NEWS	KEY DEVELOPMENTS	PEOPLE	CHARTS	FINANCIALS	ANALYSTS	RESEARCH	PULSE
----------	------	------------------	--------	--------	------------	----------	----------	-------

600000.SS on Shanghai Stock Exchange 15.53cny 2:59am EDT	Change (% chg) ¥0.46 (+3.05%)	Prev Close ¥15.07	Day's High ¥15.60	Volume 212,367,132	52-wk High ¥19.17
		Open ¥14.99	Day's Low ¥14.86	Avg. Vol 266,357,708	52-wk Low ¥9.36

VALUATION RATIOS

	Company	industry	sector
P/E Ratio (TTM)	5.98	13.81	17.39
P/E High - Last 5 Yrs.	7.73	16.47	23.30
P/E Low - Last 5 Yrs.	4.30	10.92	11.25
Beta	1.14	1.43	1.41



LEARN MORE >

Ilustración 5-6: Beta del Shanghai Pudong Development Bank según Moody's.

Recogidos los datos en esta tabla:

Banco	Calificaciones		Beta
Bank of Shanghai	I/p	Baa3 (grado medio)	--
	c/p	P-3 (calidad baja)	
	BCA	Ba2 (elem. Especulativo)	
	Perspectiva	Stable	
Bank of China	I/p	A1 (grado medio-superior)	0,61
	c/p	P-1 (máxima calidad)	
	BCA	Baa2 (grado medio)	
	Perspectiva	Stable	
Shanghai Pudong Development Bank	I/p	Baa1 (grado medio)	1,14
	c/p	P-2 (calidad media)	
	BCA	Ba1 (elem. Especulativo)	
	Perspectiva	Stable	
Sector		1,41	

Tabla 5-10: Resumen de los datos de Moody's

Si la beta es una medida de evaluación de riesgo a la hora de evaluar una inversión y la calidad crediticia del BoS es incluso peor que la del SPDB, se propondrá para el BoS una Beta de 1,3.

Para calcular la rentabilidad del activo libre de riesgo (R_f) utilizaremos la rentabilidad de los bonos a 10 años españoles (en los que podría invertir sin riesgo el Banco Santander). Con fecha 01/09/2014 (la más cercana al último artículo que confirma la compra del 8% de BoS) se situaba en 2,171% anual. (investing.com Español, 2015).

Y para hallar la rentabilidad anual del mercado hay que calcular el promedio de las rentabilidades mensuales del mercado expresadas en la tabla 5 y anualizarlo multiplicando el promedio por las partes en las que se ha dividido el año (12 meses). Se ha obtenido un resultado de -0,65% anual.

En resumen, estos son los datos para el cálculo del coste de los fondos propios (Irp):

- $R_f = 2,171\%$
- $R_m = -0,65\%$
- $\beta^* = 1,3$

Aplicando la fórmula:

$$Irp = Rf + (Rm - Rf) * \beta$$

Obtenemos que el coste de los fondos propios asciende a 1,49%. Este porcentaje expresa lo que los accionistas del Banco Santander exigirán a esta inversión, que, aunque desmesurado, por la poca importancia que tiene en el banco la financiación propia en comparación con la ajena, veremos que se obtiene un valor más que válido para el WACC.

5.3.2 Coste de los fondos ajenos

A la hora de hallar este coste es importante que se calcule neto del efecto impositivo.

La fórmula que se aplicará será:

$$Ira = r'd * (1 - t)$$

Donde:

- r^d : coste de la deuda ajena.
- t : tasa impositiva.

El coste de la deuda ajena es el peso que representan los gastos financieros anuales (reflejados en PyG) sobre la deuda con coste total:

$$\text{Coste de la deuda ajena} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda ajena con coste total}}$$

Se utilizarán los gastos financieros del año 2014 del BoS. En banca, la partida que recoge los gastos financieros es “intereses y cargas asimiladas”, reflejada en PyG. La financiación ajena con coste se define como los recursos que se obtienen de terceros que posteriormente habrá que devolver y que conllevan un coste. Partiendo de esta definición, se tomará como deuda ajena con coste las partidas:

- Préstamos del banco central.
- Depósitos de bancos y otras entidades financieras.
- Bonos de bancos y otras instituciones financieras.
- Depósitos de la clientela.
- Intereses a pagar.

Se obtiene un coste de la deuda ajena de 3,179%.

Aplicando la fórmula del Ira, mediante la cual se elimina el efecto impositivo, obtenemos un coste de los fondos ajenos total de 2,682%.

5.3.3 Cálculo del WACC.

Llegado este punto, lo último necesario para calcular el WACC es el porcentaje de fondos propios y de fondos ajenos del BoS. Es importante puntualizar que para calcular la cantidad de fondos ajenos no se tendrá en cuenta la totalidad del pasivo, sino que se contará solo con las mismas partidas que se enumeraron anteriormente que definían la deuda ajena con coste de la empresa.

Bank of Shanghai (2014)	
Patrimonio	73.837.538,00
Deuda ajena con coste	1.014.279.687,00
Deuda total	1.105.358.884,00
Total	1.179.196.422,00
% Patrimonio	6,26%
% Deuda con coste	86,01%
% Deuda total	93,74%

Tabla 5-11: Porcentajes de fondos propios y ajenos del Bank of Shanghai en 2014.

Aplicando la fórmula del WACC, se obtiene una tasa de descuento de 2,213%, demasiado baja para una inversión de estas características.

5.4 VALOR ACTUAL DE LA INVERSIÓN

Ante una inversión internacional es importante contar con el hecho de que cada país usa una moneda diferente y, como consecuencia, el tipo de cambio se deberá tener en cuenta a la hora de hallar el valor actual de la inversión.

Para hallar el Valor Actual Neto de los flujos de caja se aplicarán dos métodos de VAN ajustado adecuados para valorar inversiones internacionales:

Etapa	Método 1	Método 2
1º	Estimar los FCF en moneda extranjera	Estimar los FCF en moneda extranjera
2º	Se halla el VAN a un WACC adecuado para la moneda extranjera	Se convierten los FCF estimados a la moneda nacional a un tipo de cambio previsto o estimado
3º	Se convierte ese VAN hallado en moneda extranjera a la moneda local según el tipo de cambio al contado	Se calcula el VAN en moneda nacional a un WACC adecuado en moneda nacional.

Tabla 5-12: Diferencias en los procedimientos de valoración de inversiones internacionales

Para el primer método no se necesita ninguna previsión sobre el tipo de cambio para decidir si se acepta o no el proyecto, teniendo en cuenta que la empresa puede efectuar operaciones de cobertura a su exposición al riesgo de cambio. Por lo que se asume que este riesgo está cubierto.

Queda por calcular el valor terminal de la inversión. El valor residual o terminal recoge el crecimiento perpetuo de los flujos de caja que crecerán progresivamente a una tasa esperada g , y que se descuentan teniendo en cuenta una vida ilimitada de la empresa.

La fórmula para hallarlo es:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{FCF último año} * (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

Como se puede apreciar, es condición necesaria que se cumpla que $\text{WACC} > g$ para que el resultado sea válido. Si no se cumpliese se podrían obtener resultados negativos o infinitos. Por eso, para el cálculo del VAN tendremos en cuenta el crecimiento esperado para el escenario pesimista (1,1%), que es el único que cumple esta condición.

Teniendo en cuenta los flujos calculados, estos son los VAN ajustados de ambos métodos:

1. Método

1:

VAN de los flujos de caja en CNY	¥ 113.052.301.607,40
Tipo de cambio CNY/EUR a 29/07/2014	8,2773 (OANDA, 2015)
VAN de los flujos de caja en EUR	13.658.113.347,03 €
Desembolso inicial	- 470.000.000,00 €
Valor del proyecto	13.188.113.347,03 €

Tabla 5-13: Resultados del VAN ajustado por el método 1.

2. Método

2:

Para el segundo método, una vez estimados los FCF, se necesita calcular el tipo de cambio a plazo (forward) entre el CNY y el EUR para cada año. Se calculará a través de la Teoría de Paridad de los Tipos de Interés (TPTI), que establece la relación entre los tipos de cambio al contado (Spot) y a plazo (forward) y el diferencial de los tipos de interés.

$$\frac{f_{CNY/EUR}}{S_{CNY/EUR}} = \frac{1 + i_{CNY}}{1 + i_{EUR}}$$

$$f_{\frac{CNY}{EUR}} = S_{\frac{CNY}{EUR}} * \frac{1+i_{CNY}}{1+i_{EUR}}$$

*Para el tipo de cambio del año 2015 tomaremos el dato real actual a 29/07/2015, que es de 6,8573 CNY/EUR. Tanto para el tipo de interés chino como para el europeo se obtendrán los datos de es.global-rates.com

La última modificación del tipo de interés chino antes de realizarse la supuesta inversión (septiembre 2014) lo situó en un 6% (a julio de 2012). La última modificación del tipo de interés europeo antes de realizarse la inversión es de junio de 2014, que situaba el tipo de interés en un 1,5%.

Pero no solo se han de ajustar los flujos de caja, también la rentabilidad exigida o, en este caso, el WACC.

Para ajustar esta tasa al riesgo del EUR se aplica la siguiente fórmula:

$$WACC_{EUR} = (1 + WACC_{CNY}) * \frac{(1 + i_{EUR})}{(1 + i_{CNY})} - 1$$

Como el tipo de interés del EUR es menor que el del CNY la tasa de descuento ajustada al riesgo también será menor. Obtenemos este resultado (ver tablas 5-114, 5-15 y 5-16)

*Tabla 5-14:
Tipos de interés europeo y chino
y WACC
ajustado al
riesgo del euro.*

Estimación del WACC en € (TPI)	
i(CNY)	6% (Media, 2015)
i(EUR)	1,50% (Media, 2015)
WACC ajustado al riesgo del EUR	-2,13%

*Tabla 5-15: Flujos de caja esperados
ajustados por el
tipo de cambio
esperado.*

Años	2015	2016	2017	2018	2019
Tipo de interés esperado	7,1383	7,7853	8,1304	8,4909	8,8674
Flujos de caja en EUR	123.604.473,84 €	136.169.709,14 €	156.501.446,98 €	179.701.069,84 €	13.661.874.872,67 €

*Tabla 5-16:
Resultados del VAN
por el método 2.*

VAN de los flujos de caja en EUR	15.842.787.847,75 €
Desembolso inicial	- 470.000.000,00 €
Valor del proyecto	15.372.787.847,75 €

Como se puede observar, el tener un WACC negativo invalida por completo este método, no obstante, se mantendrán los cálculos con el fin de analizar la sensibilidad de esta inversión.

5.5 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Partiendo de los datos utilizados para el cálculo del valor actual de la inversión, se han llevado a cabo modificaciones que han originado los siguientes resultados:

1. Por método ensayo/error, se ha hallado que para que el VAN de la inversión, por el método 1, sea cero el WACC deberá ser de 31,78720598%.
2. Por método ensayo/error, se ha hallado que para que el VAN de la inversión, por el método 2, sea cero el WACC deberá ser de 36,56247774%.
3. Con un WACC tan bajo, es imposible aplicar una tasa de crecimiento a perpetuidad mayor, por lo que los escenarios moderado y optimista no proporcionarían valores terminales válidos.
Como solución a esto, se podría no considerar los “depósitos de la clientela” como deuda ajena con coste. Esta consideración provocaría un gran aumento del coste de los fondos ajenos y, por su gran peso en el WACC (86%), aumentarían este hasta un 8,539%. Este valor permitiría realizar los cálculos con los otros dos escenarios sin problema.
4. Si se considerase la Beta calculada de 0,005613 en vez de la estimada de 1,3, no habiendo realizado cambios en los demás datos, el WACC no cambiaría apenas debido a la baja importancia que tienen en el WACC el coste de los fondos propios. Como resultado, se obtendría un WACC de 2,442%.
5. Si se eliminase el valor terminal, por su gran importancia en el resultado final del VAN justado por ambos métodos, se obtendrían igualmente proyectos con un valor positivo por ambos métodos, teniendo en cuenta incluso el desembolso inicial. El resultado sería de 267.678.422,04€ para el método 1 y de 390.745.063,80€ para el método 2.
6. En el método 2, esperar posibles devaluaciones del yuan tal y como ha ocurrido recientemente solo elevarían los flujos de caja futuros esperados y, como consecuencia, el valor del proyecto.
7. La variación calculada para las Necesidades Operativas de Fondos son las que dan principalmente a los flujos futuros esperados el gran valor que tienen, dando por hecho que la inversión es muy buena. Pero aun así, no contando con ellos, eliminándolos, el valor del proyecto para ambos métodos sería igualmente muy positivo:
 - 7.1. Método 1: 676.473.190,14€
 - 7.2. Método 2: 859.928.508.75€
8. En términos monetarios, las diferencias del valor del proyecto calculado por ambos métodos es bastante alta por:
 - 8.1. El riesgo del euro es mucho más bajo que el del yuan.
 - 8.2. Las cantidades recibidas por los flujos de efectivo calculados son bastante elevadas.

Por eso se tomará como referencia más fiable el método 1.

5.6 CONCLUSIONES DE LA PARTE PRÁCTICA

Los cálculos que se han obtenido previos al análisis de sensibilidad no han sido todo lo coherentes que se hubiese deseado principalmente por el WACC obtenido. Este, al no ser muy elevado, limitaba los escenarios de crecimiento posibles y causaba que el valor actual de la inversión justado por los tipos de cambio fuese bastante alto en ambos sentidos.

No obstante, gracias al análisis de sensibilidad se han podido cambiar e incluso eliminar aquellas partidas que distorsionaban mucho los resultados, como podían ser las variaciones en las NOF calculadas, el WACC considerado o las partidas consideradas como deuda ajena con coste, y de este modo obtener unos resultados que se aproximasen algo más a la realidad esperada.

Por consiguiente, se considerará como más fiable el resultado obtenido derivado de la no consideración de los “depósitos de la clientela” como deuda ajena con coste, lo que nos ofrece un WACC de 8,539%. Con este resultado, se pueden hallar el VAN para los 3 escenarios propuestos. Teniendo en cuenta que solo se han calculado los resultados obtenidos mediante el método 1 de valoración de inversiones internacionales por ser el más fiable, se pueden observar en las tablas 5-17, 5-18 y 5-19 los valores actuales de los diferentes escenarios:

- Escenario pesimista (g a perpetuidad = 1,1%):

VAN de los flujos de caja en CNY	¥ 16.874.570.625,54	
Tipo de cambio CNY/EUR a 29/07/2014	8,2773	(OANDA, 2015)
VAN de los flujos de caja en EUR	2.038.656.400,70 €	
Desembolso inicial	- 470.000.000,00 €	
Valor del proyecto	1.568.656.400,70 €	

Tabla 5-17: VAN ajustado descontado a un WACC del 8,539% en el escenario pesimista.

- Escenario moderado (g a perpetuidad = 3,5%):

VAN de los flujos de caja en CNY	¥ 22.936.022.989,55	
Tipo de cambio CNY/EUR a 29/07/2014	8,2773	(OANDA, 2015)
VAN de los flujos de caja en EUR	2.770.954.657,87 €	
Desembolso inicial	- 470.000.000,00 €	
Valor del proyecto	2.300.954.657,87 €	

Tabla 5-18: VAN ajustado descontado a un WACC del 8,539% en el escenario moderado.

- Escenario optimista (g a perpetuidad = 7,1%):

VAN de los flujos de caja en CNY	¥ 69.946.694.731,80	
Tipo de cambio CNY/EUR a 29/07/2014	8,2773	(OANDA, 2015)
VAN de los flujos de caja en EUR	8.450.424.018,92 €	
Desembolso inicial	- 470.000.000,00 €	
Valor del proyecto	7.980.424.018,92 €	

Tabla 5-19: VAN ajustado descontado a un WACC del 8,539% en el escenario optimista.

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

En todos los casos que se han estudiado derivados de los resultados iniciales el VAN ajustado por ambos métodos ha sido positivo, incluso sin tener en cuenta las partidas que más engrosan los flujos de caja futuros. Por lo que con bastante probabilidad se puede afirmar que la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai, a pesar de la volatilidad china y su actual situación económica, ha sido acertada.

6 BIBLIOGRAFÍA

20minutos.es - últimas Noticias, (2015). *BBVA invierte 989 millones de euros en alianza con chino CITIC* - 20minutos.es. [online] Available at: <http://www.20minutos.es/noticia/175306/0/FINANZAS/BBVA/CHINA/>

Anon, (2015). [online] Available at: http://www.iberchina.org/files/banca_extranjera_china_pwc.pdf

Banco Santander, W. (2015). [online] Santander.com. Available at: http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Acerca-del-Grupo.html

Bankofshanghai.com, (2015). *About Bank of Shanghai - Bank of Shanghai*. [online] Available at: <http://bankofshanghai.com/en/CorporateProfile/734.shtml>

BBC Mundo, (2015). *China experimenta con el libre comercio en Shanghai - BBC Mundo*. [online] Available at: http://www.bbc.com/mundo/noticias/2014/01/140120_economia_shangai_libre_comercio_vp

BBC Mundo, (2015). *China lanza en Shanghai primera zona de libre comercio - BBC Mundo*. [online] Available at: http://www.bbc.com/mundo/ultimas_noticias/2013/09/130929_ultnot_china_shangai_zona_libre_comercio_men.shtml

Bloomberg.com, (2015). *SHCOMP Quote - Shanghai Stock Exchange Composite Index*. [online] Available at: <http://www.bloomberg.com/quote/SHCOMP:IND>

Briefing, C. (2013). *Creación de una Oficina de Representación en China - China Briefing News*. [online] China Briefing News. Available at: <http://www.china-briefing.com/news/2013/10/06/creacion-de-una-oficina-de-representacion-en-china.html>

datosmacro.com, (2015). *PIB de España - Producto Interior Bruto 2015*. [online] Available at: <http://www.datosmacro.com/pib/espana>

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai.//Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

Diario, E. (2015). *China baja intereses y nivel de reservas de los bancos*. [online] Available at: http://www.eldiario.net/noticias/2015/2015_08/nt150826/economia.php?n=15&-china-baja-intereses-y-nivel-de-reservas-de-los-bancos

English.caixin.com, (2015). *How Beijing Intervened to Save China's Stocks*. [online] Available at: <http://english.caixin.com/2015-07-16/100829521.html>

Es.reuters.com, (2015). *El PIB de China se desacelerará a un 7,1% en 2015, dice el banco central* | Negocios | Reuters. [online] Available at: <http://es.reuters.com/article/businessNews/idESKBN0JS0L520141214>

Es.santandertrade.com, (2015). *Fiscalidad en China - Santandertrade.com*. [online] Available at: <https://es.santandertrade.com/establecerse-extranjero/china/fiscalidad>

Fariza, I. (2015). *El miedo a un frenazo económico mundial tiñe de rojo los mercados*. [online] EL PAÍS. Available at: http://economia.elpais.com/economia/2015/08/21/actualidad/1440142130_330330.html

Fontdeglòria, X. (2015). *China devalúa de nuevo el yuan*. [online] EL PAÍS. Available at: http://economia.elpais.com/economia/2015/08/12/actualidad/1439370495_593468.html

Fontdeglòria, X. (2015). *China devalúa el yuan para animar la economía y las exportaciones*. [online] EL PAÍS. Available at: http://economia.elpais.com/economia/2015/08/11/actualidad/1439269139_483697.html

Fontdeglòria, X. and Fariza, I. (2015). *China da por acabado el ajuste del yuan tras una tercera devaluación*. [online] EL PAÍS. Available at: http://economia.elpais.com/economia/2015/08/13/actualidad/1439448111_974947.html

investing.com Español, (2015). *Histórico del Bono España 10-Años | Precios*

Históricos Rendimiento Bono España 10-Años. [online] Available at: <http://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield-historical-data>

investing.com Español, (2015). *Histórico del Bono España 10-Años | Precios Históricos Rendimiento Bono España 10-Años.* [online] Available at: <http://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield-historical-data>

investing.com Español, (2015). *Zona de Libre Comercio Shanghái está lista para la convertibilidad del yuan.* [online] Available at: <http://es.investing.com/news/noticias-forex/zona-de-libre-comercio-shangh%C3%A1i-est%C3%A1-lista-para-la-convertibilidad-del-yuan-272379>

Liy, M. and Gómez, M. (2015). *Las Bolsas se hunden por las dudas sobre la economía china.* [online] EL PAÍS. Available at: http://economia.elpais.com/economia/2015/08/24/actualidad/1440392787_585122.html

Media, T. (2015). *PBC central bank base interest rate - intereses actuales e históricos del banco central de China.* [online] Es.global-rates.com. Available at: <http://es.global-rates.com/tipos-de-interes/bancos-centrales/banco-central-china/interes-pbc.aspx>

Media, T. (2015). *Tipo REFI del BCE - interés actual e histórico del Banco Central Europeo.* [online] Es.global-rates.com. Available at: <http://es.global-rates.com/tipos-de-interes/bancos-centrales/banco-central-europeo/interes-bce.aspx>

Méndez, D. (2014). *La crisis en China acaba de empezar. Es como España en 2008, insostenible.* Noticias de Mundo. [online] El Confidencial. Available at: http://www.elconfidencial.com/mundo/2014-04-02/la-crisis-en-china-acaba-de-empezar-es-como-espana-en-2008-insostenible_111032/

Moodys.com, (2013). *Moody's assigns Baa3/P-3 issuer ratings to Bank of Shanghai.* [online] Available at: <https://www.moodys.com/research/Moodys->

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai.//Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

assigns-Baa3P-3-issuer-ratings-to-Bank-of-Shanghai--PR_281646

Moodys.com, (2015). *Bank of China Limited Credit Rating - Moody's*. [online] Available at: <https://www.moodys.com/credit-ratings/Bank-of-China-Limited-credit-rating-2125?lang=es&cy=spa>

Moodys.com, (2015). *Bank of Shanghai Co., Ltd. Credit Rating - Moody's*. [online] Available at: <https://www.moodys.com/credit-ratings/Bank-of-Shanghai-Co-Ltd-credit-rating-806696800?lang=es&cy=spa>

Moodys.com, (2015). *Shanghai Pudong Development Bank Co., Ltd. Credit Rating - Moody's*. [online] Available at: <https://www.moodys.com/credit-ratings/Shanghai-Pudong-Development-Bank-Co-Ltd-credit-rating-600022425?lang=es&cy=spa>

Negocios.com, (2015). *Shanghái ampliará su Zona de Libre Comercio e incluirá su corazón financiero*. [online] Available at: <http://www.negocios.com/noticias/shanghai-ampliara-zona-libre-comercio-e-incluira-corazon-financiero-27012015-0632>

OANDA, (2015). *Tipos de cambio históricos / OANDA*. [online] Available at: <http://www.oanda.com/lang/es/currency/historical-rates/>

País, E. (2015). *¿Por qué se desploman las Bolsas?*. [online] EL PAÍS. Available at: http://economia.elpais.com/economia/2015/08/24/actualidad/1440426015_547790.html

País, E. (2015). *Las Bolsas chinas registran su mayor caída diaria desde finales de julio*. [online] EL PAÍS. Available at: http://economia.elpais.com/economia/2015/08/18/actualidad/1439902092_214652.html

País, E. (2015). *Santander compra un 8% del Bank of Shanghai por 470 millones*. [online] EL PAÍS. Available at: http://economia.elpais.com/economia/2013/12/10/actualidad/1386694870_224800.html

- Paraisos-fiscales.info, (2015). *La Banca Offshore - PARAIOSOS FISCALES.* [online] Available at: http://www.paraisos-fiscales.info/blog/105_la-banca-offshore
- Pettis, M. (2015). *Michael Pettis' CHINA FINANCIAL MARKETS.* [online] Michael Pettis' CHINA FINANCIAL MARKETS. Available at: <http://blog.mpettis.com/>
- Reuters.com, (2015). *Bank of China Ltd (601988.SS) Chart| Reuters.com.* [online] Available at: <http://www.reuters.com/finance/stocks/chart?symbol=601988.SS>
- Reuters.com, (2015). *Bank of China Ltd (601988.SS) Financials | Reuters.com.* [online] Available at: <http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=601988.SS>
- Reuters.com, (2015). *Bank of China Ltd (601988.SS) Financials | Reuters.com.* [online] Available at: <http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=601988.SS>
- Reuters.com, (2015). *Shanghai Pudong Development Bank Co Ltd (600000.SS) Financials | Reuters.com.* [online] Available at: <http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=600000.SS>
- Tradingeconomics.com, (2015). *China Cash Reserve Ratio Big Banks | 1987-2015 | Data | Chart | Calendar.* [online] Available at: <http://www.tradingeconomics.com/china/cash-reserve-ratio>
- VEGA, M. and S.L.U., U. (2013). *Emilio Botín compra a HSBC un 8% de Bank of Shanghai.* [online] ELMUNDO. Available at: <http://www.elmundo.es/economia/2013/12/10/52a74abf61fd3d99778b456e.html>

7 ANEXOS

7.1 ANEXO 1: CUENTAS ANUALES DEL BANK OF CHINA (fuente:bankofshanghai.com/en/index.shtml)

	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
BALANCE DE SITUACIÓN						
ACTIVO						
Efectivo y depósitos en bancos centrales	74.910.290,00	93.142.248,00	106.927.028,00	105.554.343,00	121.154.609,00	139.588.754,00
Depósitos en bancos y otras instituciones financieras	12.163.959,00	1.286.584,00	36.810.826,00	142.715.743,00	66.637.249,00	70.882.805,00
Métals preciosos	5.614,00	-	12.007,00	515.522,00	2.331.234,00	3.667.365,00
Colocaciones (bonos) con bancos y otras instituciones financieras	11.960.036,00	9.346.855,00	29.791.338,00	15.215.911,00	20.575.564,00	34.526.307,00
Activos financieros mantenidos para negociar (cartera especulativa)	5.453.027,00	2.905.890,00	6.306.515,00	4.848.058,00	7.281.279,00	7.422.889,00
Derivados con valoración favorable	17.590,00	32.045,00	47.195,00	182.500,00	1.030.555,00	405.375,00
Activos financieros sujetos a acuerdos de renta (CFDS)	2.614.000,00	22.007.300,00	9.997.055,00	8.323.374,00	33.136.500,00	62.314.703,00
Intereses a cobrar	1.752.618,00	1.900.261,00	2.680.360,00	4.815.062,00	5.373.329,00	6.875.276,00
Prestamos y adelantos a la clientela	23.135.996,00	290.088.257,00	325.059.468,00	380.098.506,00	428.810.771,00	467.050.365,00
Activos financieros disponibles para la venta	44.222.369,00	43.201.654,00	46.689.673,00	61.539.980,00	54.901.316,00	85.822.543,00
Inversiones mantenidas hasta el vencimiento	64.112.719,00	80.652.537,00	73.610.725,00	67.415.436,00	74.093.370,00	76.004.684,00
Valores clasificados como préstamos y partidas a cobrar	5.118.895,00	14.713.175,00	6.330.185,00	17.031.316,00	149.999.488,00	213.792.687,00
Inversiones financieras en instrumentos de patrimonio a libro	-	-	153.000,00	321.300,00	750.739,00	2.155.124,00
Inversiones inmobiliarias	147.637,00	142.818,00	137.988,00	-	-	-
Activos fijos	2.664.352,00	2.655.370,00	2.712.067,00	3.770.204,00	4.466.350,00	4.314.269,00
Construcciones en curso	406.316,00	578.161,00	891.695,00	-	-	-
Activos intangibles	259.223,00	272.943,00	298.147,00	321.367,00	461.903,00	519.721,00
Activos por impuesto diferido	1.037.826,00	1.510.104,00	1.492.598,00	1.748.972,00	2.174.754,00	2.540.470,00
Long term prepaid expenses	457.489,00	457.866,00	491.656,00	-	-	-
Otros activos	598.795,00	1.881.430,00	4.986.450,00	1.648.550,00	1.589.075,00	1.313.085,00
TOTAL ACTIVO	466.038.951,00	566.775.198,00	655.426.386,00	815.467.744,00	974.768.090,00	1.179.196.422,00
PASIVO						
Préstamos del banco central	-	-	-	40.000,00	100.000,00	-
Depósitos de bancos y otras entidades financieras	68.227.572,00	75.280.597,00	89.918.884,00	160.315.043,00	196.064.043,00	259.906.583,00
Bonos (colocaciones) de bancos y otras instituciones financieras	9.603.554,00	12.548.560,00	16.491.716,00	15.169.187,00	22.467.094,00	22.776.103,00
Pasivos financieros sujetos a valor razonable con cambios en la cuenta de resultados	-	-	-	-	-	53.763,00
Derivativo financial liabilities (derivados de cobertura?)	15.692,00	51.784,00	37.649,00	196.619,00	1.059.183,00	346.368,00
Pasivos financieros mantenidos para negociar	6.325.000,00	27.885.000,00	29.015.220,00	30.195.200,00	46.954.810,00	43.943.000,00
Depósitos de la clientela	345.430.038,00	409.522.279,00	466.324.338,00	543.630.101,00	623.223.418,00	718.914.212,00
Nominas Y prestaciones a pagar	496.778,00	559.274,00	785.388,00	1.162.607,00	1.419.772,00	1.634.070,00
Impuestos a pagar	529.754,00	826.772,00	713.047,00	1.117.163,00	1.454.643,00	2.033.116,00
Intereses a pagar	2.723.234,00	3.598.426,00	4.890.460,00	7.418.793,00	10.611.951,00	12.682.784,00
Provisiones	92.610,00	74.640,00	-	-	-	-
Deudas por acciones emitidas	8.000.000,00	5.000.000,00	10.000.000,00	12.219.161,00	12.220.251,00	38.129.410,00
Otros pasivos	3.032.928,00	1.941.776,00	2.115.145,00	2.058.792,00	3.237.410,00	4.938.470,00
TOTAL PASIVO	444.476.860,00	537.289.108,00	620.297.793,00	773.522.666,00	918.813.085,00	1.105.358.884,00

PATRIMONIO NETO						
Capital social	2.600.000,00	4.234.000,00	4.234.000,00	4.234.000,00	4.234.000,00	4.704.000,00
Otras reservas de capital	- 560.880,00	343.856,00	572.364,00	438.851,00	- 631.383,00	727.862,00
Prima de emisión	2.517.248,00	3.315.350,00	3.430.698,00	3.430.698,00	9.963.698,00	15.688.710,00
Reserva legal y estatutaria	5.632.351,00	6.719.209,00	8.227.657,00	9.969.375,00	12.219.381,00	15.024.987,00
Otras reservas	4.200.000,00	4.760.000,00	5.930.000,00	7.230.000,00	10.480.000,00	12.830.000,00
Resultados de ejercicios anteriores	7.123.372,00	10.114.675,00	12.733.874,00	16.641.754,00	19.689.309,00	24.861.979,00
TOTAL PATRIMONIO NETO	21.512.091,00	29.487.090,00	35.128.593,00	41.944.678,00	55.955.005,00	73.837.538,00
TOTAL PATRIMONIO NETO + PASIVO	465.988.951,00	566.776.198,00	655.426.386,00	811.467.344,00	974.768.090,00	1.179.196.422,00

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
PÉRDIDAS Y GANANCIAS						
Intereses y rendimientos asimilados	15.357.452,00	19.978.807,00	26.278.048,00	34.627.316,00	43.290.845,00	55.563.329,00
Intereses y cargas asimiladas	- 6.305.329,00	- 7.775.932,00	- 13.050.480,00	- 19.016.631,00	- 24.340.613,00	- 32.245.060,00
Margen de intereses	9.052.123,00	12.202.875,00	13.187.568,00	15.610.685,00	18.950.232,00	23.318.269,00
Comisiones percibidas	752.729,00	896.941,00	1.218.991,00	1.513.611,00	2.482.253,00	4.074.786,00
Comisiones pagadas	- 235.502,00	- 111.911,00	- 135.787,00	- 152.875,00	- 173.662,00	- 181.086,00
Margen de comisiones	517.227,00	785.030,00	1.083.204,00	1.360.736,00	2.308.591,00	3.893.700,00
Pérdidas en inversiones	- 171.877,00	- 119.700,00	- 218.750,00	- 118.665,00	157.371,00	- 23.657,00
Pérdidas netas en cambios de valor razonable	- 78.903,00	- 16.340,00	44.379,00	- 68.177,00	- 174.447,00	276.844,00
Diferencias de cambio	71.650,00	40.887,00	- 11.992,00	137.106,00	59.713,00	212.257,00
Otros ingresos de explotación	45.765,00	55.864,00	56.008,00	80.643,00	47.154,00	59.879,00
Ingresos de explotación	9.435.985,00	12.948.616,00	14.140.417,00	17.239.658,00	21.348.614,00	27.737.287,00
Tasas y recargas del negocio	- 657.954,00	- 829.561,00	- 1.149.542,00	- 1.333.552,00	- 1.458.644,00	- 1.678.325,00
Gastos generales y administrativos:						
Sueldos y salarios	- 3.700.661,00	- 4.668.752,00	- 5.368.738,00	- 5.727.528,00	- 6.195.495,00	- 6.875.443,00
Costes de pensiones	- 1.436.901,00	- 1.842.030,00	- 2.051.478,00	- 2.244.195,00	- 2.496.732,00	?
Otros costes de seguridad social	- 259.873,00	- 305.423,00	- 357.523,00	- 388.435,00	- 430.520,00	?
Gastos generales y administrativos	- 399.307,00	- 486.911,00	611.948,00	?	- 883.452,00	?
Depreciación de activos fijos	- 850.483,00	- 1.112.378,00	- 1.306.013,00	- 1.147.006,00	- 1.088.173,00	?
Depreciación de inversiones inmobiliarias	- 260.358,00	- 314.897,00	- 331.349,00			
Amortización de "prepaid expenses" a largo plazo	- 5.169,00	- 4.819,00	- 4.820,00	- 637.346,00	- 663.237,00	- 712.655,00
Amortización de inmovilizado intangible	- 179.118,00	- 218.015,00	- 197.947,00			
Operating lease rentals	- 34.345,00	- 39.558,00	- 46.777,00			
Pérdidas por deterioros de valor de activos	- 275.107,00	- 344.921,00	- 460.883,00	- 492.301,00	- 633.381,00	?
Provisión por impago de préstamos y adelantos a clientes	- 1.117.559,00	- 1.751.800,00	- 924.801,00	- 1.056.537,00	- 2.110.704,00	- 5.253.253,00
Recuperación de préstamos clásificados como impagados	- 1.332.995,00	- 1.905.039,00	- 997.386,00	?	?	?
Recuperación de provisión por impagos de préstamos ejecutados	64.132,00	117.012,00	76.377,00	?	?	?
Recuperación de provisión por impago de activos financieros mantenidos para riesgo	137.967,00	36.227,00	3.792,00	?	?	?
Otros gastos de explotación	- 27.813,00	- 18.462,00	- 23.497,00	- 16.819,00	- 18.188,00	- 15.303,00
Gastos de explotación	- 5.503.967,00	- 7.268.575,00	- 7.466.578,00	- 8.134.436,00	- 9.783.031,00	- 13.822.324,00
Resultado de explotación (BAIT)	3.932.018,00	5.680.041,00	6.673.839,00	9.105.222,00	11.565.583,00	13.914.963,00
Ingresos extraordinarios	174.939,00	71.512,00	56.493,00	80.935,00	89.547,00	94.789,00
Gastos extraordinarios	- 28.596,00	- 12.344,00	- 14.885,00	- 15.628,00	- 82.455,00	- 43.767,00
Beneficio antes de impuestos (BAI)	4.078.361,00	5.739.209,00	6.715.447,00	9.170.529,00	11.572.675,00	13.965.985,00
Impuesto sobre beneficios	- 455.503,00	- 711.048,00	- 909.720,00	- 1.670.511,00	- 2.220.654,00	- 2.706.229,00
Beneficio neto	3.622.858,00	5.028.161,00	5.805.727,00	7.500.018,00	9.352.021,00	11.259.756,00
Otras pérdidas/ganancias globales	- 560.880,00	- 392.162,00	343.856,00	- 133.513,00	- 1.070.234,00	1.359.245,00
Resultado global	3.061.978,00	4.635.999,00	6.149.583,00	7.366.505,00	8.281.787,00	12.619.001,00

	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
FLUJOS DE CAJA LIBRES Y OPERATIVOS						
CASH FLOWS PROCEDENTES DE ACTIVIDADES DE EXPLOTACIÓN						
Incremento neto por clientes y depósitos de bancos y otras instituciones financieras	111.015.081,00	71.083.984,00	71.440.346,00	147.701.922,00	168.421.160,00	166.664,88
Disminución neta de activos financieros mantenidos para negociar (cartera especulativa)	-	-	-	1.417.640,00	-	-
Disminución neta de activos financieros sujetos a valor razonable con cambios en PyG	-	-	-	-	-	14.751,00
Incremento neto de activos financieros sujetos a valor razonable con cambios en PyG	-	-	-	-	-	53.763,00
Incremento neto en colocaciones de bonos en bancos y otras instituciones financieras	4.436.936,00	1.673.988,00	852.040,00	447.760,00	5.610.744,00	181.144,00
Incremento neto de préstamos del Banco central	-	-	-	40.000,00	60.000,00	-
Disminución neta en colocaciones de bonos en bancos y otras instituciones financieras	1.806.370,00	-	-	-	-	-
Disminución neta del valor de los metales preciosos	37.165,00	5.614,00	-	-	-	-
Disminución neta de los activos financieros mantenidos para negociar	969.109,00	2.552.434,00	-	-	-	-
Incremento neto de los activos financieros vendidos sujetos a acuerdos de recompra	-	21.560.000,00	1.130.220,00	1.179.980,00	16.759.610,00	-
Disminución neta de los activos financieros sujetos a acuerdos de recompra (CFDS)	7.323.946,00	-	12.010.245,00	-	-	3.685.397,00
Intereses recibidos	12.569.957,00	15.775.203,00	21.449.215,00	27.368.474,00	33.285.982,00	36.696.721,00
Tasas y comisiones recibidas	752.729,00	886.941,00	1.218.981,00	1.513.611,00	2.659.722,00	4.158.897,00
Efectivo recibido por otras actividades de explotación	499.550,00	1.397.617,00	1.312.482,00	434.753,00	338.607,00	1.043.308,00
Sub-total de efectivo entrante por actividades de explotación	139.410.843,00	114.945.791,00	109.413.539,00	180.104.140,00	227.135.825,00	212.200.469,00
Incremento neto de préstamos y anticipos a clientes	-	66.796.556,00	- 53.800.788,00	- 35.917.966,00	- 53.392.380,00	- 50.507.712,00
Incremento neto en el depósito con el banco central y depósitos con bancos y otras entidades	-	11.808.743,00	- 15.302.079,00	- 19.470.873,00	- 91.410.672,00	- 11.781.397,00
Incremento neto en activos financieros sujetos a acuerdos de renta	-	-	-	-	- 6.175.532,00	- 1.478.626,00
Disminución neta en activos financieros sujetos a acuerdos de recompra (CFDS)	-	26.132.294,00	-	-	-	- 3.011.810,00
Incremento neto en bonos con bancos y otras instituciones financieras	-	2.473.200,00	- 2.214.676,00	- 713.349,00	- 1.672.086,00	- 7.040.698,00
Incremento neto en activos financieros adquiridos bajo acuerdos de renta (CFDS)	-	- 19.393.300,00	-	-	-	- 12.383.880,00
Disminución neta de préstamos con el banco central	-	-	-	-	-	- 100.000,00
Incremento neto del valor de los metales preciosos	-	-	7.295,00	-	-	-
Incremento neto en activos financieros mantenidos para negociar (cartera especulativa)	-	-	3.390.643,00	-	2.575.517,00	-
Intereses pagados	- 5.942.218,00	- 6.700.691,00	- 11.621.074,00	- 16.003.567,00	- 20.506.449,00	- 29.533.220,00
Tasas y comisiones pagadas	- 235.502,00	- 111.911,00	- 135.787,00	- 152.875,00	- 173.662,00	- 181.086,00
Efectivo pagado a y en nombre de los empleados	- 2.119.231,00	- 2.624.617,00	- 2.867.976,00	- 2.974.450,00	- 3.446.879,00	- 3.824.821,00
Pagos por todos los tipos de impuestos y recaudaciones	- 1.710.002,00	- 1.565.148,00	- 2.270.100,00	- 2.310.041,00	- 3.412.632,00	- 4.625.410,00
Efectivo pagado por otras actividades de explotación	- 1.073.541,00	- 1.950.284,00	- 2.550.789,00	- 2.130.465,00	- 2.031.619,00	- 1.191.537,00
Sub-total de efectivo saliente por actividades de explotación	-115.818.087,00	-103.942.018,00	-80.447.129,00	-176.363.326,00	-97.586.579,00	-105.729.652,00
Cash Flow neto procedente de actividades de explotación	23.592.756,00	11.003.773,00	28.966.410,00	3.740.814,00	129.549.246,00	106.470.817,00

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

CASH FLOWS PROCEDENTES DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN						
Efectivo recibido por inversiones dispuestas	72.373.251,00	60.066.111,00	576.496.490,00	155.197.812,00	108.934.854,00	376.972.475,00
Efectivo recibido por disposición de activos fijos, intangibles y otros activos fijos a la ar	2.551,00	1.013,00	13.513,00	2.511,00	79,00	8.914,00
Efectivo recibido por ingresos de inversiones	3.235.541,00	4.191.267,00	4.103.019,00	5.154.596,00	9.609.151,00	17.269.140,00
Subtotal de efectivo entrante por actividades de inversión	75.611.383,00	64.258.391,00	580.613.022,00	160.354.919,00	118.544.084,00	394.250.529,00
Efectivo pagado por inversiones	-	98.231.037,00	- 85.911.887,00	- 564.695.940,00	- 174.737.244,00	- 243.384.730,00
Efectivo neto pagado por la adquisición de sucursales	-	-	-	-	- 168.300,00	- 270.000,00
Efectivo pagado por el establecimiento de sucursales	-	-	-	-	-	- 159.439,00
Efectivo pagado por la compra de activos fijos, intangibles y otros activos a largo plazo-	680.334,00	- 858.263,00	- 1.138.872,00	- 950.050,00	- 851.100,00	- 818.199,00
Subtotal de efectivo saliente por actividades de inversión	98.911.371,00	- 86.770.150,00	- 565.834.812,00	- 175.855.594,00	- 244.665.269,00	- 474.468.137,00
Efectivo neto usado en actividad desde inversión	- 23.299.988,00	- 22.511.759,00	- 14.778.210,00	- 15.500.675,00	- 126.121.185,00	- 80.217.608,00
CASH FLOWS PROCEDENTES DE ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN						
Efectivo recibido por accionistas/inversores	1.667.236,00	2.061.764,00	-	-	6.533.000,00	6.195.012,00
Procedente de la emisión de obligaciones	-	-	-	-	-	45.600.327,00
Efectivo recibido de las deudas por acciones emitidas	5.000.000,00	-	5.000.000,00	4.989.100,00	-	-
Subtotal de efectivos entrantes por actividades de financiación	6.667.236,00	2.061.764,00	5.000.000,00	4.989.100,00	6.533.000,00	51.795.339,00
Intereses (reembolsos), pagados por deudas por acciones emitidas	-	- 3.000.000,00	-	- 2.770.000,00	-	- 19.929.339,00
Efectivo pagado por dividendos	- 417.731,00	- 387.606,00	- 499.291,00	- 554.135,00	- 722.433,00	- 946.340,00
Efectivo pagado por intereses de deudas por acciones emitidas	- 173.939,00	- 200.049,00	- 177.373,00	- 484.670,00	- 639.916,00	- 402.836,00
Subtotal de efectivos salientes por actividades de financiación	- 591.720,00	- 3.587.655,00	- 676.664,00	- 3.808.805,00	- 1.362.349,00	- 21.278.515,00
Cash Flow neto usado en actividades de financiación	6.075.516,00	- 1.525.891,00	4.323.336,00	1.180.295,00	5.170.651,00	30.516.824,00
EFFECTOS DE LOS TIPOS DE CAMBIO EN TESORERÍA	-	-	-	- 34.832,00	- 101.970,00	88.960,00
INCREMENTO/DISMINUCIÓN NETA EN TESORERÍA	6.368.284,00	- 13.033.877,00	48.067.956,00	- 10.614.398,00	8.496.742,00	56.858.993,00
Saldo inicial de tesorería	40.180.591,00	46.548.875,00	33.514.998,00	85.052.692,00	74.438.294,00	82.935.036,00
Saldo Final de Tesorería	46.548.875,00	33.514.998,00	81.582.954,00	74.438.294,00	82.935.036,00	139.794.029,00

2014						
	Vencido	1 mes	1-3 meses	3 meses - 1 año	Total	
Periodicidad de las cuentas del balance						
Activos financieros						
Intereses a cobrar	-	-	-	-	6.875.276,00	
Préstamos y adelantos a la clientela	4.095.312,00	31.272.604,00	66.300.490,00	183.376.395,00	285.044.801,00	
Pasivos financieros						
Préstamos del banco central	-	-	40.300,00	-	40.300,00	
Depósitos con bancos y otras entidades financieras+bonos (colocaciones) de bancos	43.671.129,00	130.352.801,00	43.303.739,00	64.357.177,00	281.684.846,00	
Pasivos financieros mantenidos para negociar	-	41.983.000,00	1.960.000,00	-	43.943.000,00	
Depósitos de la clientela	110.453.314,00	259.874.727,00	67.687.526,00	164.146.998,00	602.162.565,00	
Intereses a pagar	-	-	-	-	12.682.784,00	

2013						
	Vencido	1 mes	1-3 meses	3 meses - 1 año	Total	
Periodicidad de las cuentas del balance						
Activos financieros						
Intereses a cobrar	-	-	-	-	5.373.329,00	
Préstamos y adelantos a la clientela	3.243.526,00	39.046.021,00	51.836.056,00	157.767.584,00	251.893.187,00	
Pasivos financieros						
Préstamos del banco central	-	14.500,00	-	100.000,00	114.500,00	
Depósitos con bancos y otras entidades financieras+bonos (colocaciones) de bancos	37.285.561,00	45.530.742,00	77.714.298,00	57.726.668,00	218.257.269,00	
Pasivos financieros mantenidos para negociar	-	35.013.910,00	11.940.900,00	-	46.954.810,00	
Depósitos de la clientela	272.431.177,00	48.241.655,00	58.642.400,00	154.626.326,00	533.941.598,00	
Intereses a pagar	-	-	-	-	10.611.951,00	

2012						
	Vencido	1 mes	1-3 meses	3 meses - 1 año	Total	
Periodicidad de las cuentas del balance						
Activos financieros						
Intereses a cobrar	0	-	-	-	4.815.062,00	
Préstamos y adelantos a la clientela	2.520.519,00	30.098.193,00	43.207.611,00	160.893.843,00	236.720.166,00	
Pasivos financieros						
Préstamos del banco central	-	-	-	40.000,00	40.000,00	
Depósitos con bancos y otras entidades financieras+bonos (colocaciones) de bancos	17.140.293,00	76.836.408,00	50.138.513,00	31.056.706,00	175.171.920,00	
Pasivos financieros mantenidos para negociar	-	28.094.200,00	1.600.000,00	501.000,00	30.195.200,00	
Depósitos de la clientela	234.704.632,00	47.385.214,00	41.465.710,00	136.871.580,00	460.427.136,00	
Intereses a pagar	-	-	-	-	7.418.793,00	

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

2011					
	Vencido	1 mes	1-3 meses	3 meses - 1 año	Total
Periodicidad de las cuentas del balance					
Activos financieros					
Intereses a cobrar	-	-	-	-	2.680.360,00
Préstamos y adelantos a la clientela	-	-	157.438.499,00	120.938.888,00	278.377.387,00
Pasivos financieros					
Préstamos del banco central	-	-	-	-	-
Depósitos con bancos y otras entidades financieras+bonos (colocaciones) de bancos)	-	-	97.502.225,00	8.118.822,00	105.621.047,00
Pasivos financieros mantenidos para negociar	-	-	29.015.220,00	-	29.015.220,00
Depósitos de la clientela	-	-	323.519.378,00	91.795.335,00	415.314.713,00
Intereses a pagar	-	-	-	-	4.890.460,00

2010					
	Vencido	1 mes	1-3 meses	3 meses - 1 año	Total
Periodicidad de las cuentas del balance					
Activos financieros					
Intereses a cobrar	-	-	-	-	1.900.261,00
Préstamos y adelantos a la clientela	0	-	139.721.650,00	104.122.714,00	243.844.364,00
Pasivos financieros					
Préstamos del banco central	-	-	-	-	-
Depósitos con bancos y otras entidades financieras+bonos (colocaciones) de bancos)	-	-	85.268.691,00	2.560.466,00	87.829.157,00
Pasivos financieros mantenidos para negociar	-	-	27.885.000,00	-	27.885.000,00
Depósitos de la clientela	-	-	281.328.377,00	89.894.817,00	371.223.194,00
Intereses a pagar	-	-	-	-	3.598.426,00

2009					
	Vencido	1 mes	1-3 meses	3 meses - 1 año	Total
Periodicidad de las cuentas del balance					
Activos financieros					
Intereses a cobrar	-	-	-	-	1.752.618,00
Préstamos y adelantos a la clientela	-	18.493.652,00	28.942.909,00	93.337.859,00	140.774.420,00
Pasivos financieros					
Préstamos del banco central	-	-	-	-	-
Depósitos con bancos y otras entidades financieras+bonos (colocaciones) de bancos y otras inst. finan.	50.193.464,00	9.015.481,00	13.787.556,00	72.996.501,00	
Pasivos financieros mantenidos para negociar	-	6.026.480,00	301.504,00	-	6.327.984,00
Depósitos de la clientela	-	235.207.617,00	26.091.133,00	58.396.095,00	319.694.905,00
Intereses a pagar	-	-	-	-	2.723.234,00

7.2 ANEXO 2: RENTABILIDADES DEL BoC Y DEL MERCADO

Rentabilidad de Bank of China (empresa)			Rentabilidad de Shanghai Stock Exchange Composite Index (mercado)		
Fecha	Precio de cierre	Rentabilidades	Fecha	Precio de cierre	Rentabilidades
01/08/2010	3,23	--	01/08/2010	2637,502	--
01/09/2010	3,24	0,30960%	01/09/2010	2655,394	0,67837%
01/10/2010	3,44	6,17284%	01/10/2010	2655,658	0,00994%
01/11/2010	3,27	-4,94186%	01/11/2010	3129,497	17,84262%
01/12/2010	3,23	-1,22324%	01/12/2010	2842,43	-9,17294%
01/01/2011	3,24	0,30960%	01/01/2011	2838,801	-0,12767%
01/02/2011	3,24	0,00000%	01/02/2011	2798,96	-1,40344%
01/03/2011	3,33	2,77778%	01/03/2011	2942,306	5,12140%
01/04/2011	3,37	1,20120%	01/04/2011	2967,41	0,85321%
01/05/2011	3,34	-0,89021%	01/05/2011	2863,887	-3,48867%
01/06/2011	3,14	-5,98802%	01/06/2011	2728,02	-4,74415%
01/07/2011	3,08	-1,91083%	01/07/2011	2759,362	1,14889%
01/08/2011	3	-2,59740%	01/08/2011	2626,423	-4,81774%
01/09/2011	2,85	-5,00000%	01/09/2011	2528,28	-3,73676%
01/10/2011	3	5,26316%	01/10/2011	2359,22	-6,68676%
01/11/2011	2,88	-4,00000%	01/11/2011	2528,294	7,16652%
01/12/2011	2,92	1,38889%	01/12/2011	2360,664	-6,63016%
01/01/2012	3	2,73973%	01/01/2012	2163,395	-8,35650%
01/02/2012	3,07	2,33333%	01/02/2012	2330,405	7,71981%
01/03/2012	2,98	-2,93160%	01/03/2012	2460,693	5,59079%
01/04/2012	3,05	2,34899%	01/04/2012	2306,553	-6,26409%
01/05/2012	3,03	-0,65574%	01/05/2012	2452,014	6,30642%
01/06/2012	2,82	-6,93069%	01/06/2012	2373,436	-3,20463%
01/07/2012	2,73	-3,19149%	01/07/2012	2223,579	-6,31393%
01/08/2012	2,78	1,83150%	01/08/2012	2132,796	-4,08274%
01/09/2012	2,7	-2,87770%	01/09/2012	2047,552	-3,99682%
01/10/2012	2,73	1,11111%	01/10/2012	2086,19	1,88703%
01/11/2012	2,76	1,09890%	01/11/2012	2117,046	1,47906%
01/12/2012	2,92	5,79710%	01/12/2012	1980,117	-6,46793%
01/01/2013	3,12	6,84932%	01/01/2013	2276,992	14,99280%
01/02/2013	3,01	-3,52564%	01/02/2013	2419,02	6,23753%
01/03/2013	2,92	-2,99003%	01/03/2013	2359,506	-2,46025%
01/04/2013	2,87	-1,71233%	01/04/2013	2236,621	-5,20808%

Invertir en China: Análisis y evaluación de la inversión del Banco Santander en el Banco de Shanghai./Investing in China: Analysis and evaluation of Bank of Santander's investment in the Bank of Shanghai.

01/05/2013	2,95	2,78746%	01/05/2013	2205,497	-1,39156%
01/06/2013	2,71	-8,13559%	01/06/2013	2300,595	4,31186%
01/07/2013	2,66	-1,84502%	01/07/2013	2007,199	-12,75305%
01/08/2013	2,65	-0,37594%	01/08/2013	2029,418	1,10697%
01/09/2013	2,78	4,90566%	01/09/2013	2098,382	3,39822%
01/10/2013	2,82	1,43885%	01/10/2013	2174,665	3,63532%
01/11/2013	2,81	-0,35461%	01/11/2013	2149,562	-1,15434%
01/12/2013	2,62	-6,76157%	01/12/2013	2237,108	4,07274%
01/01/2014	2,51	-4,19847%	01/01/2014	2083,135	-6,88268%
01/02/2014	2,51	0,00000%	01/02/2014	2033,083	-2,40272%
01/03/2014	2,59	3,18725%	01/03/2014	2057,908	1,22105%
01/04/2014	2,6	0,38610%	01/04/2014	2058,831	0,04485%
01/05/2014	2,67	2,69231%	01/05/2014	2026,358	-1,57725%
01/06/2014	2,55	-4,49438%	01/06/2014	2039,213	0,63439%
01/07/2014	2,71	6,27451%	01/07/2014	2059,374	0,98867%
01/08/2014	2,68	-1,10701%	01/08/2014	2185,303	6,11492%
01/09/2014	2,69	0,37313%	01/09/2014	2326,432	6,45810%
01/10/2014	2,81	4,46097%	01/10/2014	2363,87	1,60925%

(Reuters.com, 2015)

(Bloomberg.com, 2015)