



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ICADE

***El despertar del viejo continente: el M&A
transfronterizo para la creación de campeones
europeos y los obstáculos institucionales***

Autor: Hugo Fernández Lage

Director: Javier Lamo Cárcamo

MADRID | June 2026

ABSTRACT

This thesis examines whether cross-border mergers and acquisitions (M&A) can strengthen the EU's competitiveness. Europe faces three weaknesses: a technological innovation gap, high energy costs and growing geopolitical dependencies. The lack of corporate scale limits the ability to invest, innovate and compete globally. The study combines a theoretical framework, a sectoral analysis of telecommunications, automotive and banking, and two case studies: the FCA-PSA merger that created Stellantis and UniCredit's attempted acquisition of Commerzbank. Financial indicators and an *event study* are used to measure cumulative abnormal returns around the main milestones of each transaction. The findings show that M&A can generate value when synergies are credible, although political and institutional barriers may hinder consolidation. The thesis concludes that cross-border M&A is necessary, though insufficient, to improve European competitiveness and proposes reforms to competition policy and the Banking Union.

Keywords: Mergers and Acquisitions, European Competitiveness, Corporate Scale, Competition Policy, Banking Union.

RESUMEN

Este trabajo analiza si las fusiones y adquisiciones (M&A) transfronterizas pueden reforzar la competitividad de la UE. Europa afronta tres debilidades: el déficit de innovación tecnológica, los elevados costes energéticos y las crecientes dependencias geopolíticas. La falta de escala empresarial limita la capacidad de las compañías para invertir, innovar y competir globalmente. El estudio combina un marco teórico, un análisis sectorial de telecomunicaciones, automoción y banca, y dos estudios de caso: la fusión FCA-PSA que dio lugar a Stellantis y el intento de adquisición de Commerzbank por UniCredit. Mediante indicadores financieros y un *event study*, se calculan los retornos anormales acumulados en torno a los principales hitos de cada operación. Los resultados muestran que el M&A puede generar valor cuando las sinergias son creíbles, aunque las barreras políticas e institucionales pueden frenar la consolidación. El trabajo concluye que el M&A transfronterizo es necesario, aunque insuficiente, para mejorar la competitividad europea y propone reformas de la política de competencia y de la Unión Bancaria.

Palabras clave: Fusiones y Adquisiciones, Competitividad Europea, Escala Empresarial, Política de Competencia, Unión Bancaria

Índice

1. Introducción.....	5
1.1 Contexto y planteamiento del problema.....	5
1.2 Objetivo general y objetivos específicos.....	6
1.3 Hipótesis de trabajo	7
1.4 Metodología empleada	8
2. La competitividad de la Unión Europea en el nuevo contexto global.....	10
2.1 Evolución económica: El agotamiento de un modelo de crecimiento.....	10
2.2 El déficit de innovación y la brecha tecnológica	11
2.3 Costes Energéticos: Diferencial estructural y riesgo de desindustrialización.....	12
2.4 El nuevo tablero geopolítico: vulnerabilidades y urgencia estratégica.....	13
2.5 Síntesis: La necesidad de escala como respuesta estructural	14
3. El imperativo de la escala: el M&A como estrategia de competitividad	15
3.1 La arquitectura del valor: sinergias, escala e innovación.....	15
3.2 Radiografía del M&A europeo: <i>Megadeals</i> , resiliencia y valor transfronterizo	17
3.3 El M&A como motor de innovación y autonomía estratégica	19
3.4 Frenos a la consolidación: competencia y barreras regulatorias	21
4. Análisis sectorial: fragmentación, escala insuficiente y competitividad europea	24
4.1 Telecomunicaciones: El diseño regulatorio contra la escala	25
4.2 Automoción: La transición tecnológica y la competencia asimétrica	27
4.3 Banca: Fragmentación financiera y la Unión Bancaria incompleta	30
4.4 Síntesis comparativa: Tres sectores, una misma tesis	33
5. Estudio de caso I: FCA-PSA (Stellantis)	34
5.1 De la supervivencia a la escala: por qué FCA y PSA no tenían otra salida	34
5.2 De promesa a realidad: los números de Stellantis.....	35
5.2.1 Desempeño operativo post-fusión.....	35
5.2.2 Evaluación de la creación de valor: reacción del mercado.....	38
6. Estudio de caso II: UniCredit–Commerzbank	47
6.1 Una oferta no solicitada: por qué UniCredit quiere Commerzbank.....	47
6.2 Cuando el mercado toma partido: event study de la batalla por Commerzbank	49
6.3 ¿Prima negativa o brecha de eficiencia?: Dos tesis enfrentadas.....	53
6.4 El coste invisible: fricción regulatoria y política	57
6.5 Lecciones del caso UniCredit–Commerzbank para la tesis central	59
7. Conclusiones y recomendaciones	60
7.1. Principales resultados del análisis	60
7.2 Contraste de hipótesis de trabajo	61

7.3 Propuesta de política económica y empresarial.....	63
7.4 Limitaciones del estudio y líneas de investigación futura.....	64
8. Declaración de uso de herramientas de IA generativa en Trabajos Fin de Grado	66
9. Bibliografía	68

1. Introducción

1.1 Contexto y planteamiento del problema

Desde comienzos del siglo XXI, la Unión Europea ha visto erosionarse gradualmente su posición competitiva, no por falta de crecimiento absoluto, sino por una brecha creciente respecto a sus principales rivales. El modelo que sustentó el crecimiento europeo durante décadas, basado en energía barata rusa, defensa subcontratada a EE. UU. y un comercio global abierto, ha caducado, dando paso a lo que el Informe Draghi denomina un “desafío existencial” para la viabilidad del modelo europeo.

Los datos confirman la magnitud de este deterioro: la brecha de PIB per cápita entre la UE y EE. UU. se ha ampliado significativamente, pero lo más alarmante no es su tamaño, sino su composición. Alrededor del 72% de esa brecha se explica por la inferior productividad de la economía europea, mientras que el factor trabajo solo es responsable del 28% restante (Draghi, 2024a), revelando un problema de competitividad estructural y de eficiencia tecnológica, alejado de factores puramente laborales, que explica que la renta disponible real per cápita haya crecido casi el doble en EE. UU. que en Europa desde el año 2000. (Draghi, 2024a)

Esta divergencia no es coyuntural, sino el resultado de tres debilidades estructurales que se refuerzan mutuamente. En primer lugar, la economía europea ha caído en la denominada trampa de la tecnología media (*mid-tech trap*): mientras Estados Unidos ha redirigido sus recursos hacia el sector digital y las tecnologías disruptivas, la estructura industrial europea permanece estática, dominada por tecnologías maduras del siglo pasado, donde el potencial de crecimiento de la productividad es muy limitado (European Commission, 2025b). El resultado es una economía atrapada en tecnologías maduras incapaz de escalar sus innovaciones, como se analiza en detalle en el capítulo 2.

A esta debilidad interna se suman dos presiones externas de carácter estructural. La pérdida del acceso a energía barata ha deteriorado severamente la competitividad industrial del continente. Los costes energéticos europeos son estructuralmente superiores a los de EE. UU., generando una desventaja competitiva que amenaza la desindustrialización del continente. Y, en paralelo, el nuevo tablero geopolítico ha transformado las antiguas interdependencias comerciales en vulnerabilidades estratégicas: la UE importa el 100% de su suministro de tierras raras refinadas, proviniendo en torno al 97% directamente de China, y depende de terceros para más del

80% de sus infraestructuras y servicios digitales (Monitor Deloitte, 2025), mientras que la invasión de Ucrania y el distanciamiento estratégico de Estados Unidos han acelerado la urgencia de reconstruir capacidades propias en defensa, energía y tecnología.

En definitiva, la respuesta común a todos estos déficits estructurales es la necesidad de escala empresarial. En sectores caracterizados por altos costes fijos de innovación, ciclos tecnológicos rápidos y una competencia global cada vez más intensa, el tamaño ha dejado de ser una mera ventaja para convertirse en un requisito estricto de supervivencia. El tejido empresarial europeo se caracteriza precisamente por su fragmentación: en sectores tan dispares como las telecomunicaciones, la banca o la defensa, la UE opera con un número de actores muy superior al de sus competidores, lo que impide alcanzar la escala crítica para invertir e innovar. Dado que el crecimiento orgánico requiere largos periodos de maduración, las operaciones de fusión y adquisición (M&A, por sus siglas en inglés) emergen como el mecanismo más eficaz para reasignar recursos, dotando al tejido empresarial europeo de la dimensión necesaria para competir globalmente. Sin embargo, la política de competencia europea, concebida bajo un paradigma distinto, ha actuado sistemáticamente como freno a esta consolidación necesaria, bloqueando operaciones estratégicas con argumentos centrados en cuotas de mercado locales e impactos a corto plazo sobre el consumidor, sin ponderar las eficiencias dinámicas ni la competencia global. Este es el nudo que el presente trabajo se propone analizar.

1.2 Objetivo general y objetivos específicos

El objetivo general de este trabajo es analizar si las fusiones y adquisiciones (M&A) constituyen una herramienta efectiva para mejorar la competitividad de la Unión Europea en el actual contexto global, evaluando tanto su justificación teórica como su evidencia empírica en sectores estratégicos clave.

Para alcanzar este objetivo general, el trabajo persigue los siguientes objetivos específicos:

1. Diagnosticar las principales vulnerabilidades estructurales que erosionan la competitividad de la UE: el déficit de innovación y la brecha tecnológica, la desventaja en costes energéticos y la exposición a dependencias geopolíticas críticas.

2. Construir un marco teórico que explique los mecanismos por los que el M&A puede generar valor (sinergias operativas, financieras y de innovación) y vincularlos con los retos específicos de competitividad europeos.
3. Examinar cómo el marco regulatorio europeo de control de concentraciones condiciona la consolidación empresarial, identificando sus limitaciones y las reformas propuestas.
4. Analizar de forma sectorial la manifestación concreta de la fragmentación y sus consecuencias en tres industrias estratégicas: telecomunicaciones, automoción y banca.
5. Contrastar empíricamente la tesis central mediante el estudio de dos casos reales (la fusión FCA-PSA (Stellantis) y el intento de adquisición de Commerzbank por UniCredit), evaluando la creación de valor a través del análisis financiero y de mercado.

1.3 Hipótesis de trabajo

La hipótesis central de este trabajo es la siguiente:

“Las fusiones y adquisiciones transfronterizas entre empresas europeas constituyen una condición necesaria, aunque no suficiente, para mejorar la competitividad estructural de la Unión Europea, en la medida en que permiten alcanzar la escala crítica requerida para financiar la innovación, acometer la transición energética y garantizar la autonomía estratégica en un entorno geopolítico de creciente rivalidad.”

De esta hipótesis principal se derivan tres hipótesis secundarias que el análisis buscará contrastar:

H1: La fragmentación del tejido empresarial europeo, en sectores con elevados costes fijos y rápidos ciclos de innovación, supone un freno estructural a la competitividad que el crecimiento orgánico no puede corregir en los plazos que exige el contexto actual.

H2: Las operaciones de M&A intrarregionales entre empresas europeas generan una creación de valor superior para el accionista, medida a través del retorno anormal acumulado (CAR), que las operaciones puramente domésticas o interregionales, validando el concepto de "campeón europeo" como objetivo estratégico.

H3: El marco regulatorio europeo de control de concentraciones, en su configuración actual, penaliza la consolidación necesaria al priorizar un análisis estático de competencia local sobre las eficiencias dinámicas y la competencia global.

1.4 Metodología empleada

Para dar respuesta a las hipótesis planteadas, este trabajo adopta un enfoque mixto que combina análisis cualitativo y cuantitativo, estructurado en torno a tres niveles complementarios.

En primer lugar, se lleva a cabo un análisis documental y de literatura académica e institucional. El diagnóstico macroeconómico y el marco teórico del M&A se construyen a partir de fuentes primarias de referencia: el Informe Draghi y su análisis en profundidad, el *Competitive Compass* de la Comisión Europea, el Informe Letta, los informes de la AFME y la ERT, y las directrices de la DG COMP. Estas fuentes se complementan con literatura académica sobre teoría de fusiones, creación de sinergias y política de competencia, y permiten establecer el problema de investigación y justificar teóricamente la hipótesis central.

En segundo lugar, se realiza un análisis sectorial comparado de tres industrias estratégicas (telecomunicaciones, automoción y banca), utilizando datos de organismos sectoriales (ACEA, AFME), informes de consultoras (BCG, Lazard, Goldman Sachs) y fuentes regulatorias. El objetivo es identificar cómo la fragmentación se manifiesta de forma específica en cada ecosistema industrial y qué papel puede desempeñar el M&A en cada contexto.

En tercer lugar, el análisis empírico se articula en torno a dos estudios de caso seleccionados por su relevancia estratégica y su complementariedad metodológica. El primero, la fusión FCA-PSA que dio lugar a Stellantis, permite evaluar una operación ya concluida: se analizan los indicadores financieros del periodo 2021-2023 y se realiza un *event study* siguiendo la metodología estándar de Brown y Warner (1985), calculando los retornos anormales acumulados (CAR) en torno a los cinco hitos clave del proceso de fusión, con el índice STOXX Europe 600 Automobiles & Parts como *benchmark* sectorial. El segundo, el intento de adquisición de Commerzbank por UniCredit, aún en curso en el momento de redacción de este trabajo, permite analizar las fricciones regulatorias, políticas y financieras que obstaculizan la consolidación bancaria transfronteriza. Se aplica la misma metodología de *event study* sobre siete eventos del

proceso, utilizando el STOXX Europe 600 Banks como referencia, y se realiza un análisis comparativo de ratios de eficiencia bancaria (RoTE, *cost-to-income* y CET1) para contrastar las tesis enfrentadas del comprador y del objetivo.

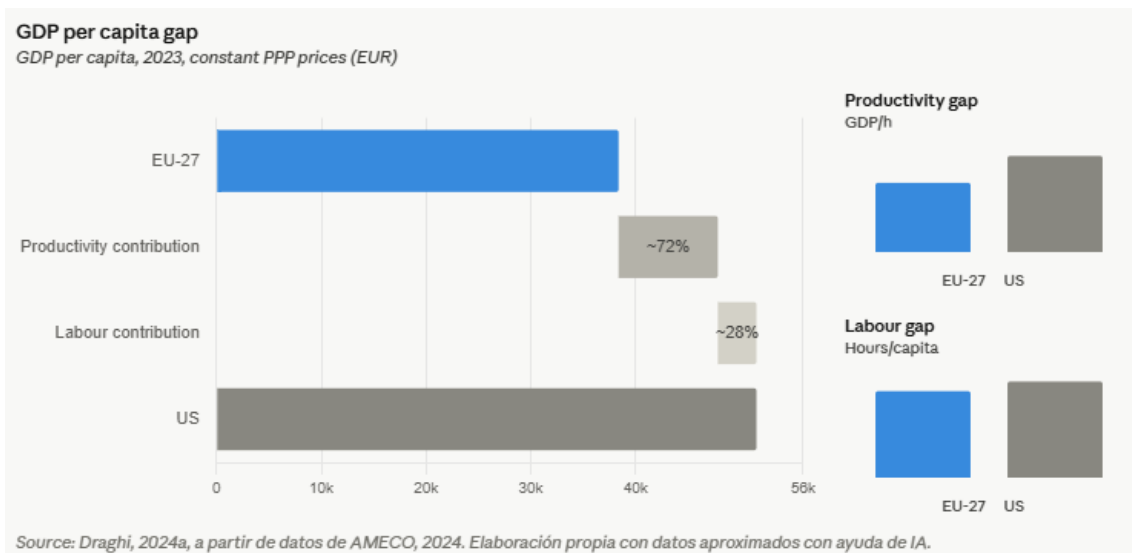
La elección de estos dos casos no es arbitraria. Stellantis ilustra cómo el M&A puede generar escala y sinergias medibles en una industria sometida a una transición tecnológica radical, mientras que UniCredit-Commerzbank pone de manifiesto los obstáculos estructurales (regulatorios, políticos y de mercado) que limitan la consolidación bancaria europea, sirviendo como banco de pruebas de las condiciones necesarias para que la hipótesis central pueda materializarse.

2. La competitividad de la Unión Europea en el nuevo contexto global

2.1 Evolución económica: El agotamiento de un modelo de crecimiento

Para entender esta pérdida de dinamismo, es necesario remontarse brevemente al contexto histórico de posguerra fría. Tras el final de la Guerra Fría, la Unión Europea se desarrolló en un entorno internacional excepcionalmente favorable que contribuyó a sostener su crecimiento económico y su modelo productivo durante varias décadas. Las tres principales condiciones que favorecieron el crecimiento de la región eran las siguientes:

- A. Apertura comercial y multilateralismo: El elevado grado de exposición de la Unión Europea al comercio global fue un motor clave. En un periodo marcado por la expansión del comercio mundial bajo un marco de reglas multilaterales, la UE logró una profunda integración en las cadenas globales de valor. De hecho, entre 2000 y 2019, el comercio internacional como porcentaje del PIB de la UE aumentó del 30% al 43%, beneficiándose enormemente de una era de expansión comercial que hoy muestra signos de agotamiento (Draghi, 2024a).
- B. Energía barata: La accesibilidad a un suministro de energía relativamente barato fue el segundo pilar. Durante este periodo, la Unión Europea mantuvo una buena relación estratégica con Rusia, que cubría una parte sustancial de la demanda energética importada de los países europeos. Antes de la invasión de Ucrania, el gas por gasoducto ruso representaba alrededor del 45% de las importaciones de gas natural de la UE, proporcionando una ventaja de costes a la industria que hoy en día ha desaparecido (Draghi, 2024a).
- C. Estabilidad política garantizada y “subcontratada”: En un contexto de hegemonía global de Estados Unidos, la Unión Europea pudo desvincular su política económica de las consideraciones de seguridad, beneficiándose de un “dividendo de la paz” (European Commission, 2025a). Esto permitió a los gobiernos europeos destinar presupuestos a otras prioridades sociales en lugar de a defensa.



Esta divergencia en el desempeño económico no es coyuntural, sino el resultado de debilidades estructurales profundas que lastran el crecimiento potencial de la región. Agotado ese modelo, tres debilidades estructurales explican la pérdida de competitividad.

2.2 El déficit de innovación y la brecha tecnológica

Actualmente, las empresas europeas se enfrentan a un entorno internacional menos favorable, caracterizado por una demanda externa más débil y por un aumento significativo de la presión competitiva de las empresas chinas en los mercados globales. De hecho, la Unión Europea compite hoy de manera directa con China en aproximadamente el 40% de los sectores, frente al 25% registrado a comienzos de la década de 2000 (Draghi, 2024a). Este dato pone de manifiesto un cambio en el patrón de la competencia global: China ya no es solo un proveedor de bajo coste, sino un competidor directo en mercados de alta tecnología.

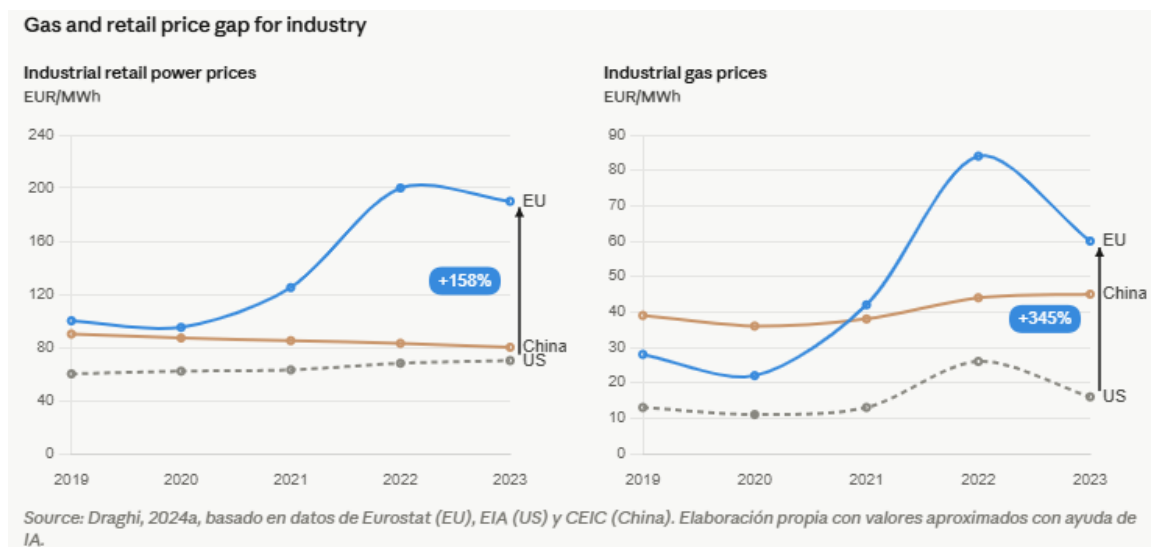
A esta presión externa se suma una debilidad interna: la economía europea ha caído en lo que la Comisión Europea denomina la “trampa de la tecnología media” (*mid-tech trap*). Mientras Estados Unidos ha redirigido sus recursos hacia el sector digital y las tecnologías disruptivas, la estructura industrial europea permanece estática, dominada por tecnologías maduras del siglo pasado (como la automoción), donde el potencial de crecimiento de la productividad es muy limitado. Esta inercia genera un círculo vicioso de baja inversión y escasa innovación que lastra la capacidad de competir en la frontera tecnológica (European Commission, 2025b).

Sin embargo, lo sorprendente es que el problema no yace en la falta de ideas, sino más bien en la incapacidad de financiarlas y escalarlas. El Informe Draghi revela una brecha

crítica en la financiación: la UE apenas capta el 5% de los fondos globales de Venture Capital, frente al 52% de Estados Unidos. Esta asfixia financiera provoca un éxodo del talento: el 30% de los “unicornios” europeos (startups valorados en más de mil millones) han trasladado su sede al extranjero para poder crecer (Draghi, 2024a).

2.3 Costes Energéticos: Diferencial estructural y riesgo de desindustrialización

Históricamente, Europa ha sido un continente con una disponibilidad limitada de recursos energéticos propios, lo que ha convertido a la importación de energía en un elemento estructural para garantizar el abastecimiento y sostener la actividad económica (Monitor Deloitte, 2025). Esta dependencia externa ha tenido un impacto directo sobre los precios energéticos, que se sitúan en niveles estructuralmente más elevados que en otras grandes economías. Los datos confirman la magnitud de esta desventaja: el coste de la electricidad para las empresas de la Unión Europea es entre dos y tres veces superior al de Estados Unidos, mientras que el precio del gas natural puede llegar a ser entre cuatro y cinco veces mayor (European Commission, 2025b; Draghi, 2024a).



Este diferencial de costes supone una amenaza existencial para la competitividad de la industria manufacturera europea, especialmente para las industrias intensivas de energía (como la química, la metalurgia o el papel). Por ejemplo, en el caso de España, tan solo cinco subindustrias concentran casi el 75% de todo el consumo energético industrial (Monitor Deloitte, 2025). La incapacidad para absorber estos sobrecostes ya está dejando cicatrices en el tejido productivo: la producción de las industrias electro intensivas europeas ha caído entre un 10% y un 15% desde 2021 (Draghi, 2024a), provocando un

aumento de las importaciones desde países con energía más barata y elevando el fantasma de la deslocalización.

En este contexto, la descarbonización adquiere una importancia doblemente estratégica para la Unión Europea. Reducir la dependencia energética externa pasa, en gran medida, por acelerar la transición hacia fuentes de energía más seguras, más baratas y limpias. En cuanto a las energías renovables, la Unión Europea dispone de recursos naturales propios que pueden facilitar el desarrollo de un sistema eléctrico más competitivo y reforzar tanto la seguridad energética como reducir la volatilidad de los precios.

Sin embargo, esta transición plantea un reto financiero colosal que enlaza directamente con la necesidad de escala empresarial. Mientras que la descarbonización promete energía más barata a largo plazo, en el corto plazo exige un volumen de inversión sin precedentes. Se estima que, solo para descarbonizar las cuatro principales industrias intensivas en energía de la UE, se requerirán inversiones por valor de 500.000 millones de euros en los próximos 15 años (Draghi, 2024a).

Es aquí donde la fragmentación del tejido empresarial europeo se convierte en una debilidad crítica. Ante la magnitud de las inversiones necesarias para electrificar procesos y adoptar tecnologías limpias, las empresas medianas y pequeñas carecen del músculo financiero suficiente.

2.4 El nuevo tablero geopolítico: vulnerabilidades y urgencia estratégica

El actual orden global se caracteriza por una creciente inestabilidad geopolítica, donde el paradigma de la globalización ha dado paso a un entorno en el que las dependencias entre países se han convertido en debilidades estratégicas.

La relación bilateral entre la Unión Europea y China es un ejemplo perfecto que ilustra esta compleja dinámica. A raíz de la globalización, se ha forjado una gran interdependencia asimétrica. Por un lado, China depende en gran medida del mercado europeo para absorber toda su sobrecapacidad industrial, por otro lado, la UE depende extremadamente del país asiático para obtener minerales críticos indispensables para la producción de tecnología y transición verde. Los datos revelan la gravedad de esta situación: la UE importa el 100% de suministros de tierras raras refinadas, proviniendo en torno al 97% directamente de China (Monitor Deloitte, 2025). Antes escenarios como este, la alianza europea está obligada a cambiar su visión global para reducir estas dependencias e incrementar su autoabastecimiento en industrias críticas.

A esto, se le suma la urgencia en el ámbito de la seguridad física y la defensa. Tras décadas beneficiándose del “dividendo de la paz” y delegando gran parte de su seguridad en el paraguas de Estados Unidos, Europa se enfrenta a la necesidad ineludible de reconstruir su capacidad militar y tecnológica (European Commission, 2025a). Sin embargo, la industria de defensa europea sufre de una fragmentación crónica, caracterizada por actores nacionales operando en mercados domésticos relativamente pequeños (Schöning, 2025).

Esta fragmentación, impide la estandarización y la generación de economías de escala. La industria de la defensa nos presenta un ejemplo muy ilustrativo de esta ineficiencia estructural, mientras que Estados Unidos produce y opera un único tipo de tanque de batalla principal, en Europa conviven doce modelos diferentes, lo que encarece la producción y dificulta enormemente la logística y la interoperabilidad conjunta (Draghi, 2024a).

En definitiva, superar el actual déficit de competitividad y garantizar la autonomía estratégica de Europa es clave para la prosperidad de la eurozona. Desarrollar capacidades propias en sectores críticos y corregir la ineficiencia de industrias fragmentadas como la defensa requiere una gran inversión, inasumible para empresas de poco tamaño.

2.5 Síntesis: La necesidad de escala como respuesta estructural

Las tres vulnerabilidades analizadas en los epígrafes anteriores, el déficit de innovación tecnológica, la desventaja estructural en costes energéticos y la exposición a dependencias geopolíticas críticas, no son debilidades independientes, sino elementos de un mismo síndrome: la insuficiencia de escala empresarial. En un entorno donde las inversiones mínimas para competir tecnológicamente se miden en decenas de miles de millones, donde la transición energética requiere un esfuerzo de capital sin precedentes y donde la autonomía estratégica exige duplicar capacidades críticas hoy controladas por terceros, el tamaño ha dejado de ser una ventaja competitiva para convertirse en un requisito de supervivencia. El crecimiento orgánico, por su lentitud estructural, no puede cubrir esta brecha en los plazos que impone la competencia global.

3. El imperativo de la escala: el M&A como estrategia de competitividad

Tras las vulnerabilidades estructurales diagnosticadas en el capítulo anterior la economía europea necesita una transformación profunda. En sectores con elevados costes fijos, rápidos ciclos de innovación y una competencia global creciente, la escala empresarial ha dejado de ser una ventaja para convertirse en un requisito de supervivencia (Lazard, 2026). Dado que el crecimiento orgánico requiere largos periodos de maduración, las operaciones de fusión y adquisición (M&A, por sus siglas en inglés) emergen como el mecanismo más eficaz para reasignar recursos y dotar a las empresas europeas de la dimensión necesaria para competir globalmente.

3.1 La arquitectura del valor: sinergias, escala e innovación

El crecimiento de una empresa puede articularse a través de dos vías fundamentales. En primer lugar, mediante el crecimiento interno u orgánico, que se basa en la reinversión de los recursos propios, y, en segundo lugar, el crecimiento externo u inorgánico, que es aquel logrado a través de la adquisición, asociación o participación en otras sociedades (Folch Redondo, 2021).

Desde un punto de vista jurídico y económico, una fusión es el acuerdo por el que dos o más sociedades independientes unen sus patrimonios, bien creando una nueva entidad, bien integrándose en una preexistente (Folch Redondo, 2021). El claro objetivo de cualquier operación de concentración en la creación de valor: la premisa de que el valor de mercado de las entidades combinadas trabajando de manera conjunta será superior al de las partes operando de forma independiente ($V_{x+z} > V_x + V_z$) (Folch Redondo, 2021). Este incremento de valor se fundamenta en la generación del denominado efecto sinérgico.

Dependiendo de la relación entre las actividades de las empresas participantes en este tipo de operación, el crecimiento corporativo se divide en dos tipos:

1. Crecimiento horizontal (orientado a la escala): Se produce entre empresas de la misma línea de actividad con el objetivo de reducir costes de producción aprovechando economías de escala (Folch Redondo, 2021). En el contexto europeo actual, la escala es crítica: análisis recientes de BCG muestran que aproximadamente dos tercios de las operaciones de M&A en sectores europeos clave buscan predominantemente ganar escala y eficiencia (Wenske et al., 2025).

2. Crecimiento vertical o conglomerado (orientado al alcance): tipo de crecimiento que busca integrar distintas etapas de la cadena de valor o entrar en nuevas líneas de negocio para diversificar riesgos (Folch Redondo, 2021).

Independientemente de su tipología, la justificación económica de la consolidación reside en la captura de sinergias. Adaptadas a los retos de competitividad europeos, estas sinergias se articulan en tres tipos de sinergias fundamentales:

- Sinergias Operativas y de Escala: Constituyen la fuente principal de creación de valor y buscan la obtención de economías de escala, reduciendo el coste unitario a medida que aumenta el volumen (Folch Redondo, 2021). En industrias con altos costes fijos (como el desarrollo de software o el cumplimiento regulatorio), la escala permite a las empresas fusionadas diluir estas enormes inversiones entre una base de clientes mucho mayor, mejorando su competitividad en costes (Manne et al., 2025).
- Sinergias Financieras frente a la dependencia bancaria y la fragmentación de los mercados: El sistema financiero europeo presenta limitaciones estructurales para financiar el crecimiento empresarial. El tejido empresarial de la UE depende excesivamente del crédito bancario tradicional, un instrumento poco adecuado para financiar activos intangibles e innovaciones disruptivas (Draghi, 2024a). Esta debilidad se agrava por la escasa profundidad de los mercados de capitales: las empresas europeas obtienen menos del 30% de su financiación vía acciones y bonos, frente al 70% de las empresas estadounidenses, y la capitalización bursátil de la UE representa menos de la mitad de la de EE. UU. en proporción al PIB (European Commission, 2025a; 2025b). Ante este déficit, el M&A actúa como palanca financiera: al integrarse en una entidad mayor, las empresas acceden a balances más sólidos, mayor credibilidad ante los mercados y canales de financiación que el crecimiento orgánico no puede alcanzar (Manne et al., 2025). Las fusiones, además, reducen el riesgo económico percibido por los inversores al diversificar los flujos de caja, mejorando las condiciones de acceso al capital (Folch Redondo, 2021).
- Sinergias Competitivas y de Innovación (Eficiencia Dinámica): Las fusiones permiten integrar capacidades de I+D complementarias y asumir conjuntamente el elevado riesgo de la innovación disruptiva (Manne et al., 2025). Aunque históricamente se ha debatido si la consolidación reduce el incentivo a innovar, la

evidencia empírica reciente demuestra lo contrario en el entorno europeo. Estudios como el de Fernández et al. (2019) sobre las principales empresas de la UE concluyen que las fusiones influyen positiva y significativamente en la intensidad de I+D y en la rentabilidad de las firmas a corto y largo plazo (Fernández et al., 2019). Otras investigaciones, como la de Stiebale (2014), revelan que las adquisiciones transfronterizas impulsan un aumento considerable de la innovación post-fusión en la entidad combinada. Esto ocurre porque la operación permite reorganizar los recursos, trasladando la actividad innovadora hacia un uso más eficiente y competitivo dentro de la empresa multinacional (Stiebale, 2014).

En conclusión, en industrias donde la escala es decisiva y las barreras tecnológicas son elevadas, la consolidación empresarial no debe verse únicamente bajo el prisma de la acumulación de poder de mercado, sino como una herramienta indispensable para impulsar la eficiencia dinámica. Solo combinando activos complementarios y uniendo presupuesto de investigación fragmentados podrán las empresas europeas superar el llamado “valle de la muerte” de la comercialización y competir en la frontera tecnológica global.

3.2 Radiografía del M&A europeo: *Megadeals*, resiliencia y valor transfronterizo

Tras un periodo marcado por la volatilidad macroeconómica y las tensiones geopolíticas, el mercado de M&A ha demostrado una transformación estructural. Según el informe de Lazard (2026), el valor de las operaciones anunciadas a nivel mundial en 2025 experimentó un repunte del 40% en el último año (Lazard, 2026). Sin embargo, este repunte no se debió a una mayor cantidad de transacciones, ya que en realidad el volumen total de acuerdos cayó un 4% a nivel global, sino más bien a un cambio radical hacia la búsqueda de escala empresarial a través de operaciones estratégicas de gran envergadura (Lazard, 2026).

Este tipo de operaciones son los denominados “Megadeals” (operaciones de más de 10.000 millones de dólares) que ya concentran casi el 30% de todo el valor transaccionado a nivel mundial (Lazard, 2026). Esta dinámica refleja una polarización estratégica en la que las grandes corporaciones se ven obligadas a ganar tamaño masivo para hacer frente a los crecientes costes fijos de innovación y tecnología (Lazard, 2026).

En este contexto, el ecosistema europeo está demostrando una notable capacidad de adaptación. El índice de sentimiento de los inversores hacia el M&A en Europa muestra una tendencia sostenida y más optimista que en regiones como EE. UU. o Asia (Boston Consulting Group, 2025). La actividad corporativa en el continente experimenta un importante repunte. Las empresas europeas han comprendido que la escala local ya no es suficiente, lo que ha provocado un 34% en el volumen de las operaciones transfronterizas (*cross-border*) en 2024 sobre 2023, marcando el nivel más alto de los últimos cinco años (EY-Parthenon, 2025).

Esta apuesta por cruzar fronteras responde a una lógica de creación de valor empíricamente demostrada. Los últimos datos de BCG revelan un hallazgo fundamental; las empresas europeas destacan a nivel global por su excelencia en la ejecución de operaciones transfronterizas (Boston Consulting Group, 2025). El análisis del retorno total relativo para el accionista (rTSR; que es la rentabilidad total para el accionista de una empresa comparada con la de sus competidores o con un índice de referencia) a dos años tras una fusión demuestra que la geografía de la operación es un factor determinante:



- Operaciones domésticas (nacionales): Por norma general, destruyen valor, presentando un rTSR medio del -0,9%. Dado que la mayoría de los mercados nacionales europeos están muy maduros y saturados, fusionarse con un rival local ofrece muy poco margen real para el crecimiento a largo plazo (Boston Consulting Group, 2025).
- Operaciones interregionales (ej. EU-EE. UU o EU-Asia): Generan un retorno positivo muy moderado medio del 0,6% debido a la altísima complejidad de

integración por choques culturales y divergencias a largo plazo (Boston Consulting Group, 2025).

- Operaciones intrarregionales (entre una misma región): Superan con creces al mercado, entregando un rTSR medio del 1,2%. Representan el “punto óptimo” (*sweet spot*) de la creación de valor, al permitir escalar operando bajo un marco regulatorio e institucional relativamente cohesionado. En concreto, las operaciones intrarregionales entre empresas europeas son un tipo de operación con el rTSR más alto de todos como se aprecia en la tabla de abajo (Boston Consulting Group, 2025).

Regional breakdown
(Acquirer two-year relative TSR, %)

Acquirer region	Target company region					
	North America	Europe	Asia-Pacific	Africa	Middle East	South and Central America
North America	-2.2	-0.1	-1.2	-5.8	-3.7	-2.7
Europe	1.9	2.2	2.7	2.5	1.8	2.8
Asia-Pacific	-0.1	0.8	-1.6	-2.8	-1.0	-1.1
Africa	0.2 ¹	0.7	0.2	4.4	0.7 ¹	0.7 ¹
Middle East	1.0	0.9	0.8	2.5	5.1	2.8
South and Central America	-0.1	1.0	-0.4	-7.9 ¹	-8.0 ¹	0.7

Source: Boston Consulting Group, 2025. Elaboración propia con ayuda de IA.

Destacan operaciones como la reciente fusión en el sector de las telecomunicaciones entre Vodafone UK y Three UK, valorada en casi 20.000 millones de euros, para asumir los costes colosales del despliegue del 5G (Espinoza, 2025), o el memorando firmado en el ámbito de defensa y el espacio, Proyecto Bromo, donde Airbus, Leonardo y Thales han unido fuerzas para crear un gigante satelital soberano, valorado en 10.000 millones de euros, capaz de competir frente al dominio estadounidense (Verbo, 2025).

3.3 El M&A como motor de innovación y autonomía estratégica

La relación entre el tamaño empresarial y la capacidad de innovar constituye uno de los debates centrales en la actual política industrial europea. Históricamente, el escrutinio regulatorio ha tendido a recelar de la concentración empresarial bajo la premisa de que reduce los incentivos para competir. Sin embargo, en los mercados tecnológicos y estratégicos modernos, caracterizados por costes fijos masivos, ciclos de vida de producto cortos y fuertes efectos de red, la escala ha pasado a ser el habilitador fundamental de la innovación (Manne et al., 2025).

El ecosistema europeo presenta debilidades estructurales en la fase de comercialización: aunque genera investigación básica de excelencia, muchas *startups* prometedoras fracasan al no poder escalar sus operaciones. Según la Oficina Europea de Patentes, solo un tercio de las invenciones patentadas por universidades europeas llegan a comercializarse (Draghi, 2024a). Una de las principales razones es la menor integración de investigadores en “clústers” de investigación, redes de universidades, start-ups, grandes empresas y capital riesgo que han sido clave en el dinamismo industrial de Estados Unidos. Mientras que EE. UU cuenta con 4 y China con 3 en Europa no hay ninguno (Draghi, 2024a). El M&A se presenta como un mecanismo de rescate en un contexto de escasez de disponibilidad de recursos para la innovación europea. Al integrarse una startup en una empresa más grande, esta accede de forma inmediata a los recursos financieros del adquirente, a su infraestructura y a su base de clientes (Manne et al., 2025).

Lejos de ser una amenaza, este tipo de operaciones son vitales para la supervivencia del ecosistema emprendedor. Actualmente, las adquisiciones por parte de empresas más grandes presentan el 80% de los eventos de liquidez (*exits*) para los fondos de capital de riesgo (Manne et al., 2025). Sin esta vía de salida, los inversores perderían la capacidad de rentabilizar su capital y dejarían de financiar proyectos en sus etapas iniciales (Manne et al., 2025).

La literatura advierte del riesgo de “*killer acquisitions*”, aunque la evidencia empírica los acota a una proporción reducida de las transacciones, entre el 5% y el 7% en sectores escrutados (Manne et al., 2025).

Por otro lado, más allá de la eficiencia empresarial individual, el M&A es una herramienta indispensable de autonomía estratégica. En las industrias tecnológicas y estratégicas actuales, la competencia global ya no se produce únicamente entre empresas individuales, sino entre ecosistemas industriales respaldados por Estados (Draghi, 2024a). Aunque los países europeos destinan recursos significativos al apoyo de sectores estratégicos, la falta de coordinación entre políticas nacionales, instrumentos de financiación y estrategias industriales reduce significativamente su efectividad. La fragmentación del mercado europeo dificulta la movilización de grandes volúmenes de capital para proyectos intensivos en capital y limita la capacidad de Europa para competir contra ecosistemas industriales más integrados (Draghi, 2024a).

Frente a las políticas industriales masivas de China y Estados Unidos, la consolidación corporativa se convierte en un instrumento clave para reducir la dependencia tecnológica y vulnerabilidad geoeconómica europea. La fuerte dependencia europea de proveedores externos en materias primas críticas y tecnologías avanzadas constituye una vulnerabilidad geoeconómica que puede ser utilizada como instrumento de presión en un contexto de creciente rivalidad global (Draghi, 2024a). La urgencia por crear “campeones europeos” es especialmente evidente en sectores críticos que exigen inversiones de capital colosales para no perder la frontera tecnológica: desde el despliegue de infraestructuras 5G en las telecomunicaciones y la interoperabilidad en defensa, hasta la financiación de tecnologías limpias en el sector energético.

3.4 Frenos a la consolidación: competencia y barreras regulatorias

A pesar de la urgencia estratégica por ganar escala, el mercado europeo de M&A se encuentra condicionado por un marco institucional y regulatorio concebido para un escenario económico distinto. Como advierte Cecilia Bonefeld-Dahl, directora general de Digital Europe, la sobrerregulación no puede sustituir a la dimensión empresarial: “No crearemos la próxima Apple o Nvidia a través de la Ley de Datos o la Ley de IA” (Espinoza, 2025).

El debate académico e institucional actual sobre los límites de las fusiones y adquisiciones en Europa se articula en torno a tres factores estructurales: el enfoque estático de la competencia, los elevados estándares probatorios de las eficiencias y la fragmentación del Mercado Único.

1. El enfoque estático frente a la competencia global: Durante décadas, la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea (DG COMP) ha aplicado el Reglamento de Control de Concentraciones bajo un paradigma principalmente estático. Este enfoque, que estaba diseñado originariamente para consolidar el mercado interior y evitar abusos a nivel local, ha priorizado tradicionalmente el análisis de las cuotas de mercado nacionales y el riesgo de un incremento de precios a corto plazo para el consumidor.

Sin embargo, en el contexto actual, este marco ha dificultado la autorización de operaciones críticas orientadas a crear “campeones europeos”. Ejemplos representativos ilustran las limitaciones de este enfoque frente a la competencia de terceros países:

- Sector Siderúrgico: En 2019, la Comisión bloqueó la fusión entre la alemana ThyssenKrupp y Tata Steel argumentando un posible impacto sobre los

consumidores locales. Al aplicar este enfoque, Bruselas desestimó el objetivo principal de la operación: la defensa del negocio europeo frente a la entrada masiva de acero a bajo coste procedente de China. Las consecuencias han evidenciado las carencias de esta visión a largo plazo: ante la imposibilidad de ganar escala, Tata se ha visto abocada al cierre de plantas en el continente y ThyssenKrupp ha anunciado el despido de 11.000 trabajadores en su división siderúrgica (Espinoza, 2025).

- Telecomunicaciones: Históricamente, el regulador ha vetado operaciones guiado por el principio de mantener un número mínimo de operadores por Estado miembro, como ocurrió con el bloqueo de la compra de O2 por CK Hutchinson en 2016 (Espinoza, 2025). Definir los mercados a nivel nacional, en lugar de europeo, dificulta alcanzar la potencia financiera necesaria para el despliegue de infraestructura crítica como el 5G (Draghi, 2024a).
- Mercados Financieros: En 2016, la Comisión Europea bloqueó la fusión entre London Stock Exchange Group (LSEG) y Deutsche Börse por el riesgo de una posible posición dominante. Sin embargo, esta decisión contribuyó a mantener la fragmentación de los mercados bursátiles europeos. Como consecuencia, muchas empresas europeas continúan trasladando sus cotizaciones a mercados de capitales más profundos y líquidos, especialmente en Estados Unidos, lo que supone un paso atrás en el avance hacia un verdadero Mercado Único de capitales (Espinoza, 2025).

2. El debate de las eficiencias y la “probatio diabólica”: En el plano teórico, la normativa europea permite aprobar una fusión si las partes demuestran que esta generará “eficiencias” (como mayor innovación o reducción de costes) que compensen la posible pérdida de competencia (European Round Table for Industry [ERT], 2026). No obstante, su aplicación práctica resulta sumamente restrictiva.

La European Round Table of Industrialists (ERT) señala que la comisión impone a las empresas lo que en derecho se conoce como una prueba diabólica (*probatio diabolica*). Es decir, una exigencia probatoria de cumplimiento virtualmente imposible. En la práctica, las empresas deben mostrar con un alto grado de certeza que las eficiencias derivadas de la fusión se materializarán, a pesar de que estas suelen depender de factores futuros e inciertos como la evolución tecnológica, la integración operativa o las decisiones de inversión. Este estándar probatorio resulta especialmente problemático para las

eficiencias dinámicas (innovación, I+D, inversión o mejoras de calidad, etc.), que por su propia naturaleza sólo pueden acreditarse mediante proyecciones razonables y no mediante pruebas concluyentes (ERT, 2026).

Para corregir esta asimetría, el actual debate comunitario, recogido en el Competitive Compass, propone la introducción de una “defensa de la innovación”. Revisar las directrices permitiría justificar determinadas concentraciones empresariales cuando la unión de recursos sea la única forma viable de asumir los elevados costes fijos de I+D y competir a escala global (Draghi, 2024b).

3. La fragmentación del Mercado Único y el proteccionismo nacional: incluso cuando la normativa de competencia no actúa como freno, el M&A transfronterizo dentro de la UE se ve condicionado por barreras de carácter nacional, evidenciando que el terreno de juego europeo aún presenta problemas estructurales.

El sector bancario constituye el ejemplo más claro y reciente de este fenómeno. Informes recientes del sector financiero europeo (AFME) señalan que la Unión Bancaria sigue incompleta: la liquidez y el capital de los bancos operan a menudo como compartimentos estancos, quedando “atrapados” a nivel nacional (*trapped liquidity*) en las filiales por exigencias de los reguladores locales (Association for Financial Markets in Europe [AFME], 2025). Debido a estas fricciones regulatorias y a la interferencia política, completar una fusión bancaria transfronteriza en Europa requiere un promedio de 285 días, lo que incrementa el riesgo de ejecución y desalienta la consolidación (AFME, 2025).

A partir de este marco, el Capítulo 4 analiza cómo estas dinámicas se manifiestan de forma desigual en distintos sectores estratégicos, evaluando las necesidades de consolidación, oportunidades y riesgos en industrias clave para Europa como la automoción, la banca y las telecomunicaciones.

4. Análisis sectorial: fragmentación, escala insuficiente y competitividad europea

La pérdida de competitividad de la Unión Europea frente a Estados Unidos o China no responde a una crisis coyuntural, sino a limitaciones estructurales del actual modelo económico (European Commission, 2025a). A pesar de contar con fortalezas fundamentales, como sistemas educativos robustos y un sólido Estado de bienestar, Europa está mostrando dificultades para traducir estas ventajas en industrias productivas y competitivas en el escenario global (Draghi, 2024a; European Commission, 2025b). En este contexto, el Informe Draghi subraya la incapacidad de generar corporaciones con la escala suficiente para asumir los costes masivos de la innovación tecnológica. Contribuyendo a ampliar la brecha de productividad de la región (Draghi, 2024a).

Para revertir esta situación en el actual orden geopolítico, se advierte de que Europa necesita “velocidad, escala y, sobre todo, suficientes recursos financieros” (Letta, 2024). Sin embargo, este diagnóstico macroeconómico adquiere su verdadera dimensión y complejidad al descender al nivel sectorial, ya que las barreras que frenan el crecimiento empresarial se manifiestan de forma distinta en cada ecosistema industrial.

Por ello, este capítulo no pretende describir el funcionamiento operativo de diferentes industrias, sino utilizar tres sectores estratégicos como ilustración sectorial de una misma tesis central: la fragmentación del mercado europeo impide la escala empresarial, bloqueando la inversión y la innovación. Aunque los obstáculos presentan manifestaciones distintas en cada sector, todos convergen en la necesidad de integración a través de operaciones de fusión y adquisición (M&A).

A estos efectos, el análisis se centrará en tres industrias de carácter críticas para el continente: las telecomunicaciones, la automoción y la banca. Este enfoque permitirá poner de manifiesto que el crecimiento inorgánico transfronterizo ha dejado de ser una mera opción de expansión corporativa para convertirse en un verdadero imperativo estratégico, contribuyendo a diluir el impacto de la amortización de los costes de I+D, modernizar las infraestructuras, reforzar la estabilidad financiera y avanzar hacia una mayor autonomía estratégica en Europa. Solo mediante la consolidación de estos sectores clave, como ilustración de una necesidad más amplia, podrá Europa avanzar en el cumplimiento de los objetivos definidos en el Competitive Compass de la Comisión Europea: canalizar las inversiones necesarias para el cambio tecnológico, reforzar la

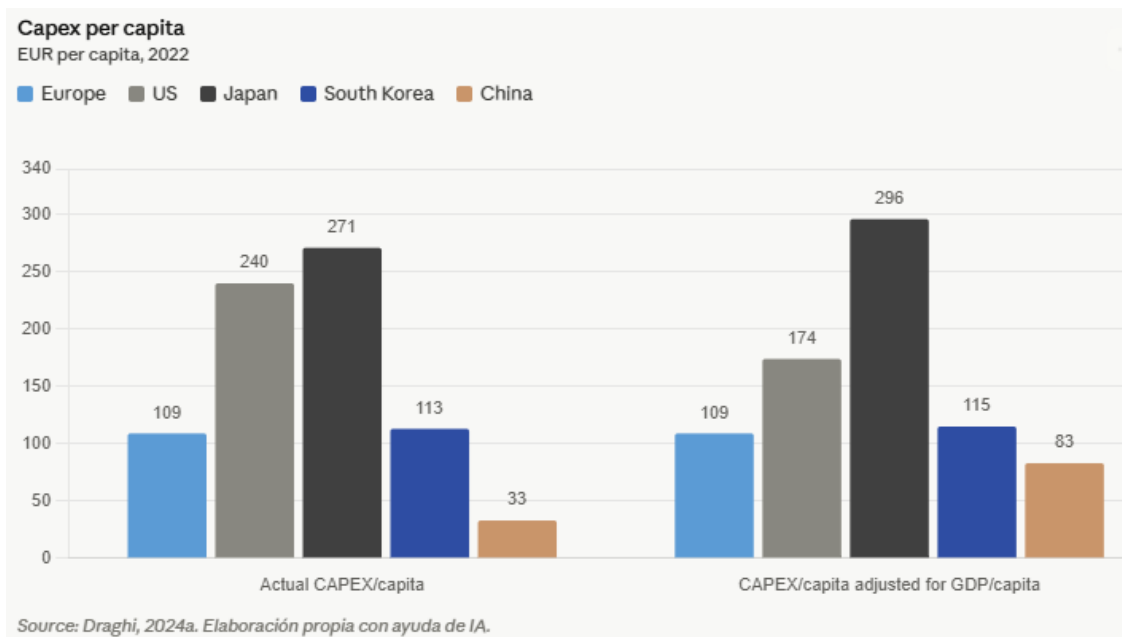
resiliencia de sus cadenas de valor y garantizar la autonomía estratégica imprescindible para competir en el nuevo orden global (ERT, 2026).

4.1 Telecomunicaciones: El diseño regulatorio contra la escala

En el sector de la telecomunicaciones, el freno a la competitividad no deriva de una falta de demanda o de capacidad tecnológica inherente, sino de un problema puramente regulatorio. A través de una estricta aplicación de su política de competencia, Europa ha creado un mercado excesivamente atomizado. Mientras que en EE. UU. o en China el mercado móvil está dominado por tres y cuatro grandes operadores respectivamente, la Unión Europea cuenta con 34 operadores de redes móviles (Draghi, 2024b).

Esta fragmentación es el resultado de un enfoque regulatorio que, históricamente, ha priorizado el mantenimiento de un elevado número de competidores a nivel nacional para reducir precios a corto plazo, a costa de asfixiar la rentabilidad y la eficiencia a largo plazo (Draghi, 2024b). Como señala Marc Murtra, actual presidente ejecutivo de Telefónica, “el mercado europeo es ineficiente debido al volumen de competidores”, lo que sitúa a las compañías del continente en clara desventaja frente a otras latitudes con mayor escala (Del Castillo, 2025).

Al impedir la consolidación mediante operaciones de M&A, la regulación impide que emerjan operadores con la masa crítica necesaria para amortizar sus elevados costes fijos. En consecuencia, los operadores carecen de la escala financiera (CAPEX) indispensable para desplegar las costosas infraestructuras de nueva generación. La cobertura de 5G alcanza aproximadamente el 81% de la población, frente a niveles superiores al 95% en Estados Unidos y China. Además, su calidad no satisface plenamente las expectativas de los usuarios ni las necesidades de las industrias, lo que contribuye a mantener una brecha persistente entre las zonas urbanas y rurales (Draghi, 2024b). Según estimaciones, la Unión Europea requiere inversiones adicionales masivas de en torno a 114.000 millones de euros para alcanzar los objetivos de conectividad gigabit, y otros 33.000 millones para proporcionar un servicio 5G completo (Draghi, 2024b). (foto Draghi in Depth 69/328)



La imposibilidad de acometer estas inversiones por falta de músculo financiero supone un riesgo directo para la autonomía estratégica de la UE, que hoy depende de terceros países para más del 80% de sus infraestructuras y servicios digitales (Draghi, 2024a; 2024b). Esta vulnerabilidad, provoca una alarmante “pérdida de valor de los datos” (data value loss), ya que el 90% de la información europea es procesada en jurisdicciones extranjeras (Draghi, 2024b). En el actual contexto geopolítico, garantizar la soberanía tecnológica exige inyecciones masivas de capital para proteger infraestructuras críticas como los cables submarinos, desarrollar sistemas de encriptación poscuántica y desplegar redes de “*edge computing*”, un mercado en el que la UE apenas posee tres nodos comerciales de los 10.000 previstos por la Unión Europea para 2030 (European Commission, 2025a; Draghi, 2024a).

Sin embargo, el mayor riesgo para estas operaciones sigue siendo el veto institucional. Como documenta la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), las autoridades de competencia han obstaculizado sistemáticamente la consolidación en mercados móviles que pretendían pasar de cuatro a tres operadores (ERT, 2026). Un ejemplo representativo de esta rigidez fue el intento de fusión entre TeliaSonera y Telenor en Dinamarca (2015), una operación que tuvo que ser retirada por las partes ante las inasumibles exigencias regulatorias (ERT, 2026).

Aún más representativo es el veto de la Comisión Europea a la adquisición de O2 por CK Hutchinson (Three) en el Reino Unido en 2016 (ERT, 2026). Aunque el Tribunal General de la Unión Europea anuló inicialmente la prohibición en 2020, el largo historial de

litigios posterior, que escaló hasta el Tribunal de Justicia Europea de la UE en 2023, refleja la profunda inseguridad jurídica a la que se enfrentan las operadoras (OECD, 2021; ERT, 2026). La ERT señala que, en la práctica de la Comisión Europea, las fusiones no se aprueban basándose en las mejoras tecnológicas o de eficiencia que puedan generar, ya que estas rara vez se consideran suficientes para compensar los posibles efectos negativos sobre la competencia (ERT, 2026). Incluso en aquellas operaciones que logran autorización, como Orange/MásMóvil, Bruselas impone exigentes condiciones o remedios que a menudo no consideran suficientes las eficiencias de red para compensar el supuesto daño a la competencia estática local (ERT, 2026).

Para corregir estas deficiencias estructurales, resulta imperativo acometer una reforma profunda del marco regulatorio. Siguiendo las directrices del Informe Draghi, la Comisión Europea debe modificar sus directrices de control de concentraciones para redefinir los mercados de telecomunicaciones a escala continental, abandonando el análisis estático a nivel nacional (Draghi, 2024b). Asimismo, las autoridades deben otorgar un peso mucho mayor a los compromisos de inversión en innovación y a las eficiencias dinámicas, en lugar de centrarse exclusivamente en cuotas de mercado locales o en exigir transferencias de activos físicos como condición para aprobar operaciones (Draghi, 2024b).

En este contexto, el M&A ha dejado de ser una simple opción de expansión para erigirse como el único mecanismo viable para resolver el déficit de competitividad del sector de las telecomunicaciones. En mercados caracterizados por costes fijos colosales, fuerte indivisibilidad de activos y rápidos ciclos de innovación, el crecimiento orgánico o los meros acuerdos de colaboración resultan insuficientes y lentos (Manne et al., 2025). La consolidación corporativa a través del M&A permite a las empresas mutualizar el masivo gasto de capital (CAPEX) necesario para el despliegue de infraestructuras 5G, internalizar las sinergias tecnológicas de forma eficiente y alcanzar, en definitiva, la masa crítica imprescindible para garantizar la soberanía digital de Europa frente a competidores internacionales (Manne et al., 2025; Draghi, 2024b).

4.2 Automoción: La transición tecnológica y la competencia asimétrica

El sector de la automoción constituye uno de los pilares estructurales más críticos de la economía de la Unión Europea. En la actualidad, esta industria proporciona empleo directo a 13,6 millones de personas, lo que representa el 8,1% de los puestos de trabajo

del sector manufacturero europeo (European Automobile Manufacturers' Association [ACEA], 2025). Más allá de su peso laboral, la automoción es el motor indiscutible de la innovación continental: concentra el 34% de la inversión total de I+D en el tejido industrial europeo, inyectando anualmente cerca de 85.000 millones de euros (ACEA, 2025). Sin embargo, esta industria se encuentra actualmente atrapada en lo que podría denominarse “trampa del ciclo de transición”. La agenda climática de la Union Europea, que impone el fin de las ventas de motores de combustión en 2035, obliga a los fabricante a sostener un esfuerzo financiero doble e inasumible en solitario: deben financiar la amortización y el mantenimiento de sus plataformas tradicionales mientras acometen la masiva inversión de capital (CAPEX) requerida para desarrollar vehículos eléctricos de batería (European Commission, 2025a; Draghi, 2024b). Todo ellos en un marco donde la transición no se ha sincronizado con el desarrollo de la cadena de suministro local.

A esta vulnerabilidad interna se suma un desafío exógeno radical. Diversos informes advierten con crudeza de la brecha competitiva a la que se enfrentan los fabricantes del continente: los costes generales de producción de la UE son un 30% superiores a los de China (European Commission, 2025b). Esta simetría es especialmente crítica en el componente central del vehículo eléctrico: la batería. Según datos de la industria, el coste de manufactura de un pack de batería en Europa asciende a 190\$/kWh, frente a los 85\$/kWh de los fabricantes chinos (European Commission, 2025b). Apoyados por masivos subsidios estatales sostenidos durante la última década, los competidores asiáticos han logrado un control casi monopolístico sobre la cadena de valor y una ventaja de al menos una generación tecnológica.

Esta agresiva política ha generado una inmensa sobrecapacidad productiva a nivel global. Como advierte Ola Källenius, presidente de Mercedes-Benz y de la patronal ACEA, el mercado chino es hoy el entorno más tenso del mundo, con más de 100 actores compitiendo por un espacio que a largo plazo solo podrá sostener a una treintena de fabricantes (Drake, 2026). Ante la avalancha de importaciones, la UE ha respondido con aranceles compensatorios. No obstante, tanto la literatura institucional como los líderes del sector coinciden en que este proteccionismo clásico solo ofrece un alivio temporal; la única defensa real a largo plazo es ganar competitividad estructural (Drake, 2026).

Frente a este diagnóstico doblemente adverso, la consolidación corporativa a través de fusiones y adquisiciones (M&A) ha dejado de ser una simple herramienta de expansión para erigirse en un instinto de supervivencia. La escala ha pasado a ser un prerrequisito

indispensable para la viabilidad, haciendo que el crecimiento orgánico sea demasiado lento frente a los colosales costes de la transición.

En primer lugar, en mercados caracterizados por una extrema intensidad de capital, las fusiones permiten agrupar los recursos financieros y tecnológicos, reduciendo significativamente las barreras para las inversiones a gran escala (Manne et al., 2025). La integración transfronteriza permite a los fabricantes unificar sus gastos de I+D y converger en el uso de plataformas modulares compartidas (Folch Redondo, 2021). Como señala la teoría económica, esta cooperación es indispensable para diluir el riesgo tecnológico, favorecer la circularidad de la cadena de valor para el reciclaje de materias primas críticas y desarrollar vehículos eléctricos pequeños y asequibles de forma rentable en Europa (Draghi, 2024b).

En segundo lugar, el impacto del M&A no se limita a los grandes fabricantes (OEMs), sino que redefine y salva a una cadena de valor altamente fragmentada. Al agrupar los volúmenes de demanda de dos empresas, la entidad combinada logra economías de escala y un poder de negociación drásticamente superior frente a los grandes proveedores globales (Manne et al., 2025). Esto permite asegurar el acceso a componentes críticos, como las baterías de litio y los semiconductores, a precios más competitivos y blindarse frente a cuellos de botella (Draghi, 2024b). Asimismo, dado que los vehículos eléctricos de batería presentan una menor complejidad mecánica que los de combustión interna, se produce una homogeneidad de los componentes y una intensificación de la competencia entre proveedores, que pasan de ofrecer productos complementarios a competir directamente en segmentos similares. Este fenómeno, junto con la entrada de nuevos competidores y la internalización de producción por parte de los OEMs, pone en riesgo a los proveedores tradicionales. En este contexto la consolidación horizontal resulta clave para ganar escala, compartir costes de I+D y adaptarse al cambio tecnológico (Draghi, 2024b).

El mercado europeo ya ha comenzado a ejecutar esta hoja de ruta. Un antecedente fundamental en esta estrategia de supervivencia industrial fue la adquisición de Opel y Vauxhall por parte del Groupe PSA en 2017, una operación valorada casi en 2.200 millones de euros que dotó a la firma francesa del volumen necesario para afianzarse en su día, como el segundo fabricante de automóviles del continente (Folch Redondo, 2021).

Sin embargo, el paradigma absoluto de esta reestructuración estratégica a escala global es la posterior fusión transfronteriza al 50% entre Fiat Chrysler Automobiles (FCA) y el propio Groupe PSA (Folch Redondo, 2021). Impulsados por la necesidad ineludible de reducir los altísimos costes fijos de la electrificación, compartir el desarrollo de plataformas modulares y combatir la asimétrica amenaza tecnológica asiática, ambos gigantes unieron sus carteras (agrupando catorce marcas comerciales) para crear Stellantis (Folch Redondo, 2021). Esta mega operación no fue un simple movimiento financiero para ganar cuota de mercado, sino la demostración empírica de cómo el M&A genera la escala necesaria para garantizar la viabilidad industrial. El análisis detallado de sus motivaciones, sinergias operativas y reacción del mercado constituirá el objeto de estudio empírico del Capítulo 5.

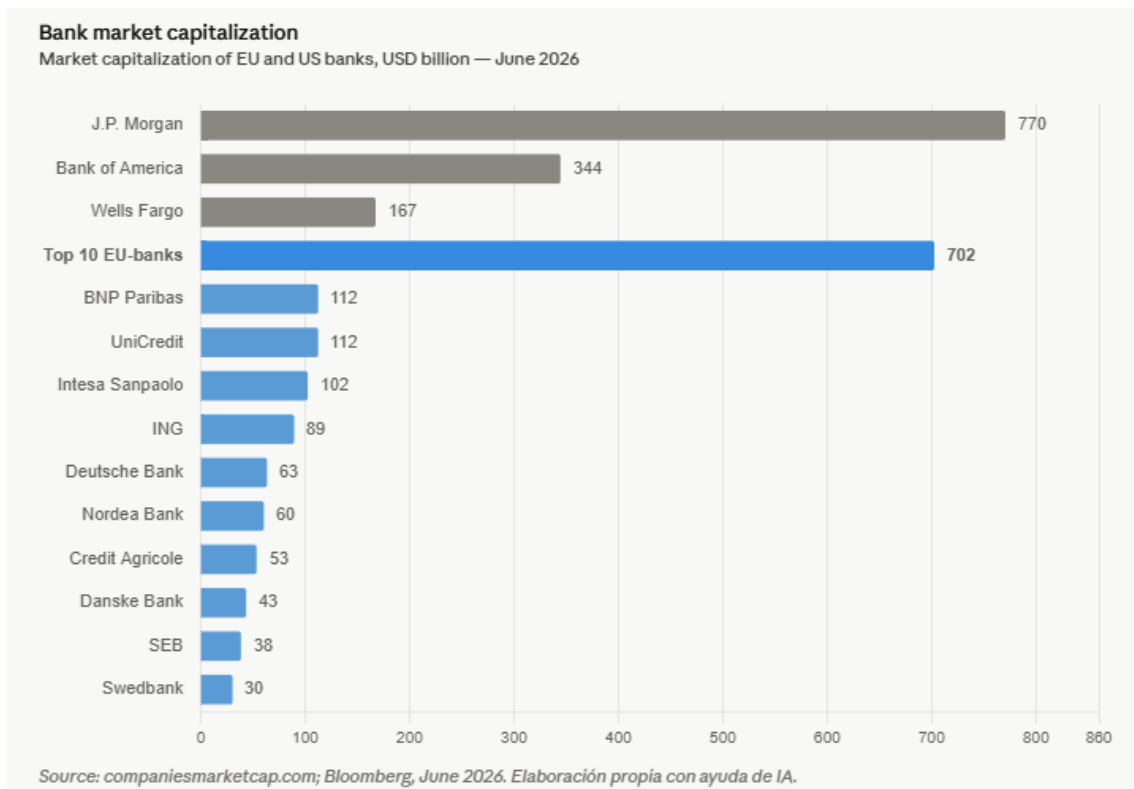
4.3 Banca: Fragmentación financiera y la Unión Bancaria incompleta

El sector bancario europeo ha demostrado una notable resiliencia desde la Gran Crisis Financiera, fortaleciendo significativamente sus ratios de capital y liquidez, al tiempo que reducía drásticamente su volumen de préstamos dudosos. Sin embargo, esta aparente estabilidad enmascara una profunda fragmentación institucional y una alarmante debilidad en el escenario financiero global. Mientras que las cinco entidades de crédito más grandes de Estados Unidos concentran aproximadamente el 50% de los activos bancarios de su país, la cuota conjunta de las cinco mayores en la Eurozona se sitúa en torno al 30% evidenciando una acusada falta de escala a nivel continental (AFME, 2025). El síntoma más visible de esta debilidad estructural es la persistente brecha de rentabilidad y valoración bursátil: en la actualidad, los bancos europeos cotizan con descuento significativo frente a sus pares norteamericanos, penalizados por su menor potencial de crecimiento y por un entorno operativo ineficiente (AFME, 2025).

El problema estructural del sector no es de solvencia, sino de arquitectura regulatoria. El principal freno a la competitividad bancaria europea radica en el diseño incompleto de la Unión Bancaria. Aunque Europa ha logrado instaurar un Mecanismo Único de Supervisión (MUS) bajo el Banco Central Europeo y un Mecanismo Único de Resolución, el proyecto carece de su tercer pilar fundamental: un Sistema Europeo de Seguro de Depósitos (EDIS) (AFME, 2025). Esta ausencia mantiene una lógica nacional dentro del sistema bancario, ya que cada Estado sigue teniendo incentivos para proteger sus propios depósitos y su propio sector financiero. Como consecuencia, los bancos continúan muy condicionados por las fronteras nacionales.

Esta situación se ve reforzada por la desconfianza entre supervisores nacionales, que ha derivado en prácticas de protección local o “*ring-fencing*” (AFME, 2025; Beck et al., 2024). En la práctica, esto implica que las autoridades exigen a los grupos transfronterizos cumplir con requerimientos de solvencia a nivel de filial en lugar de a nivel de consolidados, manteniendo atrapados más de 225.000 millones de euros en capital y 250.000 millones de euros en liquidez dentro de las fronteras nacionales (AFME, 2025). Esta fragmentación regulatoria reduce la eficiencia del sector porque impide a los bancos gestionar libremente su capital y liquidez a escala europea. Al mantener parte de estos recursos atrapados dentro de cada país, aumentan sus costes y se limita su capacidad de crecimiento. Como resultado, el sector bancario europeo sigue muy fragmentado, con menos fusiones transfronterizas y menor capacidad para competir con grandes bancos de otras regiones, como Estados Unidos.

Ante este escenario de fragmentación, el crecimiento inorgánico emerge como un mecanismo estructural ineludible. En el ámbito bancario, ganar escala no es solo una cuestión de eficiencia operativa o de reducción de costes redundantes, es fundamentalmente, una cuestión de capacidad para movilizar capital. El tamaño es un factor clave porque determina la capacidad de los bancos para financiar grandes proyectos de inversión. Los bancos europeos, al ser menos rentables, soportar mayores costes regulatorios y operar en un mercado más fragmentado que sus competidores estadounidenses, tienen más dificultades para movilizar capital a gran escala. Esto limita su capacidad para financiar las infraestructuras paneuropeas que exige la transición verde y digital, absorber grandes emisiones de deuda soberana y respaldar grandes operaciones corporativas (Draghi, 2024b).



En la actualidad, ninguna entidad europea tiene la capacidad de balance suficiente para competir en solitario frente a los gigantes de Wall Street, como JPMorgan o Bank of America, perdiendo irremediabilmente la batalla por liderar la banca de inversión y canalizar el ahorro hacia los proyectos de innovación global (Draghi, 2024b).

A pesar de esta incuestionable realidad económica, las operaciones de M&A transfronterizas en el sector bancario han sido históricamente escasas, frenadas por la disparidad de normas nacionales y, muy especialmente, por la interferencia política (Beck et al., 2024). Esta resistencia institucional a la consolidación no es un fenómeno coyuntural, sino un bloqueo estructural. Precedentes recientes, como las fuertes trabas políticas y el extenso escrutinio interpuesto en la opa de BBVA sobre Banco Sabadell, evidencia la enorme aversión de los gobiernos a ceder el control sobre el mapa bancario, incluso tratándose de operaciones puramente domésticas (Patiño, 2026). El paradigma absoluto de esta tensión entre la urgencia de integración económica y el proteccionismo estatal es el reciente acercamiento estratégico de la entidad italiana UniCredit sobre la alemana Commerzbank (EY-Parthenon, 2025). Impulsada por la lógica de extraer sinergias de costes y erigirse como un líder bancario paneuropeo, esta potencial operación ha chocado frontalmente con la oposición del gobierno federal alemán. El análisis de los obstáculos que enfrenta este emblemático intento de integración, y las lecciones que de

él se derivan para el futuro del mercado único financiero, constituirá el objeto de estudio del capítulo 6.

4.4 Síntesis comparativa: Tres sectores, una misma tesis

El recorrido sectorial realizado en este capítulo confirma que la fragmentación empresarial es un fenómeno transversal que no responde a una falla específica de cada industria, sino a un problema estructural común: la incapacidad del actual marco regulatorio e institucional europeo para permitir la formación de entidades con la escala necesaria para competir globalmente. Las manifestaciones son distintas en cada sector, pero la lógica subyacente es idéntica. En telecomunicaciones, 34 operadores fragmentados no pueden movilizar el CAPEX que tres o cuatro operadores integrados movilizarían con naturalidad. En automoción, fabricantes de tamaño medio no pueden financiar en solitario la doble carga de la electrificación y la competencia asiática. En banca, entidades atrapadas tras fronteras nacionales no pueden gestionar su capital a escala continental ni financiar la inversión paneuropea que la transición verde y digital requiere. En los tres casos, el diagnóstico converge: el crecimiento orgánico es insuficiente, el tiempo apremia y el M&A transfronterizo es el único mecanismo capaz de generar la escala requerida dentro de los plazos pertinentes. Los capítulos 5 y 6 contrastan esta tesis sobre dos casos reales.

5. Estudio de caso I: FCA-PSA (Stellantis)

5.1 De la supervivencia a la escala: por qué FCA y PSA no tenían otra salida

La fusión entre Fiat Chrysler Automobiles (FCA) y Groupe PSA, que daría lugar a Stellantis tras su cierre efectivo en enero de 2021 (Stellantis N.V., 2022a), no fue el resultado de una oportunidad financiera puntual, sino la respuesta estratégica inevitable de dos grandes fabricantes europeos antes un entorno industrial que amenazaba su viabilidad a largo plazo. Para comprender la lógica de la operación, es necesario partir del diagnóstico individual de cada una de las partes en el momento del acuerdo.

FCA era un grupo con una cartera de catorce marcas históricas, entre ellas Fiat, Alfa Romeo, Maserati, Jeep y RAM, y una fuerte posición en el mercado norteamericano, el cual generaba el 66% de su facturación gracias al dinamismo de Jeep y los vehículos comerciales de RAM (Folch Redondo, 2021). Sin embargo, la firma presentaba márgenes estructuralmente bajos en sus mercados domésticos continentales y carecía de una plataforma modular eléctrica propia con la madurez necesaria para afrontar la estricta regulación europea de emisiones. PSA, por su parte, había ejecutado un proceso de saneamiento exitoso tras la adquisición de Opel y Vauxhall a General Motors en 2017, operación que le permitió consolidarse como el segundo fabricante europeo por volumen (Folch Redondo, 2021). No obstante, su dependencia casi exclusiva del mercado europeo, donde concentraba el 88% de sus ventas (Folch Redondo, 2021), y su escasa implantación global en Norteamérica y Asia limitaban severamente su capacidad de crecimiento.

Para dar respuesta a este desafío, el acuerdo vinculante de combinación fue firmado el 18 de diciembre de 2019, articulándose como una fusión entre iguales al 50%, sin prima de control ni intercambio de efectivo entre las partes (Fiat Chrysler Automobiles N.V. [FCA] & Groupe PSA [PSA], 2019). Esta estructura simétrica tuvo implicaciones directas en la gobernanza, garantizando un Consejo de Administración de 11 miembros con mayoría de consejeros independiente, diseñando una integración equilibrada sin la percepción de una absorción hostil (FCA & PSA, 2019). La entidad combinada sumaba unas ventas anuales conjuntas de 8,7 millones de unidades, consolidando a Stellantis como el cuarto fabricante mundial por volumen y el tercero por ingresos (FCA & PSA, 2019).

Esta escala colosal permitió a la dirección fijar un objetivo explícito de sinergias anuales recurrente estimadas inicialmente en 3.700 millones de euros (FCA & PSA, 2019). No obstante, dada la magnitud de las eficiencias operativas identificadas, esta cifra fue

revisada significativamente al alza en la modificación del acuerdo en septiembre de 2020, elevando el objetivo a más de 5.000 millones de euros anuales (FCA & PSA, 2019). De forma destacada, el acuerdo estipuló que estas eficiencias masivas se lograrían íntegramente a través de la convergencia tecnológica, la unificación de plataformas y la optimización de compras, comprometiéndose explícitamente a no ejecutar cierres de plantas industriales derivadas de la transacción (FCA & PSA, 2019).

El proceso regulatorio transcurrió con fluidez, aunque requirió de concesiones estratégicas para solventar las objeciones en materia de competencia. La Comisión Europea otorgó su aprobación final el 21 de diciembre de 2020, sujeta a condiciones centradas en el mercado de vehículos comerciales ligeros (LCV) (European Commission, 2020). Para obtener la luz verde, PSA y FCA se comprometieron a ampliar la capacidad de producción destinada a Toyota Motor Europe y flexibilizar el acceso de los talleres independientes a las redes de reparación y mantenimiento de sus marcas (European Commission, 2020). Cumplidos estos requisitos y tras la aprobación de los accionistas el 4 de enero de 2021, la fusión se cerró de manera efectiva el 16 de enero de 2021 (Stellantis N.V., 2022a). La nueva entidad iniciaba su andadura con una plantilla global cercana a los 300.000 empleados y operaciones en más de 130 países.

Más allá de su dimensión puramente financiera, la creación de Stellantis ilustra con precisión la tesis central de este trabajo. La operación no buscaba acumular cuota en un mercado maduro sino construir una plataforma industrial provista de la escala crítica ineludible para afrontar la transición tecnológica, compartir los colosales gastos de I+D en nuevas arquitecturas de software (como la iniciativa STLA Brain) (Stellantis N.V., 2022a), y ganar poder de negociación frente a la cadena de suministro. En términos del marco teórico desarrollado en el capítulo 3, Stellantis representa la materialización simultánea de sinergias operativas (racionalización de plataformas), financieras (mayor liquidez y flexibilidad del balance) y de innovación (desarrollo conjunto en la nueva era de la movilidad sostenible) (FCA & PSA, 2019).

5.2 De promesa a realidad: los números de Stellantis

5.2.1 Desempeño operativo post-fusión

La evaluación del impacto real de una fusión exige ir más allá de la narrativa estratégica y contrastar los datos financieros antes y después de la operación. En el caso de Stellantis, esta tarea resulta metodológicamente sólida gracias a la publicación de información

financiera proforma correspondiente a 2021, primer año de operación conjunta, que la propia compañía aclara no incorpora sinergias anticipadas ni ahorros futuros no realizados, convirtiéndola en una base de comparación rigurosa.

El análisis se estructura en torno a tres bloques de indicadores seleccionados de forma deliberada. El primero recoge los ingresos netos y el resultado operativo ajustado con su margen, para comprobar si la escala generada por la combinación se tradujo en una mejora de la eficiencia operativa recurrente. El segundo, el beneficio neto, añade la perspectiva del accionista y verifica si esa mejora llegó efectivamente a la última línea de la cuenta de resultados. El tercero, integrado por el flujo de caja libre industrial y su margen, es el más exigente: mide la caja real generada tras las inversiones y constituye el indicador más robusto de si la fusión mejoró estructuralmente la capacidad de autofinanciación del grupo. Lo complementa el ratio de inversión en activos fijos e I+D capitalizado sobre ingresos, que revela si Stellantis ganó eficiencia inversora gracias a las sinergias de escala.

La *Tabla 1* recoge la evolución de estos indicadores entre 2021 y 2023, extraídos de los informes anuales de Stellantis:

Tabla 1: Evolución de Indicadores de Stellantis en 2021,2022 y 2023

Indicador	2021	2022	2023	Var. 2021-2023
Ingresos Netos (<i>Net Revenues</i> , €Bn)	152,1	179,6	189,5	+24,3%

Resultado operativo ajustado (<i>Adjusted Operating Income</i> , AOI, Bn€)	18,7	24,0	24,3	+29,9%
Margen operativo ajustado (<i>AOI Margin</i> , %)	12,3%	13,4%	12,8%	+50pbs
Beneficio Neto (<i>Net Profit</i> , Bn€)	13,4	16,8	18,6	+38,8%
Flujo de caja libre industrial (<i>Industrial Free Cash Flow</i> , IFCF, €Bn)	6,1	10,8	12,9	+111,4%
Margen de flujo de caja libre industrial (<i>IFCF margin</i> , %)	4,0%	6,0%	6,8%	+280pbs
Inversión en activos fijos e I+D capitalizado sobre ingresos netos (<i>Capex + capitalized R&D / Revenues</i> , %)	5,7%	4,8%	5,4%	Mejora la eficiencia

Fuente: (Stellantis N.V., 2022a, 2023, 2024).

Los datos presentados revelan una trayectoria de mejora consistente en los tres bloques de indicadores. En términos de rentabilidad operativa, el resultado operativo ajustado creció un 29,9% en el periodo analizado, pasando de €18,7Bn a €24,3Bn, mientras que el margen operativo ajustado se expandió 50 puntos básicos hasta situarse en el 12,8% en 2023. Esta evolución resulta especialmente relevante porque mantiene a Stellantis por encima del umbral de doble dígito fijado por la propia compañía en su plan estratégico *Dare Forward 2030* (Stellantis N.V., 2022b). En términos de beneficio neto de operaciones continuadas, la progresión también es significativa, con un crecimiento acumulado cercano al 39% entre 2021 y 2023. No obstante, la métrica más expresiva es la generación de caja industrial: el flujo de caja libre industrial pasó de €6,1Bn en 2021 a

€12,9Bn en 2023, lo que supone más que duplicar la caja generada en el periodo. Esta evolución sugiere que la fusión no solo mejoró la rentabilidad contable, sino también la capacidad de autofinanciación industrial del grupo, un aspecto especialmente relevante en un contexto de transición tecnológica, mayores necesidades de inversión y tipos de interés elevados. Por último, el ratio de inversión en activos fijos e I+D capitalizado sobre ingresos netos se redujo del 5,7% al 4,8% entre 2021 y 2022, evolución compatible con una ganancia de eficiencia inversora derivada de la escala y de la integración de plataformas. Su repunte posterior hasta el 5,4% en 2023 no contradice esta lectura, sino que refleja el aumento del esfuerzo inversor asociado a la electrificación, el software y la renovación tecnológica del grupo.

La mejora de los indicadores anteriores encuentra su explicación más directa en la realización de las sinergias comprometidas. En 2021, primer año completo como grupo fusionado, Stellantis reportó sinergias netas de caja de €3,2Bn, equivalentes al 64% del objetivo final de €5,0Bn. En 2022 la cifra ascendió a €7,1Bn, superando dicho objetivo con más de dos años de antelación. En 2023 alcanzaron €8,4Bn, momento en que la dirección decidió dejar de reportarlas de forma separada al considerar que ya estaban plenamente integradas en el funcionamiento ordinario del grupo. Este recorrido confirma que las sinergias no fueron una promesa estratégica, sino la causa real y medible de la mejora reflejada en los indicadores anteriores (Stellantis N.V., 2022a, 2023, 2024).

5.2.2 Evaluación de la creación de valor: reacción del mercado

La segunda dimensión del análisis cuantitativo evalúa si el mercado de capitales anticipó y descontó correctamente la creación de valor generada por la fusión, a través del estudio de los retornos anormales acumulados (*Cumulative Abnormal Results*, CAR) obtenidos por los accionistas de FCA y PSA entorno a los 5 eventos clave del proceso.



Fuente: Elaboración propia con ayuda de IA.

Metodología

Para analizar la reacción del mercado ante la fusión de FCA y PSA se ha realizado un *event study*. Esta metodología permite medir si una noticia concreta tuvo un impacto positivo o negativo en la cotización de una empresa. En este caso, el objetivo es comprobar como reaccionaron los inversores antes los principales hitos que dieron lugar a Stellantis.

La lógica del análisis consiste en comparar el rendimiento real de cada acción con el rendimiento que habría sido esperable si el evento no hubiera ocurrido. Así, no se observa únicamente si FCA o PSA subieron o bajaron en bolsa, ya que ese movimiento podría deberse a factores generales del mercado o del sector automóvil. La diferencia entre el rendimiento observado y el rendimiento esperado se denomina rendimiento anormal.

El análisis sigue el enfoque estándar de Brown and Warner (1985)¹, que justifica el uso de rendimientos diarios para estudiar la reacción del mercado ante eventos corporativos concretos. Para cada uno de los cinco eventos seleccionados (acuerdo de fusión, revisión

¹ Brown y Warner (1985) son una referencia clásica en la metodología de los *event studies* con datos diarios. Su enfoque permite medir la reacción del mercado ante un evento concreto comparando el rendimiento real de una acción con el rendimiento que habría sido esperable en ausencia de dicho evento. La diferencia entre ambos constituye el rendimiento anormal. Por ello, su metodología justifica el uso de ventanas cortas, como $-1, +1$ o $-3, +3$ días hábiles, para analizar si el mercado valoró positiva o negativamente la fusión entre FCA y PSA. (Brown & Warner, 1985)

al alza de sinergias, aprobación Comisión Europea, aprobación accionistas y cierre efectivo de la fusión), se estima un *market model* mediante mínimos cuadrados ordinarios. Este modelo calcula cuál el rendimiento esperado de FCA y PSA en función de su relación histórica con el sector automóvil europeo, utilizando como benchmark el índice “*STOXX Europe 600 Automobiles & Parts*”.

La estimación del comportamiento normal de cada acción se realiza utilizando una ventana de $-120, -20$ días hábiles anteriores al evento. Es decir, se analiza cómo se comportaba la acción desde 120 hasta 20 días antes del anuncio, excluyendo los días inmediatamente previos para evitar que posibles rumores, filtraciones o expectativas contaminen la estimación.

Una vez estimado el rendimiento esperado, se calcula el rendimiento anormal:

$$\text{Rendimiento anormal} = \text{rendimiento observado} - \text{rendimiento esperado}$$

Si el rendimiento anormal es positivo (+), significa que la acción se comportó mejor que lo esperado. Si es negativo (-), significa que se comportó peor de lo esperado.

Posteriormente, se calcula el CAR (*Cumulative Abnormal Return*), o rendimiento anormal acumulado, sumando los rendimientos anormales dentro de una ventana de evento. En este trabajo se utilizan dos ventanas: $-1, +1$, para medir la reacción inmediata del mercado, y $-3, +3$, para recoger posibles filtraciones previas o ajustes posteriores en la cotización.

Finalmente, se presentan los CARs individuales de FCA y PSA y un CAR combinado, ponderado por la capitalización bursátil de ambas compañías en el momento del anuncio inicial. En concreto, se asigna un peso del 42,1% a FCA y del 57,9% a PSA. Esta ponderación permite aproximar la reacción conjunta del mercado ante la operación, teniendo en cuenta el tamaño relativo de cada compañía.

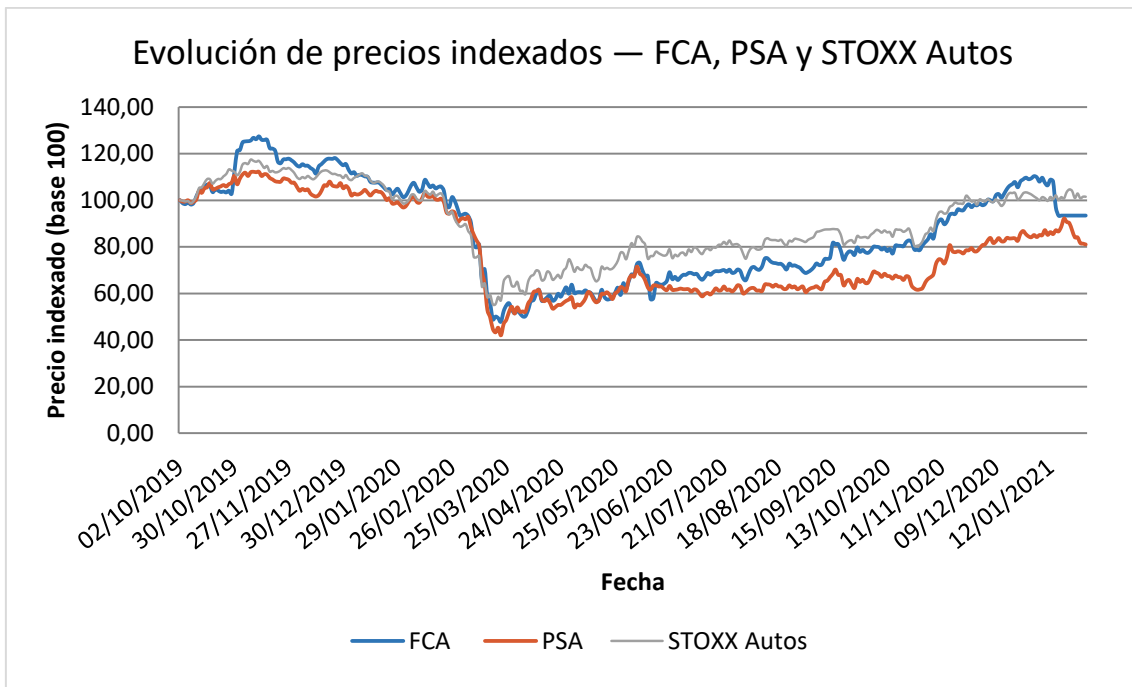
El veredicto del mercado: reacción bursátil ante la fusión FCA-PSA

➤ Evolución de la cotización bursátil

Una vez definida la metodología, el análisis comienza con la evolución de los precios indexados de FCA, PSA y el índice STOXX Europe 600 Automobiles & Parts, que permite contextualizar el comportamiento de ambas compañías frente al conjunto del sector europeo del automóvil.

Como se observa en el Gráfico 1, las tres series muestran una evolución relativamente similar durante buena parte del periodo, con la fuerte caída de marzo de 2020 provocada por el COVID-19 afectando de forma generalizada al sector. Este shock sistémico confirma la necesidad de utilizar un benchmark sectorial: al controlar por el movimiento del índice, el *event study* aísla la reacción atribuible a cada hito de la fusión, eliminando el ruido generado por factores ajenos a la operación. A partir del segundo semestre de 2020 se aprecian diferencias más claras entre ambas compañías, con FCA mostrando una recuperación más intensa que PSA en los meses previos al cierre, lo que anticipa una valoración diferenciada del impacto de la fusión para cada parte.

Gráfico 1: Cotización indexada FCA, PSA y STOXX 600 (2019–2021)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance e Investing (2019-2021)

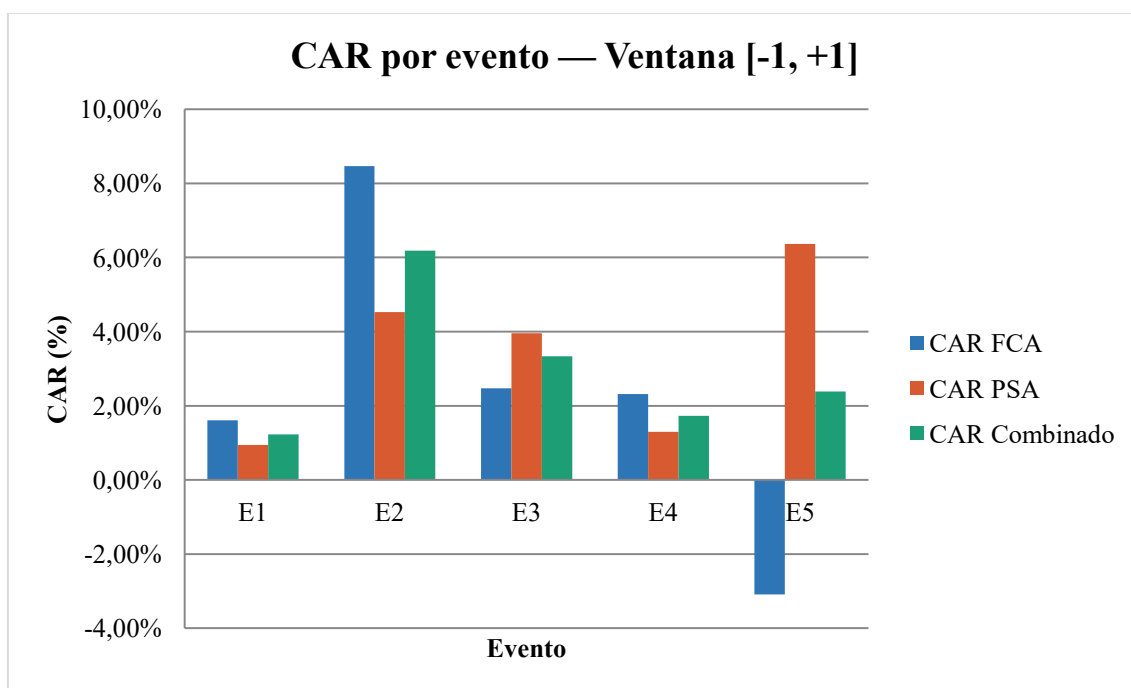
- Reacción inmediata: ventana [-1, +1]

Tabla 2: CAR individuales y combinado en ventana corta [-1, +1] por evento

Evento	Descripción	CAR FCA (%)	CAR PSA (%)	CAR Combinado (%)
E1 (18/12/19)	Acuerdo de combinación	1,61%	0,94%	1,22%
E2 (14/09/20)	Revisión al alza de sinergias	8,47%	4,53%	6,19%
E3 (21/12/20)	Aprobación Comisión Europea	2,47%	3,96%	3,33%
E4 (04/01/21)	Aprobación accionistas	2,32%	1,30%	1,73%
E5 (18/01/21)	Cierre efectivo de la fusión	-3,09%	6,37%	2,39%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance e Investing (2019-2021)

Gráfico 2: CAR combinado FCA-PSA en ventana corta [-1, +1] por evento



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance e Investing (2019-2021)

Los resultados de la ventana corta muestran una reacción positiva del CAR combinado en los cinco eventos analizados. El acuerdo inicial de combinación (E1) generó un CAR combinado contenido de +1,22%, la reacción fue favorable pero prudente, reflejo de las dudas todavía existentes sobre la ejecución de la integración y materialización real de las sinergias en una fusión entre iguales sin una prima, ya que era una fusión “a partes iguales”.

El evento con mayor impacto fue la revisión al alza del objetivo de sinergias (E2), con FCA registrando una CAR de +8,47%, PSA de +4,53% y el combinado alcanzando +6,19%. Este resultado es el más relevante del análisis. El mercado no reaccionó con fuerza al acuerdo inicial ni al cierre formal, sino al momento en que se puso un número concreto y creíble sobre el ahorro de costes. Los inversores, en definitiva, no estaban pagando por una fusión, sino por las sinergias.

La aprobación de la Comisión Europea (E3), con un +3,33% de CAR combinado refleja el alivio ante la eliminación del principal riesgo regulatorio, mientras que la aprobación de los accionistas (E4), con un CAR combinado de +1,73%, responde a su naturaleza de hito procesal sin nueva información sustancial. Finalmente, en E5 destaca la divergencia entre FCA (-3,09%) y PSA (+6,37%), con un CAR combinado de +2,39%, atribuible a movimiento de rebalanceo de carteras. Los inversores que habían acumulado posición en FCA anticipando el cierre procedieron a reducirla, mientras que los tenedores de PSA valoraron positivamente la materialización definitiva de la operación.

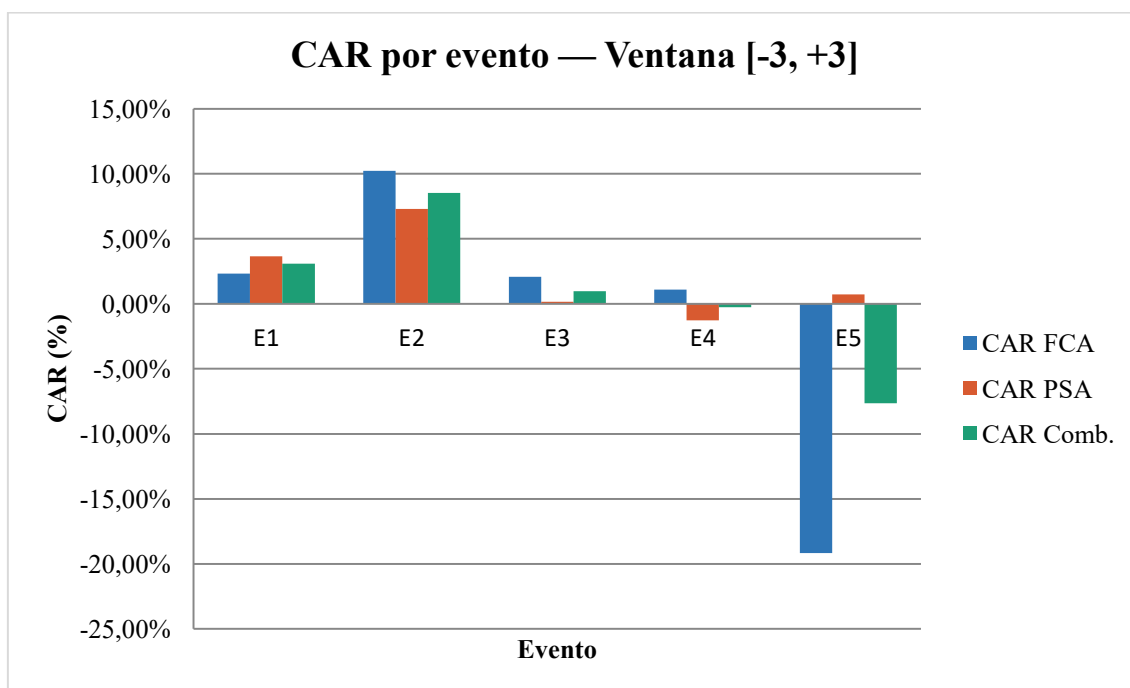
➤ Reacción Ampliada: ventana [-3, +3]

Tabla 3: CAR individuales y combinado en ventana ampliada [-3, +3] por evento

Evento	Descripción	CAR FCA (%)	CAR PSA (%)	CAR Combinado (%)
E1 (18/12/19)	Acuerdo de combinación	2,34%	3,65%	3,10%
E2 (14/09/20)	Revisión al alza de sinergias	10,24%	7,31%	8,54%
E3 (21/12/20)	Aprobación Comisión Europea	2,09%	0,16%	0,97%
E4 (04/01/21)	Aprobación accionistas	1,10%	-1,26%	-0,27%
E5 (18/01/21)	Cierre efectivo de la fusión	-19,18%	0,73%	-7,65%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance e Investing (2019-2021)

Gráfico 3: CAR combinado FCA-PSA en ventana ampliada [-3, +3] por evento



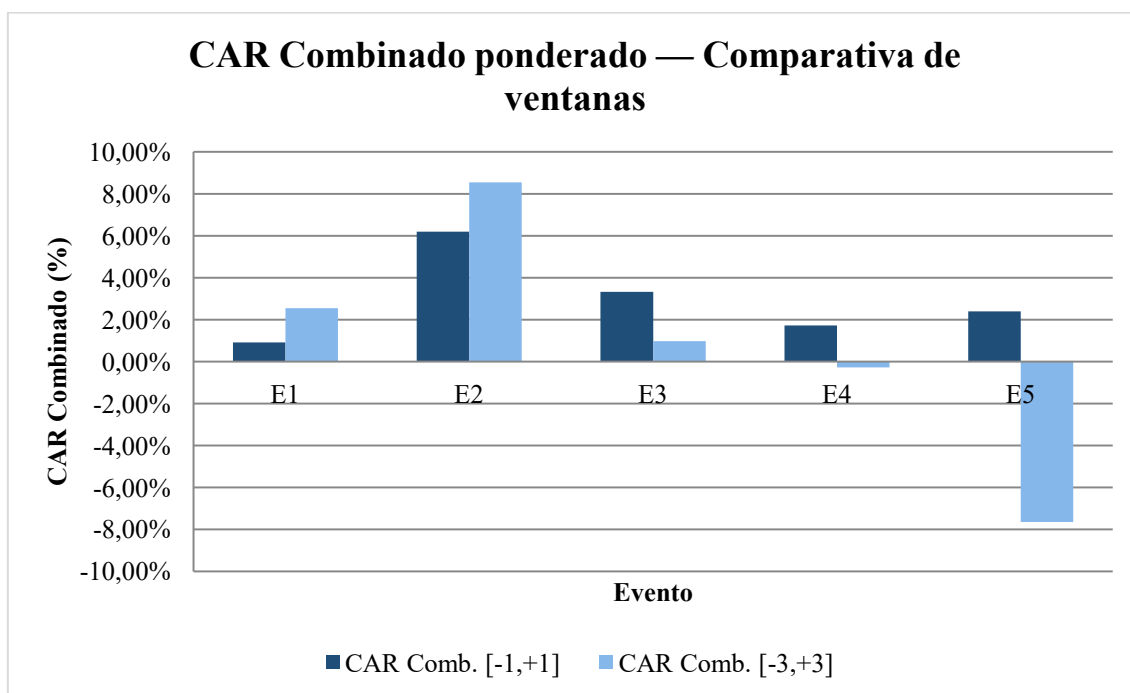
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance e Investing (2019-2021)

La ventana ampliada confirma los patrones anteriores y añade matices relevantes. En E1 y E2 el CAR sube al ampliar la ventana (+3,10% y +8,54% respectivamente), lo que sugiere que parte de la información se anticipó gradualmente en los días previos al anuncio oficial, siendo especialmente llamativo el +10,24% de FCA en E2. En E3, sin embargo, el CAR cae de +3,33% en la reacción inmediata a +0,97% en la reacción ampliada, indicando que el mercado había descontado parcialmente la aprobación regulatoria antes de que se produjera formalmente.

El resultado más llamativo es en E5, donde el CAR combinado pasa de +2,39% en ventana estrecha a -7,65% en ventana ampliada, explicado principalmente por el -19,18% de FCA. Esta caída refleja una intensa presión vendedora en los días posteriores al cierre, cuando inversores potencialmente habían tomado posiciones especulativas anticipando el evento procedieron a liquidarlas, combinada con incertidumbre sobre la integración final antes del inicio de la cotización de Stellantis.

- Comparativa entre ventanas y valoración conjunta

Gráfico 4: Comparativa de CARs entre ventana corta y ventana ampliada



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Yahoo Finance e Investing (2019-2021)

La comparativa entre ventanas sintetiza el patrón general: los eventos que aportaron información nueva (especialmente E2), presentan CARs crecientes al ampliar la ventana, indicando filtración gradual de información. Por otro lado, los eventos más formales muestran CARs decrecientes o negativos en la ventana ampliada, porque cuando llegaron esos hitos gran parte de la información ya había sido incorporada a los precios.

En conjunto, el *event study* confirma que el mercado valoró positivamente la fusión FCA-PSA, pero no de forma uniforme. La reacción más intensa no se produjo por la creación de un grupo más grande, sino por la confirmación de que la operación podía generar sinergias superiores a las inicialmente previstas. Este resultado es plenamente coherente con los datos de desempeño analizados en el epígrafe 5.2.1, donde la realización efectiva de sinergias superó con creces el objetivo comprometido, validando ex-post el optimismo que el mercado expresó en septiembre de 2020.

El caso Stellantis aporta tres lecciones directamente relevantes para las hipótesis de este trabajo. En relación con H1, la operación confirma que el crecimiento orgánico era inviable: ni FCA ni PSA podían financiar individualmente las plataformas eléctricas, el software embebido y la renovación de arquitecturas que la transición tecnológica exigía. La escala no fue una elección estratégica discrecional, sino una condición de

supervivencia. En relación con H2, el event study confirma que las operaciones intrarregionales europeas bien ejecutadas generan valor real y medible para el accionista, especialmente cuando las sinergias son cuantificadas con precisión y credibilidad: el evento de mayor impacto bursátil no fue el acuerdo inicial sino la revisión al alza del objetivo de sinergias. En relación con H3, el proceso regulatorio de Stellantis fue el más fluido de los analizados en este trabajo: la Comisión Europea otorgó su aprobación con condiciones limitadas al mercado de vehículos comerciales ligeros, sin bloquear la lógica central de la combinación, lo que ilustra que cuando la operación demuestra con claridad la racionalidad industrial y las eficiencias son creíbles, el marco regulatorio puede acomodar la consolidación. Cabe señalar, no obstante, que el análisis se acota deliberadamente al periodo 2021-2023, ejercicios en los que la compañía reportó sinergias de forma desagregada; la evolución posterior de Stellantis en 2024, marcada por una caída significativa de ingresos, pérdida neta y cambio de CEO, constituye una limitación adicional que se aborda en el apartado 7.4. La pregunta que plantea el capítulo 6 es si esa misma lógica funciona cuando el entorno institucional es más adverso.

6. Estudio de caso II: UniCredit–Commerzbank

6.1 Una oferta no solicitada: por qué UniCredit quiere Commerzbank



Fuente: Elaboración propia con ayuda de IA.

La operación entre UniCredit y Commerzbank no puede entenderse como un movimiento oportunista surgido en el verano de 2024. Las ambiciones de UniCredit sobre Commerzbank se remontan a 2001, incluso antes de su adquisición de HypoVereinsbank (HVB) en 2005, el banco bávaro que hoy constituye el pilar de la presencia alemana del grupo italiano. Aquella operación, con un valor de 15.400 millones de euros representó la mayor transacción bancaria transfronteriza europea en su momento, tenía entre sus asesores en el equipo de Merrill Lynch a un joven banquero llamado Andrea Orcel, hoy CEO de UniCredit y arquitecto del intento de adquisición actual. No es casualidad: Orcel conoce el mercado alemán desde dentro y Alemania ha sido pieza central de la estrategia del grupo desde hace dos décadas (Bocconi Students Investment Club, 2024).

El detonante inmediato de la actual ofensiva corporativa fue una subasta gubernamental. En septiembre de 2024, UniCredit anunció la adquisición de una participación del 9% en Commerzbank (Bocconi Students Investment Club, 2024). La entidad italiana superó a sus competidores adquiriendo la mitad de ese paquete directamente al Estado alemán por unos 700 millones de euros, pagando 13,20€/acción (una prima notable frente al precio de mercado, 12,60€/acción) (Bocconi Students Investment Club, 2024). Apenas unos días

después, el banco elevó su posición agregada al 21% mediante el uso de instrumentos financieros derivados. Este rápido despliegue se vio culminado el 14 de marzo de 2025, cuando el BCE autorizó formalmente a UniCredit a incrementar su participación directa en Commerzbank hasta el 29,9% allanando el camino regulatorio para una potencial integración (UniCredit, 2025).

La lógica estratégica detrás de UniCredit

La motivación de UniCredit para llevar a cabo esta adquisición descansa sobre tres pilares fundamentales que se refuerzan mutuamente:

El primero es la escala y la complementariedad geográfica. La combinación de Commerzbank y HVB daría lugar al segundo mayor banco de Alemania. Al operar ya extensamente en el país a través de HVB, la integración se concibe como una consolidación en el mercado doméstico. Lo que le permite mejorar el posicionamiento del grupo, reduciendo el riesgo de ejecución y haciendo las sinergias más creíbles (Bocconi Students Investment Club, 2024).

El segundo pilar es el acceso al segmento de pymes y financiación de exportaciones. Commerzbank ocupa una posición dominante en la banca de pequeñas y medianas empresas alemanas y ha ejecutado una disciplinada estrategia de reducción de costes que ha restaurado la confianza de los inversores, convirtiéndola en un activo estratégico de primer orden para un banco que aspira a ser el referente europeo en banca corporativa de mediana empresa. Alemania concentra la mayor red de Mittelstand del mundo, 11 millones de clientes privados y pequeñas empresas (Bocconi Students Investment Club, 2024), y controlar el banco de cabecera de ese segmento tiene un valor difícilmente replicable por otra vía.

El tercer pilar es la expansión hacia Europa Central y del Este a través de mBank, la filial polaca de Commerzbank, que refuerza la presencia de UniCredit en una región ya integrada en su perímetro estratégico. Desde el punto de vista financiero, según el análisis de Goldman Sachs, la fusión generaría 800 millones de euros en ahorros anuales de costes y un incremento del 37% en el beneficio antes de impuestos consolidado de UniCredit, con una entidad combinada de cerca de 1,3 billones de euros en activos. Cifras que provienen del lado comprador y deben leerse con cautela, pero que constituyen el argumento de valor central de la operación (Bocconi Students Investment Club, 2024).

La respuesta de Commerzbank

Entender la resistencia de Commerzbank requiere comprender que el banco llega a este episodio desde una posición financiera considerablemente más sólida que la de años anteriores. Dejando atrás la volatilidad histórica de su antigua banca de inversión y el rescate estatal de 18.200 millones de euros que sufrió en 2008 (Bocconi Students Investment Club, 2024), en el ejercicio 2024 Commerzbank registró un récord de resultados, con ingresos que ascendieron a 11.106 millones de euros, impulsados por el crecimiento del negocio de comisiones, que aumentó un 7% hasta los 3.638 millones de euros (Commerzbank Aktiengesellschaft, 2025).

Sobre esa base de resultados, en febrero de 2025 la CEO Bettina Orlopp presentó la estrategia "Momentum": un objetivo de RoTE del 15% para 2028, frente al 9,2% registrado en 2024; un resultado neto proyectado de 4.200 millones de euros para ese año; y una mejora del ratio cost-to-income hasta aproximadamente el 50%, acompañada de una reducción de plantilla del 9% concentrada en funciones centrales y operaciones en Alemania (Commerzbank Aktiengesellschaft, 2025). El mensaje estratégico era inequívoco: si UniCredit argumenta que puede mejorar Commerzbank mediante una fusión, Commerzbank demostrará que puede alcanzar esas mejoras sola y sin los costes y riesgos de integración que una adquisición conlleva.

El estado de la operación a mayo de 2026

El 16 de marzo de 2026, UniCredit lanzó una oferta pública de canje voluntaria con un ratio de 0,485 acciones nuevas de UniCredit por acción de Commerzbank, implicando un precio de 30,8 euros y una prima del 4% sobre el cierre del 13 de marzo. La respuesta del banco objetivo fue de rechazo explícito: el consejo de administración concluyó que UniCredit no ofrece una prima adecuada ni un plan estratégico coherente, y que la estrategia "Momentum 2030" genera mayor valor para los accionistas de forma independiente. La propia evolución bursátil avalaba ese argumento: cuando se publicó la oferta formal el 5 de mayo de 2026, el precio implícito de 31,07 euros representaba ya un descuento del 8,7% respecto a la cotización de Commerzbank, que cerró ese día a 34,02 euros (UniCredit, 2026b; Commerzbank, 2026a)

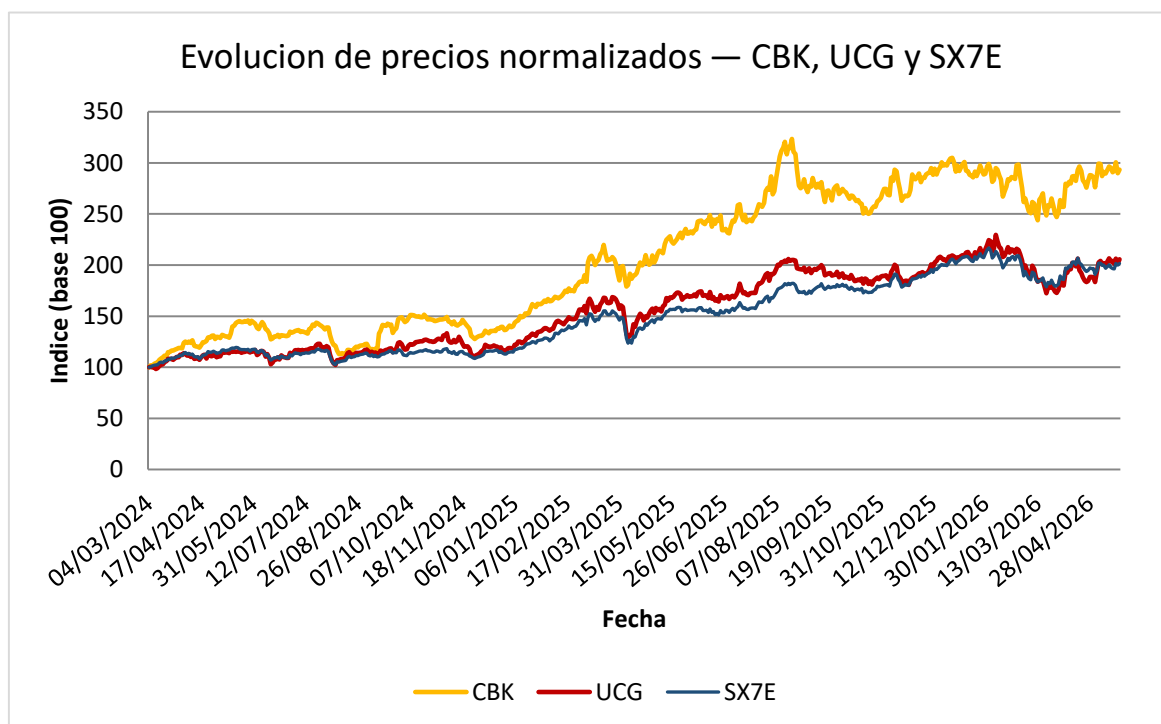
6.2 Cuando el mercado toma partido: event study de la batalla por Commerzbank

- Evolución de la cotización bursátil

El análisis comienza con la evolución de los precios indexados de CBK, UCG y el índice STOXX Europe 600 Banks (SX7E), que permite contextualizar el comportamiento de ambas compañías frente al sector bancario europeo durante el período analizado.

Como se observa en el Gráfico 6, las tres series mantienen una evolución correlacionada durante los primeros meses, lo que valida la elección del SX7E como benchmark. A partir de septiembre de 2024, coincidiendo con los primeros eventos de la operación, CBK se desacopla claramente del índice y de UCG, acumulando una revalorización que eleva su índice por encima de 300 en los momentos de mayor euforia. Este desacoplamiento no es un movimiento sectorial sino específico del valor, lo que anticipa que los retornos anormales positivos en CBK son atribuibles a la operación. UCG, por su parte, evoluciona de forma más alineada con el SX7E, coherente con una empresa compradora cuyo mercado valora con escepticismo el coste de la adquisición.

Gráfico 5: Cotización indexada CBK, UCG y STOXX 600 Banks (2024–2026)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing.com (2024–2026).

- Reacción inmediata: ventana [-1, +1]

Siguiendo la metodología descrita en el epígrafe 5.2, se aplica el modelo de mercado de Brown y Warner (1985) con ventana de estimación t-120 a t-20 y benchmark sectorial

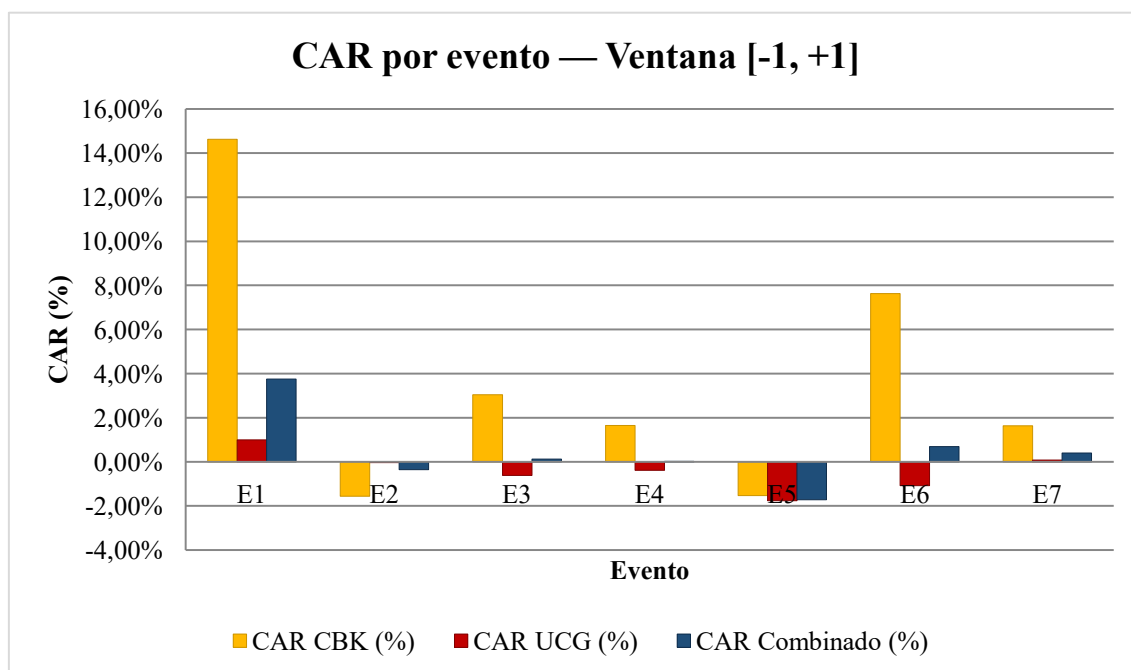
SX7E. El CAR combinado pondera CBK y UCG por su capitalización bursátil en septiembre de 2024, con pesos del 20,3% y 79,7% respectivamente.

Tabla 4: CAR individuales y combinado en ventana corta [-1, +1] por evento

Evento	Descripción	CAR CBK (%)	CAR UCG (%)	CAR Combinado (%)
E1 (11/09/2024)	Entrada inicial UniCredit (9%)	14,63%	0,99%	3,76%
E2 (23/09/2024)	Aumento de exposición hasta el 21%	-1,56%	-0,04%	-0,35%
E3 (18/12/2024)	Aumento de exposición hasta el 28%	3,05%	-0,62%	0,13%
E4 (14/02/2025)	Autorización del BCE (hasta 29,9%)	1,65%	-0,39%	0,02%
E5 (14/04/2025)	Aprobación del Bundeskartellamt	-1,53%	-1,76%	-1,71%
E6 (16/03/2026)	Lanzamiento oferta pública voluntaria	7,63%	-1,09%	0,68%
E7 (18/05/2026)	Rechazo formal de Commerzbank	1,64%	0,08%	0,40%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing.com (2024–2026).

Gráfico 6: CAR por evento en ventana corta [-1, +1]: CBK vs UCG



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing.com (2024–2026).

Los resultados revelan un patrón coherente: en los eventos vinculados a avances de la operación el mercado premia consistentemente a Commerzbank y penaliza o ignora a UniCredit, reflejando la lógica clásica de las adquisiciones en la que el valor se transfiere del comprador al objetivo.

El evento de mayor impacto es E1, con una CAR de +14,63% sobre CBK frente a un +0,99% en UCG. El mercado descontó de forma inmediata una prima de control sobre el objetivo en cuanto a UniCredit reveló su posición, mientras que la escasa reacción del comprador anticipa el escepticismo que se mantendrá a lo largo de toda la operación. En los eventos E2 y E5 registran un CAR negativo ambos valores, lo que el mercado interpreta respectivamente como ausencia de nueva información y como señas de que el obstáculo real de la operación no es regulatorio sino político. En E3 y E4 se producen reacciones positivas pero contenidas en CBK, coherentes con hitos que eliminan obstáculos, pero no resuelven la incertidumbre de fondo (la aprobación política).

El lanzamiento formal de la oferta (E6) genera el segundo mayor impacto de la serie, con un CAR de +7,63% en CBK y -1,09% en UCG. El mercado interpreta la oferta formal como el paso que convierte la acumulación de participación en una probabilidad real de materialización, penalizando al mismo tiempo a UniCredit por el coste de la operación y la dilución implícita en el canje: al estructurarse como una oferta de acciones y no de efectivo. UniCredit deberá emitir nuevas acciones propias para los accionistas de Commerzbank, reduciendo el beneficio por acción de sus accionistas actuales salvo que las sinergias proyectadas lo compensen con creces.

El resultado más revelador es E7, a pesar del rechazo explícito del consejo de Commerzbank, CBK registra un CAR positivo de +1,64%. Si el mercado creyera que la operación ha fracasado definitivamente cabría esperar una corrección hacia el valor fundamental previo. Que eso no ocurra admite varias lecturas complementarias: los inversores pueden estar descontando una probabilidad significativa de que UniCredit mejore su oferta, pero también pueden estar reaccionando a la expectativa de que Commerzbank continúe generando valor de forma autónoma a través de su programa de recompra de acciones y la ejecución de la estrategia Momentum. Ninguna de estas interpretaciones es excluyente, y la coexistencia de todas ellas refleja precisamente la incertidumbre de fondo de una operación cuyo desenlace depende en mayor medida de factores políticos y regulatorios que de la lógica financiera de la combinación.

6.3 ¿Prima negativa o brecha de eficiencia?: Dos tesis enfrentadas

El epígrafe anterior demostró que el mercado premia a Commerzbank y penaliza a UniCredit en prácticamente todos los eventos de la operación. Este epígrafe trata de responder la pregunta de fondo: ¿está justificada la oferta? UniCredit sostiene que Commerzbank vale más dentro de su perímetro que sola, que puede mejorar su rentabilidad y que la prima ofrecida refleja ese valor. Commerzbank responde que puede alcanzar esas mejoras por sí sola, que la prima es insuficiente y que, de hecho, es negativa respecto a su cotización actual. Para arbitrar entre estas dos tesis usamos tres piezas que se encadenan lógicamente: la prima implícita, la divergencia de eficiencia y las proyecciones cuantitativas enfrentadas.

1) La prima implícita: una oferta que no alcanza la cotización

La primera pieza es la más simple pero la más potente. La pregunta que nos hacemos aquí es directa: ¿Cuánto está pagando realmente UniCredit por Commerzbank? Para responderla comparamos el precio implícito de la oferta con la cotización real de CBK en el mercado.

UniCredit fijó un ratio de canje de 0,485 acciones nuevas de UniCredit por acción de Commerzbank, implicando un precio de 30,8€ por acción y una prima del 4% sobre el cierre del 13 de marzo de 2026 (Commerzbank, 2026a). Sin embargo, la evolución posterior de la cotización de Commerzbank hizo que esa prima se evaporara antes de que comenzara el periodo formal de aceptación. Cuando Commerzbank publicó su declaración razonada el 5 de mayo de 2026, el precio implícito de la oferta era de 31,07€ por acción frente a una cotización de 34,02€, lo que representaba un descuento del 8,7% respecto al precio de mercado (UniCredit, 2026b). El propio consejo señaló que la acción había cerrado por encima del valor implícito de la oferta en todos y cada uno de los días de negociación desde el anuncio.

En términos prácticos, esto significa que ningún accionista racional de Commerzbank tiene incentivo económico para aceptar la oferta mientras la cotización se mantenga por encima del precio implícito; vender en el mercado es más rentable que aceptar el canje. Esta situación convierte la operación en un “non-deal” en los términos actuales salvo que UniCredit mejore sustancialmente la oferta, y explica por qué el consejo de Commerzbank puede rechazarla con un argumento puramente financiero sin necesidad de entrar en consideraciones estratégicas o políticas.

2) *La divergencia de eficiencia: por qué UniCredit ve “upside” y Commerzbank lo niega*

La segunda pieza analiza si la brecha de eficiencia entre ambas entidades justifica la operación. Aquí la pregunta es: ¿es Commerzbank tan ineficiente como para necesitar a UniCredit, o está mejorando sola a un ritmo suficiente?

Para cuantificar la brecha de eficiencia entre ambas entidades utilizamos tres métricas que son el estándar de referencia en el análisis comparativo de entidades bancarias. El RoTE (Return on Tangible Equity) mide la rentabilidad que genera el banco sobre su capital tangible, excluyendo intangibles como el fondo de comercio que no generan rendimiento real. Es la métrica preferida por analistas e inversores para comparar la capacidad de un banco de crear valor para sus accionistas. El ratio cost-to-income mide qué proporción de los ingresos se consume en costes operativos: cuanto más bajo, más eficiente es el banco en transformar ingresos en beneficio. Este es el indicador más directo de eficiencia operativa y el que mejor refleja el potencial de mejora que UniCredit atribuye a Commerzbank. El CET1 (Common Equity Tier 1) mide la solidez del capital regulatorio del banco respecto a sus activos ponderados por riesgo. En términos sencillos, indica cuánto capital propio de máxima calidad tiene el banco como colchón frente a pérdidas. Lo incluimos porque en el contexto de una fusión, un banco con CET1 elevado tiene más margen para asumir los costes de integración sin comprometer ni su solvencia ni su capacidad de seguir pagando dividendos a sus accionistas durante el proceso (European Banking Authority [EBA], 2025a; EBA, 2025b).

Estas tres métricas, que la propia Autoridad Bancaria Europea (EBA) utiliza como indicadores de referencia para evaluar la salud del sector, permiten situar a cada entidad en el contexto del sistema y evaluar si la brecha de eficiencia que UniCredit invoca como justificación de la operación es real, relevante y capturable.

Tabla 5: Métricas de eficiencia: UCG, CBK y media europea (FY2025)

Ratio	UCG FY2025	CBK FY2025	Media Europea
RoTE (<i>Return on Equity, %</i>)	19,2%	11,0%	10,7%
<i>Cost-to-income (%)</i>	38%	57%	52,4%
CET1 (<i>Common Equity Tier 1, %</i>)	14,7%	14,7%	16,3%

Fuente: UniCredit (2025); Commerzbank (2025); EBA Dashboard Q2 2025.

La brecha de eficiencia es real y significativa. UniCredit cerró el ejercicio 2025 con un RoTE del 19,2%, casi el doble que el 11% de Commerzbank y prácticamente el doble también de la media europea del 10,7%. Ese diferencial es precisamente el núcleo del argumento del comprador: si UniCredit sabe generar una rentabilidad sobre capital casi el doble que la de Commerzbank, tiene credenciales reales para afirmar que puede mejorar la gestión del banco alemán.

La diferencia es aún más llamativa en el cost-to-income: 38% de UniCredit frente al 57% de Commerzbank, con la media europea en el 52,4%. Commerzbank no solo está 19 puntos por detrás de UniCredit sino también 4,6 puntos por encima de la media del sector, lo que confirma que hay margen de mejora real. Desde la perspectiva del comprador, esa ineficiencia relativa es valor latente: si Commerzbank convergiera hacia los niveles de UCG, el upside de rentabilidad justificaría la operación. Según el análisis de Goldman Sachs, la fusión podría generar aproximadamente 800 millones de euros en ahorros anuales de costes, lo que reduciría los costes operativos de Commerzbank en más del 15% e impulsaría un incremento del 37% en el beneficio antes de impuestos consolidado de UniCredit (Bocconi Students Investment Club, 2024).

Sin embargo, el argumento de Commerzbank tiene también respaldo cuantitativo sólido. Con un RoTE del 11% ya por encima de la media europea, Commerzbank no es el banco en crisis que UniCredit podría presentar como argumento de rescate. Es una entidad que ha mejorado sustancialmente en los últimos años y que tiene objetivos concretos y verificables para seguir haciéndolo sola: RoTE superior al 11,2% en 2026, cost-to-income del 54% ese mismo año, y una hoja de ruta hacia el 15% de RoTE y el 50% de cost-to-income para 2028 (Commerzbank, 2026b). La respuesta implícita de Commerzbank es que la brecha de eficiencia que UniCredit identifica como *upside* ya está siendo capturada

de forma autónoma por la estrategia *Momentum 2030*, sin necesidad de integración ni de los riesgos que esta conlleva.

En cuanto al CET1, ambos bancos presentan el mismo ratio del 14,7, ligeramente por debajo de la media europea del 16,3%. La igualdad en este ratio elimina el argumento de que una de las partes necesita a la otra por razones de solvencia, y desplaza el debate hacia la eficiencia operativa y la prima, que es exactamente donde se libra la batalla real entre las dos tesis.

3) *Las tesis cuantitativas enfrentadas: €1,2Bn vs el escepticismo del mercado*

La tercera pieza contrasta las proyecciones de cada parte y las pone en diálogo con lo que los mercados han expresado a través de los CARs del epígrafe anterior. La pregunta aquí es concreta: ¿el mercado se cree las sinergias de UniCredit?

UniCredit, en su presentación estratégica de abril de 2026, defendió que una transformación acelerada de Commerzbank bajo su perímetro podría generar más de €1,2 mil millones de beneficio neto incremental y alrededor de 10 puntos porcentuales adicionales de RoTE frente a la estrategia Momentum (UniCredit, 2026a). Estas cifras, elaboradas por el propio comprador a partir de un análisis externo, deben leerse como la tesis del *bidder* y no como proyecciones neutrales: UniCredit tiene un incentivo evidente en presentar el upside de la operación de la forma más favorable posible. Commerzbank rechazó estas proyecciones en tres frentes: UniCredit subestima las pérdidas de ingresos derivadas de la integración, sobrestima las sinergias de costes y asume un calendario de implementación irreal (Commerzbank, 2026a).

El mercado ha emitido su propio veredicto a través de los CARs analizados en el epígrafe anterior: UniCredit acumula retornos anormales negativos o nulos en cinco de los siete eventos, lo que refleja que los inversores no descuentan de forma plena la creación de valor para el comprador. La combinación de una prima negativa, una brecha de eficiencia real pero que Commerzbank está cerrando de forma autónoma, y unas sinergias proyectadas que el mercado no termina de creer del todo, dibuja el escenario de una operación financieramente contestada. Su resolución depende en última instancia de factores que van más allá de los números y que conectan directamente con la tesis central de este trabajo: los obstáculos estructurales que el propio sistema europeo impone a la consolidación bancaria transfronteriza, que analizamos en el epígrafe siguiente.

6.4 El coste invisible: fricción regulatoria y política

La prima negativa documentada en el epígrafe anterior y la resistencia del consejo de Commerzbank podrían interpretarse como el resultado de un desacuerdo sobre valoración o de una disputa corporativa ordinaria. Esta lectura, sin embargo, omite la dimensión estructural del problema: la consolidación bancaria transfronteriza en Europa no fracasa por falta de voluntad estratégica, sino porque el entorno regulatorio y político eleva sus costes hasta hacerla sistemáticamente más difícil que en cualquier otra economía avanzada comparable.

AFME ha cuantificado esta fricción con dos indicadores. El primero es el tiempo de ejecución: el M&A bancario en la UE tarda de media 285 días entre anuncio y cierre, frente a 219 días en Estados Unidos, lo que representa un diferencial de 66 días adicionales, equivalente a un plazo de ejecución un 30,1% superior (AFME, 2025). Este diferencial es todavía más pronunciado respecto de otras jurisdicciones: 112 días adicionales frente al Reino Unido, 98 frente a China y 200 frente a Suiza, siendo la banca el sector económico europeo donde estas operaciones tardan más en completarse (AFME, 2025).

El segundo es el capital inmovilizado: más de 225.000 millones de euros de capital y 250.000 millones de liquidez permanecen atrapados en filiales nacionales por la ausencia de *waivers* transfronterizos, lo que impide gestionar el capital del grupo de forma consolidada y destruye una parte sustancial de las sinergias que justifican la operación (AFME, 2025). Tomando como referencia ese capital atrapado y aplicando, con carácter ilustrativo, un ROE del 10%² tal como propone el propio informe de AFME, el coste de oportunidad potencial ascendería a aproximadamente 22.500 millones de euros anuales para el conjunto de las entidades analizadas. Esta cifra no constituye una estimación específica para UniCredit y Commerzbank, pero permite dimensionar el impacto económico que la fragmentación prudencial ejerce sobre la capacidad de los bancos europeos para capturar economías de escala. UniCredit ha cifrado esas sinergias en aproximadamente 1.200 millones de euros (UniCredit, 2026a); bajo la arquitectura regulatoria actual, una parte de ese valor es estructuralmente inalcanzable.

² Estimación ilustrativa propia a partir del capital atrapado estimado por AFME y de la hipótesis de ROE del 10% planteada por el propio informe. No constituye una estimación específica para la operación UniCredit-Commerzbank.

Este diagnóstico tiene respaldo institucional independiente. Un *staff paper* de la EBA concluye que el M&A bancario transfronterizo en la UE se sitúa persistentemente por debajo de los niveles previos a 2008, e identifica cinco mecanismos estructurales que lo explican:

- 1) El enfoque territorial de la supervisión, que trata a cada filial como una entidad independiente, aunque pertenezca a un grupo integrado.
- 2) Los requisitos de *prepositioning* de recursos por jurisdicción.
- 3) La fragmentación regulatoria entre Estados miembros, pese a la existencia de un supervisor único.
- 4) La inconsistencia en las prácticas supervisoras.
- 5) La falta de transparencia en la evaluación prudencial de las operaciones, que introduce incertidumbre en el proceso de *due diligence* y eleva la prima de riesgo que el adquirente debe asumir (Gardella et al., 2020).

Ninguno de estos obstáculos bloquea una operación por sí solo, pero su efecto acumulado eleva el coste de ejecución hasta erosionar la racionalidad económica de fusiones que serían viables en un mercado verdaderamente integrado.

A estos obstáculos regulatorios se añade una variable que los modelos financieros no recogen: la resistencia política. El gobierno alemán, accionista de Commerzbank desde el rescate de 2009, reaccionó a la entrada de UniCredit paralizando la venta de su participación restante y articulando una oposición pública en términos de soberanía financiera nacional antes que de criterios prudenciales. Esta dimensión política no es exclusiva del sector bancario, pero en él adquiere una intensidad diferencial por tres razones: los bancos constituyen infraestructuras críticas para el crédito doméstico; mantienen una relación estrecha con el tejido empresarial nacional; y en casos como el de Commerzbank, el Estado permanece como accionista directo tras un rescate público. El resultado es que una fusión que ningún regulador podría objetar formalmente puede quedar bloqueada por razones que no tienen cabida en ningún modelo de valoración convencional.

La conjunción de estos elementos permite reinterpretar la prima negativa del -8,7% documentada en el epígrafe 6.3. Esta brecha no puede atribuirse a un único factor ni constituye una medición directa del coste institucional de la operación. Sin embargo,

puede interpretarse como un indicador indirecto del descuento que los inversores aplican, entre otros elementos, al riesgo de ejecución, a la incertidumbre política y a la probabilidad de que una integración bancaria transfronteriza llegue efectivamente a completarse (AFME, 2025; Gardella et al., 2020). En este sentido, la prima negativa no representa únicamente un desacuerdo sobre valoración: también refleja las dificultades de desarrollar operaciones paneuropeas en un mercado que, pese a los avances alcanzados desde la creación de la Unión Bancaria, todavía no funciona como un espacio plenamente integrado.

6.5 Lecciones del caso UniCredit–Commerzbank para la tesis central

El caso UniCredit–Commerzbank aporta tres lecciones que complementan y contrastan las del capítulo anterior. En relación con H1, la racionalidad económica de la operación es inédita: la brecha de eficiencia entre ambas entidades (RoTE del 19,2% frente al 11%, cost-to-income del 38% frente al 57%) y las proyecciones de sinergias de costes de 800 millones de euros anuales confirman que existe una lógica financiera sólida que ningún operador individual puede capturar de forma orgánica en el plazo requerido. En relación con H2, el event study muestra que el mercado distingue con claridad entre comprador y objetivo: los retornos anormales positivos se concentran sistemáticamente en Commerzbank, mientras UniCredit acumula retornos negativos o nulos en la mayoría de los eventos, lo que refleja el escepticismo inversor sobre la capacidad del comprador de materializar las sinergias en un entorno de alta fricción institucional. La creación de valor para el accionista del comprador no es automática: depende críticamente de que el entorno regulatorio permita gestionar el capital de forma integrada. En relación con H3, el caso constituye la ilustración más contundente de la tesis: una operación con fundamento financiero sólido, validada por el BCE y por el regulador de competencia nacional, ha encontrado su principal freno no en criterios prudenciales objetivos sino en la resistencia política de un gobierno que continúa considerando su sector bancario un activo estratégico nacional. Este obstáculo no aparece en ningún modelo de valoración convencional, pero determina el desenlace de la operación.

7. Conclusiones y recomendaciones

7.1. Principales resultados del análisis

Este trabajo ha partido de un diagnóstico estructural irrefutable: la Unión Europea afronta un deterioro competitivo que no es coyuntural, sino el resultado de tres debilidades que se refuerzan mutuamente. El agotamiento del modelo de crecimiento sustentado en energía barata, defensa subcontratada y apertura comercial ha dejado al descubierto una brecha de productividad con Estados Unidos cuyo 72% se explica por factores tecnológicos y no laborales (Draghi, 2024a). La trampa de la tecnología media, la desventaja en costes energéticos, con precios eléctricos entre dos y tres veces superiores a los estadounidenses (Draghi, 2024a), y la exposición a dependencias geoestratégicas críticas configuran un entorno en el que la respuesta institucional no puede limitarse a medidas sectoriales aisladas. La conclusión diagnóstica del análisis es la necesidad de escala empresarial, y que el M&A transfronterizo es el mecanismo para alcanzarla en los plazos que exige el contexto actual.

El análisis sectorial ha demostrado que esta necesidad de consolidación no es abstracta, sino que adopta manifestaciones concretas y urgentes en tres industrias estratégicas. En telecomunicaciones, la existencia de 34 operadores de redes móviles en la UE frente a tres o cuatro en sus competidores globales ha generado un mercado estructuralmente incapaz de movilizar el CAPEX necesario para el despliegue completo del 5G, con una brecha de inversión estimada en más de 147.000 millones de euros (Draghi, 2024b). En automoción, la “trampa del ciclo de transición” obliga a los fabricantes a financiar simultáneamente plataformas de combustión y arquitecturas eléctricas, un esfuerzo inasumible en solitario para empresas que compiten contra rivales chinos con costes de batería a menos de la mitad del precio europeo (European Commission, 2025b). En banca, la ausencia del tercer pilar de la Unión Bancaria, un sistema de Seguros de Depósitos mantiene más de 225.000 millones de euros de capital atrapados en filiales nacionales, impidiendo la gestión eficiente de balance a escala continental (AFME, 2025).

Los dos estudios de caso han permitido contrastar la hipótesis central desde perspectivas complementarias. El caso Stellantis ha aportado evidencia empírica sólida a favor de la tesis: entre 2021 y 2023, los ingresos netos crecieron un 24,3%, el resultado operativo ajustado un 29,9% y el flujo de caja libre industrial más que se duplicó, pasando de 6.100 a 12.900 millones de euros (Stellantis N.V., 2022a, 2023, 2024). La materialización de

sinergias superó el objetivo comprometido con más de dos años antes de antelación, alcanzando los 8.400 millones de euros en 2023. (Stellantis N.V., 2022a, 2023, 2024). El event study ha validado estos resultados desde la perspectiva del mercado: la reacción más intensa se concentró en el momento en que se cuantificaron las sinergias, con un CAR combinado de +6,19% en ventana corta y +8,54% en ventana ampliada, confirmando que los inversores no valoraban el tamaño por sí mismo, sino la credibilidad de las eficiencias comprometidas (Brown & Warner, 1985; Datos Propios).

El caso UniCredit-Commerzbank ha ilustrado, con igual contundencia, pero desde el polo opuesto, cuáles son las condiciones que impiden que esa misma lógica de creación de valor se materialice en el sector bancario europeo. La brecha de eficiencia entre ambas entidades es real y significativa, un Rote de 19,2% frente al 11% y un cost-to-income del 38% frente al 57% (UniCredit, 2026a; Commerzbank, 2026b; EBA, 2025b), lo que acredita que la racionalidad económica de la operación existe. Sin embargo, una prima implícita negativa del 8,7% en el momento de publicación del documento de oferta (Commerzbank, 2026a), retornos anormales negativos o nulos para UniCredit en 5 de los 7 eventos analizados y los 285 días de media que requiere completar una fusión bancaria transfronteriza en Europa frente a los 219 días en Estados Unidos (AFME, 2025) revelan que el problema no es la lógica financiera, sino la arquitectura institucional.

7.2 Contraste de hipótesis de trabajo

El análisis desarrollado permite pronunciarse sobre las tres hipótesis secundarias con un grado razonable de respaldo empírico. La primera hipótesis (H1), que la fragmentación del tejido empresarial europeo en sectores con altos costes fijos constituye un freno estructural que el crecimiento orgánico no puede corregir en los plazos requeridos, queda validada de forma consistente. El análisis sectorial de telecomunicaciones, automoción y banca ha demostrado que, en los tres casos, las brechas de inversión, de escala tecnológica y de capacidad financiera supera con creces lo que cualquier crecimiento orgánico realista podría corregir en el horizonte temporal que impone la competencia global (Draghi, 2024a; Draghi, 2024b; AFME, 2025). El caso de Stellantis lo ilustra con especial claridad: ni FCA ni PSA hubieran podido acometer individualmente los costes de electrificación, el software embebido y la renovación de plataformas que la entidad combinada ha financiado con los flujos de caja generados por la propia fusión.

La segunda hipótesis (H2), que las operaciones de M&A intrarregionales entre empresas europeas generan una creación de valor superior al accionista, obtiene respaldo tanto teórico como empírico. Los datos de BCG confirman que las operaciones intrarregionales europeas presentan el rTSR más alto de todas las tipologías analizadas con un rTSR medio del 1,2%. Respecto a el -0,9% de las operaciones domésticas y el 0,6% de las operaciones interregionales (BCG, 2025). El event study de Stellantis ha aportado validación directa: los CARs positivos y significativos en los eventos clave confirman que el mercado anticipó y descontó valor real en una operación intraeuropea de gran envergadura (Brown & Warner, 1985; Datos Propios). La hipótesis requiere, no obstante, una matización importante: la creación de valor no es automática, sino contingente a la solidez del plan de integración y la credibilidad de las sinergias comprometidas.

La tercera hipótesis (H3), que el marco regulatorio europeo penaliza la consolidación necesaria al priorizar la competencia local sobre las eficiencias dinámicas y la competencia global, queda igualmente validada. La Comisión Europea ha bloqueado históricamente operaciones estratégicas como ThyssenKrupp-Tata Steel, CK Hutchinson-O2 o LSEG-Deutsche Börse utilizando como argumento principal el riesgo de concentración en mercados nacionales, sin ponderar que el objetivo real de esas fusiones era competir contra rivales globales de mayor tamaño (Espinoza, 2025; ERT, 2026). Cuando las empresas han intentado justificar estas operaciones alegando beneficios de innovación o mayor inversión en I+D, la Comisión les ha exigido demostrarlo con una certeza imposible de alcanzar para efectos que, por naturaleza, solo se materializan en el futuro, lo que la ERT denomina una "probatio diabólica" (ERT, 2026). A este obstáculo regulatorio se suma además una resistencia de naturaleza política: incluso cuando las operaciones superan el filtro de competencia, pueden quedar bloqueadas por gobiernos nacionales que anteponen el control sobre sus sectores estratégicos a la lógica de integración europea, tal y como ilustra la oposición del gobierno alemán a la adquisición de Commerzbank por UniCredit, una operación con fundamento financiero sólido que ha encontrado su principal freno no en criterios prudenciales objetivables, sino en consideraciones de soberanía nacional (AFME, 2025; Gardella et al., 2020).

En definitiva, la hipótesis central del trabajo, que las fusiones y adquisiciones transfronterizas entre empresas europeas constituyen una condición necesaria, aunque no suficiente, para mejorar la competitividad estructural de la Unión Europea, queda respaldada por el conjunto del análisis. El calificativo "necesaria" está justificado: la

evidencia sectorial y empírica demuestra que no existe una alternativa al crecimiento inorgánico capaz de generar la escala requerida en los plazos pertinentes. El calificativo "no suficiente" es igualmente relevante: el M&A solo traslada su potencial de creación de valor cuando se ejecuta en un entorno regulatorio que permita gestionar el capital de forma integrada, cuando los planes de integración son creíbles y están soportados por sinergias cuantificadas, y cuando la consolidación no encuentra la resistencia política que hoy frena sistemáticamente sectores como el bancario.

7.3 Propuesta de política económica y empresarial

De los resultados del análisis se derivan propuestas concretas en dos ámbitos en dos ámbitos diferenciados: el regulatorio-institucional y diferencial.

En el plano regulatorio, la reforma más urgente es la modernización de las directrices de control de concentraciones de la Comisión Europea. Esta reforma debería incorporar tres elementos. Primero, la redefinición del mercado relevante en sectores con dinámicas de competencia global a escala continental o internacional, abandonando el análisis de cuotas de mercado nacionales como criterio principal (Draghi, 2024b; ERT, 2026). Segundo, la introducción de una "defensa de la innovación" en las directrices de competencia que permita aprobar una fusión cuando la unión de recursos entre dos empresas sea la única forma viable de asumir los elevados costes de I+D necesarios para competir tecnológicamente a escala global, rebajando el nivel de prueba exigido para los beneficios futuros en forma de mayor innovación o inversión, que por su propia naturaleza solo pueden proyectarse y no garantizarse de antemano (ERT, 2026; Manne et al., 2025). Tercero, la incorporación explícita de criterios de autonomía estratégica y competencia global en el análisis de las eficiencias, en línea con las recomendaciones del informe Draghi y del Competitive Compass (Draghi, 2024b; European Commission, 2025a).

En el sector bancario, la prioridad institucional debe ser completar la Unión Bancaria mediante la adopción del Sistema Europeo de Seguro de Depósitos (EDIS), cuya ausencia mantiene una lógica nacional dentro del sistema financiero que desincentiva la consolidación transfronteriza y mantiene más de 225.000 millones de euros en capital atrapados dentro de las fronteras nacionales (AFME, 2025; Gardella et al., 2020; Beck et al., 2024). Sin estas reformas, operaciones con fundamento económico sólido como la de

UniCredit y Commerzbank seguirán encontrando obstáculos que no tienen que ver con su racionalidad financiera sino con las deficiencias del propio marco institucional europeo.

En el plano empresarial, la evidencia del caso Stellantis permite extraer lecciones claras sobre qué condiciones favorecen la creación de valor en grandes operaciones de M&A. El mercado no reacciona al tamaño de la operación en sí, sino a la credibilidad y concreción de las sinergias comprometidas, siendo la revisión al alza del objetivo de ahorro el evento con mayor impacto bursátil de todo el proceso. De ello se deriva que las fusiones con mayor probabilidad de éxito combinan una estructura de gobernanza equilibrada, un compromiso explícito con la cuantificación periódica de sinergias y un plan de integración orientado a la eficiencia operativa y tecnológica antes que a la acumulación de cuota de mercado.

7.4 Limitaciones del estudio y líneas de investigación futura

Este trabajo presenta limitaciones que es necesario reconocer explícitamente. En primer lugar, el análisis empírico se sustenta en dos estudios de caso, lo que introduce un riesgo de particularidad: Stellantis y UniCredit-Commerzbank han sido seleccionados por su relevancia estratégica y complementariedad metodológica, pero sus resultados no son necesariamente generalizables al universo de operaciones de M&A europeas. Adicionalmente, el análisis financiero de Stellantis se circunscribe al periodo 2021-2023 por ser el horizonte en el que la dirección reportó sinergias de forma desagregada y verificable. Los resultados del ejercicio 2024, caracterizados por una contracción significativa de ingresos, pérdida neta y un relevo en la dirección general, quedan fuera del alcance del análisis y representan una limitación que la primera línea de investigación futura, el seguimiento longitudinal del grupo en el periodo 2024-2030, busca precisamente abordar.

En segundo lugar, el event study asume que los mercados son eficientes en sentido semifuerte y que los retornos anormales reflejan fielmente la valoración del mercado sobre cada hito. En contextos de alta volatilidad, como el impacto del COVID-19 sobre el caso FCA-PSA, o de incertidumbre política como la oposición gubernamental en UniCredit-Commerzbank, esta asunción puede ser especialmente restrictiva.

En tercer lugar, el caso UniCredit-Commerzbank permanecía en curso en el momento de redacción de este trabajo, lo que impide evaluar el desenlace y los efectos post-fusión sobre las variables financieras de ambas entidades.

Estas limitaciones abren tres vías de investigación futura de considerable interés. La primera es el seguimiento longitudinal de Stellantis en el periodo 2024-2030, una vez que la compañía ha dejado de reportar sinergias de forma desagregada y afronta los retos de la electrificación en un mercado más competitivo de lo previsto. En particular, resulta de interés analizar si el deterioro de resultados registrado en 2024 responde a factores cíclicos y de mercado o si refleja limitaciones estructurales de la propia integración. La segunda es la construcción de una muestra amplia de operaciones de M&A transfronterizas en la UE que permitiera estimar, mediante análisis de panel o modelos de diferencias en diferencias, el efecto promedio de la consolidación sobre la inversión en I+D, la productividad total de los factores y la rentabilidad del accionista a largo plazo. La tercera es el análisis del impacto de las reformas regulatorias actualmente en curso, en particular la revisión de las directrices de eficiencias de la Dirección General de Competencia de la Comisión Europea y la potencial adopción del Sistema Europeo de Seguro de Depósitos, sobre el volumen y tipología de las operaciones de M&A en Europa (European Commission, 2025a; AFME, 2025).

En última instancia, este trabajo ha intentado demostrar que el debate sobre el M&A europeo no es un debate técnico sobre valoraciones o múltiplos, sino un debate estratégico sobre qué modelo de integración económica quiere construir Europa. La evidencia acumulada apunta con claridad en una dirección: la fragmentación no es una opción neutral, sino un coste que se paga en forma de brecha tecnológica, dependencia energética y vulnerabilidad geoeconómica. La consolidación empresarial transfronteriza, cuando está bien diseñada, ejecutada con rigor y respaldada por un entorno regulatorio que la facilite en lugar de obstaculizarla, no es una amenaza para la competencia, sino su condición de posibilidad en un mundo en el que los rivales ya no son empresas individuales, sino ecosistemas industriales respaldados por Estados.

8. Declaración de uso de herramientas de IA generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Hugo Fernández Lage, estudiante de E2- Inglés de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "El despertar del viejo continente: el M&A transfronterizo para la creación de campeones europeos y los obstáculos institucionales", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
4. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
5. **Interpretador de código:** Para realizar análisis de datos preliminares.
6. **Estudios multidisciplinares:** Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar.
7. **Constructor de plantillas:** Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
8. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
9. **Generador previo de diagramas de flujo y contenido:** Para esbozar diagramas iniciales.
10. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
11. **Generador de datos sintéticos de prueba:** Para la creación de conjuntos de datos ficticios.
12. **Generador de problemas de ejemplo:** Para ilustrar conceptos y técnicas.
13. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
14. **Generador de encuestas:** Para diseñar cuestionarios preliminares.

15. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 03/06/2026

Firma: Hugo Fernandez Lage

9. Bibliografía

- Association for Financial Markets in Europe. (2025, 2 de septiembre). *Banking union: Measuring progress and identifying implementation gaps*. <https://www.afme.eu/media/ntlodudx/afme-banking-union-report-september-25.pdf>
- Beck, T., Bruno, B., & Carletti, E. (2024, septiembre). *Can the Banking Union foster market integration, and what lessons does this hold for Capital Markets Union?* European Parliament, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit. <https://doi.org/10.2861/0243764>
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)
- Bocconi Students Investment Club. (2024, 29 de septiembre). *UniCredit x Commerzbank: Towards a European Banking Union*. <https://bsic.it/unicredit-x-commerzbank-towards-a-european-banking-union/>
- Boston Consulting Group. (2025, 28 de octubre). *2025 M&A report*. <https://web-assets.bcg.com/c6/bd/d83b3b044a1eb67ef6822146d5f7/the-2025-m-a-report-oct-2025-web.pdf>
- Commerzbank Aktiengesellschaft. (2025, 13 de febrero). *Commerzbank delivers record profit: Strong momentum for accelerated growth and transformation – targeting 15% return on tangible equity by 2028* [Comunicado de prensa]. <https://www.commerzbank.de/group/newsroom/press-releases/results-2024-and-strategy-upgrade.html>
- Commerzbank Aktiengesellschaft. (2026a, 5 de mayo). *Commerzbank takes note of publication of UniCredit's offer document* [Comunicado de prensa]. <https://www.commerzbank.de/group/newsroom/press-releases/offer-document.html>
- Commerzbank Aktiengesellschaft. (2026b, 11 de febrero). *Growth target for 2025 exceeded: Commerzbank achieves record operating result* [Comunicado de prensa]. <https://www.commerzbank.de/group/newsroom/press-releases/2026/20260211-pm-q4-2025.pdf>
- Del Castillo, I. (2025, 23 de septiembre). Murtra apuesta por la ciberseguridad, las fusiones en Europa y la simplificación de la 'teleco'. *Expansión*. <https://www.expansion.com/empresas/tecnologia/2025/09/23/68d28743468aeb157b8b457c.html>
- Draghi, M. (2024a). *The future of European competitiveness. Part A: A competitiveness strategy for Europe*. European Commission. https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en
- Draghi, M. (2024b). *The future of European competitiveness. Part B: In-depth analysis and recommendations*. European Commission. https://commission.europa.eu/document/download/ec1409c1-d4b4-4882-8bdd-3519f86bbb92_en?filename=The+future+of+European+competitiveness+In-depth+analysis+and+recommendations_0.pdf

Drake, C. (2026, 24 de febrero). Ola Källenius (Mercedes-Benz): «Es inevitable que haya consolidación entre las marcas chinas de coches». *Expansión*. <https://www.expansion.com/empresas/motor/2026/02/24/699cd33ee5fdea8d3e8b457e.html>

Espinoza, J. (2025, 1 de febrero). La cruzada europea para crear «campeones corporativos». *Expansión*. <https://www.expansion.com/economia/financial-times/2025/02/01/679e6e07468aebfd358b4573.html>

European Automobile Manufacturers' Association. (2025, 26 de agosto). *The automobile industry: Pocket guide 2025/2026*. <https://www.acea.auto/files/ACEA-Pocket-Guide-2025-2026.pdf>

European Banking Authority. (2025a, 4 de diciembre). *Risk assessment report of the European Banking Authority: December 2025*. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-12/8acb45c4-912b-4f0f-b887-37b8fc058779/Risk%20Assessment%20Report%20Autumn%202025.pdf>

European Banking Authority. (2025b, 24 de septiembre). *Risk dashboard: Q2 2025*. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-09/0b362777-be60-43a4-a8dd-3287500d7cc6/EBA%20Dashboard%20-%20Q2%202025.pdf>

European Commission. (2020, 21 de diciembre). *Commission decision of 21.12.2020 declaring a concentration to be compatible with the internal market and the EEA Agreement (Case M.9730 - FCA/PSA)* [Decisión de la Comisión]. <https://competition-cases.ec.europa.eu/cases/M.9730>

European Commission. (2025a). *A competitiveness compass for the EU* (COM (2025) 30 final). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0030>

European Commission. (2025b). *The 2025 annual Single Market and competitiveness report* (COM (2025) 26 final). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52025DC0026>

European Round Table for Industry. (2026, 17 de febrero). *ERT contribution to the review of the merger guidelines on the legal criteria and standard of proof for efficiencies* [Expert paper]. <https://ert.eu/wp-content/uploads/2026/02/2026-02-ERT-Contribution-to-the-Review-of-the-Merger-Guidelines-on-the-Legal-Criteria-and-Standard-of-Proof-for-Efficiencies-FINAL.pdf>

EY-Parthenon. (2025, 29 de abril). *Balancing act: Growth and uncertainty in Europe's financial services M&A: European financial services M&A trends*. EY. <https://www.ey.com/content/dam/ey-unified-site/ey-com/en-gl/technical/financial-services/documents/ey-gl-2025-european-fs-mergers-and-acquisitions-trends-04-2025.pdf>

Fernández, S., Triguero, Á., & Alfaro-Cortés, E. (2019). M&A effects on innovation and profitability in large European firms. *Management Decision*, 57(1), 100–114. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2017-0730>

Fiat Chrysler Automobiles N.V., & Groupe PSA. (2019, 18 de diciembre). *Groupe PSA and FCA agree to merge* [Comunicado de prensa]. <https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/psa/regulated-information/2019/PR-Binding-Combination-Agreement-Final-1.pdf>

- Fiat Chrysler Automobiles N.V., & Groupe PSA. (2020, 15 de septiembre). *FCA y Groupe PSA modifican su acuerdo de colaboración para reforzar todavía más la estructura financiera de Stellantis en su puesta en marcha* [Comunicado de prensa]. <https://www.media.stellantis.com/es-es/psa-archive/press/fca-y-groupe-psa-modifican-su-acuerdo-de-colaboracion-para-reforzar-todavia-mas-la-estructura-financiera-de-stellantis-en-su-puesta-en-marcha>
- Folch Redondo, S. (2021). *Acuerdos de fusión en el sector automovilístico. Análisis de un caso real: Stellantis* [Trabajo fin de grado, Universidad de Zaragoza]. Repositorio Zaguán. <https://zaguan.unizar.es/record/110452>
- Gardella, A., Rimarchi, M., & Stroppa, D. (2020). *Potential regulatory obstacles to cross-border mergers and acquisitions in the EU banking sector* (EBA Staff Paper Series No. 7). European Banking Authority. <https://doi.org/10.2853/91604>
- Lazard. (2026, 8 de enero). *2025 M&A review and 2026 outlook*. <https://www.lazard.com/research-insights/lazard-2025-ma-review-and-2026-outlook/>
- Letta, E. (2024). *Much more than a market* [Policy paper]. Groupe d'Études Géopolitiques. <https://legrandcontinent.eu/fr/2024/04/18/beaucoup-plus-quun-marche/>
- Manne, G. A., Auer, D., Albrecht, B., Radic, L., & Ünekbas, S. (2025, 3 de septiembre). *Comments of the International Center for Law & Economics: EU merger review guidelines*. International Center for Law & Economics. <https://laweconcenter.org/resources/icle-comments-on-2025-eu-merger-review-guidelines/>
- Monitor Deloitte. (2025). *España ante una oportunidad país: Motor de competitividad energética e industrial para Europa*. Deloitte Strategy, Risk & Transactions, S.L.U. <https://www.deloitte.com/es/es/services/consulting/perspectives/espana-motor-competitividad-energetica-e-industrial-para-europa.html>
- OECD. (2021). *Emerging trends in communication market competition* (OECD Digital Economy Papers No. 316). OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/4ad9d924-en>
- Patiño, M. Á. (2026, 23 de febrero). Cani Fernández (CNMC): «Europa necesita grandes campeones empresariales frente a Trump». *Expansión*. <https://www.expansion.com/empresas/2026/02/23/699b6d65e5fdea733c8b45a6.html>
- Schöning, F. (2025, 30 de enero). *Aerospace & defense insights: European defence sector outlook 2025*. Hogan Lovells. <https://www.hoganlovells.com/en/publications/aerospace-defense-insights-european-defence-sector-outlook-2025>
- Stellantis N.V. (2022a). *Annual report and Form 20-F for the year ended December 31, 2021*. https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/financial-reports/Stellantis_NV_2021_Annual_Report_and_Form_20-F.pdf
- Stellantis N.V. (2023). *Annual report and Form 20-F for the year ended December 31, 2022*. <https://www.stellantis.com/en/investors/reporting/financial-reports>
- Stellantis N.V. (2024). *Annual report for the year ended December 31, 2023*. <https://www.stellantis.com/en/investors/reporting/financial-reports>
- Stellantis N.V. (2022b, 1 de marzo). *Dare Forward 2030: Stellantis' blueprint for cutting-edge freedom of mobility* [Comunicado de prensa].

<https://www.stellantis.com/en/news/press-releases/2022/march/dare-forward-2030-stellantis-blueprint-for-cutting-edge-freedom-of-mobility>

Stiebale, J. (2014). *Cross-border M&As and innovative activity of acquiring and target firms* (Research Paper 2014/06). University of Nottingham, Globalisation and Economic Policy Centre. <https://ideas.repec.org/p/not/notgpe/14-06.html>

UniCredit. (2025, 14 de marzo). *ECB authorizes UniCredit to increase Commerzbank stake to 29.9%* [Press release]. <https://www.unicreditgroup.eu/en/press-media/press-releases-price-sensitive/2025/march/ecb-authorizes-unicredit-to-increase-commerzbank-stake-to-29-9-.html>

UniCredit. (2026a, 20 de abril). *Commerzbank: A new chapter* [Presentación corporativa]. https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/en/investors/presentations-and-documents/2026/Commerzbank_a_new_chapter.pdf

UniCredit. (2026b, 16 de marzo). *UniCredit signals openness for dialogue and willingness to build bridges with Commerzbank and key stakeholders* [Comunicado de prensa]. <https://www.unicreditgroup.eu/en/press-media/press-releases-price-sensitive/2026/march/press-release.html>

Verbo, M. L. (2025, 23 de octubre). Airbus, Leonardo y Thales crearán un coloso europeo del sector espacial. *Expansión*. <https://www.expansion.com/empresas/2025/10/23/68f9c7f5e5fdea4a678b4589.html>

Wenske, A., Biffar, A., Pfuhler, T., Keienburg, G., & Yin, S. (2025, 5 de agosto). *Creating value through M&A: A call to action for European banks*. Boston Consulting Group. <https://www.bcg.com/publications/2025/germany-a-call-to-action-for-european-banks>