



## **FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

Estudio sobre la eficacia de las fusiones bancarias medida a través de la rentabilidad de la sociedad resultante, en el sistema financiero español en el periodo 1987-2013.

**Realizado por:**

Alfonso Saez Alonso-Muñumer

**Dirigido por:**

Doctor Cecilio Moral Bello

La realización de esta tesis no hubiera sido posible sin la colaboración y apoyo de mi director Doctor Cecilio Moral Bello, su guía, comprensión, orientación y confianza que siempre me ha demostrado me animó a seguir y completar esta investigación.

Asimismo quiero agradecer a mi mujer Carmen, las horas robadas a nuestra familia por cumplir este mi sueño.

Por último, agradecer a Bankinter su ayuda financiera en el desarrollo de esta investigación.

Todo este trabajo ha sido posible gracias a ellos.

# ÍNDICE

# ÍNDICE

OBJETIVO Y FUNDAMENTACIÓN	Página 5
CAPÍTULO I: La Consolidación Bancaria	Página 11
I.1.- Introducción	Página 12
I.2.- La consolidación bancaria de la Unión Europea	Página 19
I.3.- La consolidación bancaria española	Página 31
CAPÍTULO II: Factores explicativos, motivación y resultados de las fusiones y adquisiciones	Página 50
II.1.- Introducción	Página 51
II.2.- Factores explicativos de las fusiones y adquisiciones	Página 53
II.3.- Metodologías en las investigaciones.	Página 56
II.4.- Motivaciones	Página 70
II.5.- Criterio geográfico	Página 77
II.6.- Tamaño de la operación corporativa	Página 84
CAPÍTULO III: Análisis de las fusiones y adquisiciones bancarias españolas	Página 90
III.1.- Introducción	Página 91
III.2.- Motivación, objetivo e hipótesis de la investigación	Página 93
III.3.- Alcance de la investigación	Página 99
III.4.- Características y composición de la muestra	Página 108
III.5.- Especificaciones del modelo	Página 121
III.6.- Metodología empleada en el análisis	Página 127
III.7.- Resultados obtenidos	Página 130
III.7.1.- Estadísticos descriptivos	Página 130
III.7.2.- Resultados de la estimación	Página 138
CONCLUSIONES	Página 142
ANEXOS	Página 157
BIBLIOGRAFÍA	Página 159

# OBJETIVO Y FUNDAMENTACIÓN

## OBJETIVO Y FUNDAMENTACIÓN

Con el título “Eficacia de las fusiones bancarias medida a través de la rentabilidad de la sociedad resultante, en el sistema financiero español en el periodo 1987-2013”, se presenta esta tesis cuyo objetivo consiste en estudiar y valorar las fusiones y adquisiciones bancarias acontecidas en el sistema financiero español desde 1987 hasta diciembre de 2013, desde la perspectiva de la sociedad resultante y del análisis de sus ratios principales de rentabilidad.

Desde finales del siglo XX y comienzos del presente, se ha producido una transformación y reestructuración del sistema financiero internacional sin precedentes, produciéndose la desaparición de instituciones bancarias y reduciéndose ostensiblemente su número (Díaz y Sanfilippo, 2006). La innovación financiera, los avances tecnológicos, el desarrollo del mercado de capitales, la desregulación, la desaparición de fronteras, la integración europea, y más recientemente la digitalización ha contribuido, entre otros muchos factores, a esta transformación tan radical del mapa financiero internacional.

El estudio de las fusiones y adquisiciones bancarias es relevante por múltiples factores y desde diversos puntos de vista. Es significativo desde la óptica de los directivos de una entidad, de las autoridades regulatorias, tanto de la competencia como fiscales, de los inversores presentes y potenciales y de la sociedad, ya que el sistema financiero es pieza clave para suministrar crédito a la economía. Sin crédito, un país no puede prosperar, ya que no puede financiar las necesidades de capital de las empresas. También resulta importante desde el punto de vista de los empleados de las instituciones que se fusionan o son adquiridas, sin olvidar la trascendencia de estas actuaciones desde la propia institución financiera que participa en la operación corporativa, puesto que muchas veces se utilizan estas para llevar a cabo un cambio de estrategia, para acceder a nuevos mercados, nuevos clientes, para conseguir sinergias, tratar de tener economías de escala o mejorar la eficiencia, entre otras.

El estudio resulta también muy relevante por el papel clave que juega el sistema financiero en la economía y en la sociedad. Cabe destacar que estas operaciones producen un evidente aumento del tamaño de las entidades, lo que conlleva un incremento del riesgo sistémico y una obvia disminución de actores en el mercado, produciendo una disminución de la competencia, con todo lo que ello implica (Group of Ten, 2001)<sup>1</sup>.

Este incremento de bancos con riesgo sistémico traslada a la sociedad un peligro adicional del que a menudo puede no ser consciente. Se incrementa el riesgo de contagio de manera exponencial y puede llevar a la disminución de la competencia y de los créditos concedidos por los integrantes del sistema financiero al sistema productivo del país, produciendo una ralentización económica (Mishkin, 1996).

---

<sup>1</sup> La consolidación financiera es uno de los más notables hechos del panorama financiero internacional, con esta frase empieza el informe elaborado por Group of Ten (2001) *“Report on Consolidation in the Financial Sector”* que investiga las potenciales implicaciones para las políticas públicas de estos procesos de consolidación. Este trabajo fue dirigido por Roger Ferguson Vicepresidente del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Existe una amplia gama de estudios sobre fusiones y adquisiciones de entidades financieras. Los más numerosos versan sobre el mercado americano, como veremos posteriormente en la revisión de la literatura. Sobre el mercado europeo existen menos trabajos, y suelen referirse a periodos cortos de investigación o a efectos sobre la cotización de las acciones, alrededor del momento del anuncio de la operación. La introducción de la moneda única y la eliminación de las restricciones al establecimiento de entidades financieras en todos los países miembros de la Unión Europea harán que estos trabajos sean más abundantes e interesantes a efecto de nuestra investigación. Sin embargo se han producido pocos estudios que analicen el caso de España, en un periodo largo de tiempo y focalizados en el sistema bancario. Esta tesis viene a completar esta laguna de investigación, analizando en profundidad este fenómeno para los bancos del sistema financiero español en un periodo largo de tiempo, desde 1987 al 2013.

En esta tesis, intentamos obtener una visión sobre el proceso de consolidación bancaria en España de los últimos años y valorar el efecto sobre la rentabilidad de la sociedad resultante de la operación corporativa ya sea fusión o adquisición, sabiendo que la literatura académica no ha encontrado una justificación de carácter económico que demuestre que las fusiones y adquisiciones bancarias crean valor.

De acuerdo con este planteamiento, esta tesis la estructuramos en tres capítulos y de la siguiente manera. La primera parte de la investigación, que contiene el primer capítulo, versará sobre la consolidación bancaria tanto europea como española, describiendo el proceso y cómo ha quedado el sistema bancario resultante en estos años.

La segunda parte del trabajo figura en el capítulo II y tiene por objetivo analizar los factores explicativos, valorar las metodologías empleadas, analizando las motivaciones de las fusiones y adquisiciones y realizando una investigación del estado del conocimiento con una revisión bibliográfica, para terminar el mismo presentando el caso de España.

En el capítulo III recogemos la tercera parte de nuestra investigación que tiene como finalidad el análisis de las fusiones y adquisiciones bancarias españolas. En este capítulo desarrollaremos el cuerpo teórico de la investigación con sus hipótesis, metodología y alcance. El contraste de la hipótesis se realiza para todos los bancos del sistema financiero español, centrandó el análisis en el periodo que va desde 1987, año de la fusión entre el Banco Bilbao y Banco Vizcaya, hasta 2013, fecha de cierre del año de esta tesis. La metodología que utilizamos para el contraste de la hipótesis, es un modelo de medición de valor de rentabilidad para el accionista, que se basa en el estimador G.M.M. de datos de panel dinámico desarrollado por Arellano y Bond (1991). Finalizaremos el capítulo con los resultados obtenidos.

Terminamos esta tesis con la presentación de las principales conclusiones del estudio realizado.

Las conclusiones de esta investigación pueden resultar relevantes para los directivos bancarios de cara a la definición de su estrategia de crecimiento inorgánico, para los accionistas tanto de la sociedad resultante como de la sociedad absorbida, para los inversores potenciales que tienen que adoptar posiciones ante una operación corporativa, para los empleados de las sociedades, para las autoridades financieras conscientes en que deben ser las que tienen que velar por la correcta competencia en el sector financiero y también medir el incremento del riesgo sistémico que se produce en este tipo de procesos de consolidación financiera, entre otras.

Esta investigación está sujeta a una cautela que conviene destacar y tener en cuenta. En todo proceso de fusión, sea bancaria o de cualquier otro tipo, es imposible concretar qué hubiera pasado si la operación corporativa no se hubiera llevado a cabo (Fuentes, 2003).

Se intenta mitigar este efecto con la comparación con el grupo de control. En nuestra investigación este grupo de control está formado por aquellas entidades que no han

participado en procesos corporativos en un periodo de cuatro años, pero esto no elimina la cautela mencionada, ya que es imposible saber qué hubiera ocurrido a la entidad si no se hubiera fusionado o no hubiera sido adquirida.

# **CAPÍTULO I: La consolidación bancaria**

# **CAPÍTULO I: La consolidación bancaria**

## **I.1.- Introducción**

En las últimas cuatro décadas hemos asistido a uno de los periodos de mayor intensidad en operaciones corporativas en el mundo, según la base de datos de Thomson Reuters Mergers and Acquisitions<sup>2</sup>.

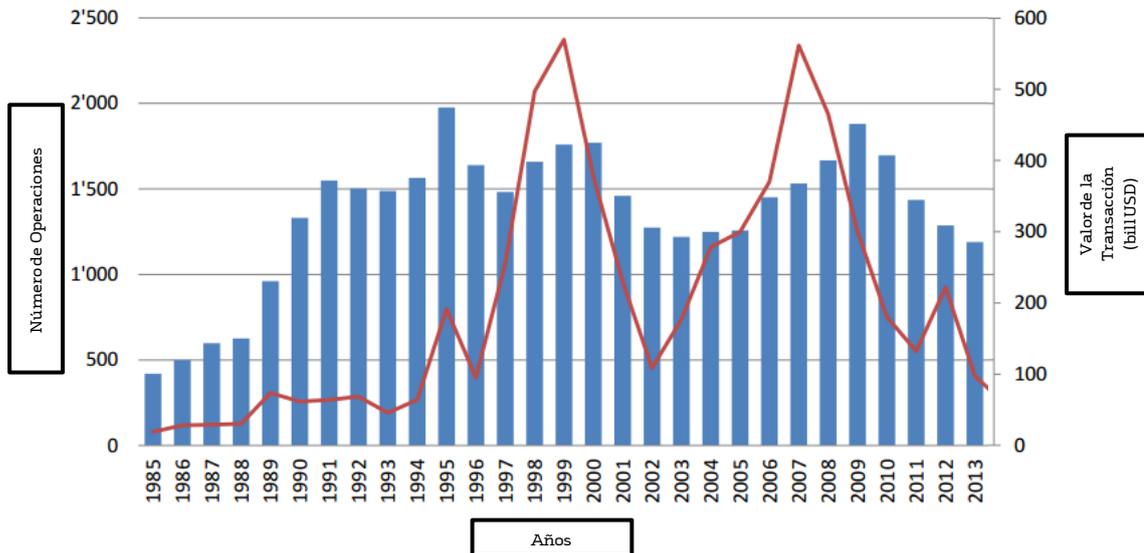
Numerosas empresas de diversos sectores están inmersas en esta actividad. Según Smith y Walter (1998), la consolidación financiera empezó en la década de los ochenta del pasado siglo en los Estados Unidos, debido a los malos resultados que el sector financiero estaba obteniendo, y al desarrollo todavía incipiente, de los mercados de capitales ya en esos años.

---

<sup>2</sup> Thomson Reuters Mergers and Acquisitions (conocida como Thomson Financial Mergers), es una base de datos de la compañía Thomson Reuters que ofrece cobertura completa de la actividad global de fusiones y adquisiciones, con detalles de transacciones individuales y análisis de mercado. El contenido cubre más de un millón de operaciones, siendo 300.000 americanas y más de 700.000 de fuera de los Estados Unidos, desde 1970.

Gráfico 1.1

FUSIONES Y ADQUISICIONES BANCARIAS DESDE 1985 AL 2013



Fuente: Elaboración propia, con datos de Thomson Reuters Mergers and Acquisitions.

Como se aprecia en el gráfico 1.1 elaborado con la base de datos de Thomson Reuters Mergers and Acquisitions, sobre las fusiones y adquisiciones bancarias desde 1985 hasta el año 2013, observamos que existen dos oleadas claras en fusiones y adquisiciones bancarias en el mundo. La que se inicia a finales de los años ochenta del pasado siglo y tiene su punto álgido<sup>3</sup> a finales de los años noventa del pasado siglo, llegando casi a alcanzar una cifra de 600.000 millones de dólares americanos y la que se inicia tras la crisis del 2000 y tiene su punto álgido en el año 2007, justo antes del inicio de la gran crisis financiera, alcanzando también una cifra parecida<sup>4</sup>.

Esta segunda oleada de fusiones y adquisiciones en el mundo, tiene su fiel reflejo en la Unión Europea (Díaz y Sanfilippo, 2006) y vino impulsada por dos razones. La

<sup>3</sup> Medido en billones de dólares.

<sup>4</sup> Como podemos observar en el gráfico 1.1 la línea roja representa el valor de las transacciones en billones de dólares, y en esta serie histórica, los dos máximos alcanzan cifra parecida y cercana a los 600.000 millones de dólares.

primera es la implantación de la “Segunda Directiva de Coordinación Bancaria Europea<sup>5</sup>”, que permitió una mayor liberalización financiera al reducir las restricciones a la expansión de las entidades hacia otros países, consiguiendo eliminar la exigencia de autorización en los estados de destino para entidades de crédito que están autorizadas en el país de origen. Es el llamado “pasaporte comunitario”.

La segunda es la creación de la Unión Monetaria con la introducción de la moneda única, el euro, dando lugar a un entorno europeo más competitivo y dinámico (Díaz y Sanfilippo, 2006). La moneda única según Campa y Hernando (2004) implica una mayor integración de los mercados, lo que supone más atractivo para las operaciones donde se busca una reestructuración empresarial.

El motivo de este incremento en el número de fusiones y adquisiciones, debemos buscarlo, entre otros factores, en el desarrollo de los mercados de capitales, la desintermediación financiera, la proliferación de los productos fuera de balance, la desregulación, la globalización e interconexión de la economía, la innovación financiera o el progreso tecnológico, entre otros (Sanfilippo, 2004).

Existen dos razones adicionales que tenemos que añadir a los clásicos mencionados anteriormente y que señala el Banco Central Europeo, en adelante B.C.E., en su último informe del Mecanismo Único de Supervisión, en adelante M.U.S.<sup>6</sup> y son los tipos de interés cero o negativos y el proceso de digitalización de las entidades financieras europeas.

---

<sup>5</sup> El primer avance para la armonización bancaria en la Unión Europea se produce por las dos Directivas de coordinación bancaria, la primera (Directiva 77/780/CEE) data de 1979 y la segunda (Directiva 89/646/CEE) de 1994, donde se recogen los principios básicos para la armonización que los Estados miembros debían incorporar a sus leyes.

<sup>6</sup> Mecanismo Único de Supervisión (M.U.S.) del B.C.E. Sus principales objetivos son velar por la seguridad y la solidez del sistema bancario europeo y aumentar la integración y la estabilidad financiera en la Unión Europea. Constituye el primer paso hacia la denominada “Unión Bancaria” que se completará con un Mecanismo Único de Resolución y un sistema armonizado de garantía de depósitos.

Las razones por las que se realizan fusiones y adquisiciones son numerosas y se encuentran ampliamente reflejadas en la literatura especializada sobre el tema. Entre ellas, la obtención de economías de escala (Carbó y Humprey, 2004), la diversificación del riesgo en sus múltiples facetas, como riesgo de crédito, riesgo geográfico y riesgo de concentración sectorial entre otros, el incremento de la cuota de mercado, con el consiguiente aumento de la capacidad de influencia en el mismo, las sinergias, las perspectivas de crecimiento de la propia entidad o del mercado donde opera, el tamaño del banco adquirido, la utilización de fusiones o adquisiciones para la realización de un cambio de estrategia (Cuervo, 1999) o simplemente la mejora de la gestión de la entidad absorbida (Berger *et al.*, 1999)

La transformación del sistema financiero español también ha sido notable en estas cuatro últimas décadas. Los antecedentes los podemos encontrar, al igual que sucedió con las europeas, en los años ochenta del pasado siglo en los Estados Unidos (Fuentes y Sastre, 1998). La segunda oleada de operaciones corporativas, se ha producido tras la crisis y posterior quiebra del banco norteamericano Lehman Brothers, alterando completamente el panorama competitivo del sistema financiero.

Uno de los efectos más analizados en la crisis del sistema financiero mundial, que empezó en el año 2007, es la actuación de los gobiernos de cada uno de los países para tratar de neutralizar o reducir las consecuencias de la misma en los bancos o en el sistema financiero y su posterior traslado al sistema productivo. Sin entrar a valorar sobre el sentido o no del intervencionismo, o de si resulta más positivo el liberalismo o el proteccionismo, se ha comprobado que muchos de los procesos de fusión y adquisición que se han producido desde esa fecha, se han realizado con el simple propósito de evitar la quiebra de la entidad participante en el proceso y su posible repercusión en el resto del sistema financiero de cada uno de los países e incluso del mundial, como hemos señalado que sucedió con la quiebra de Lehman Brothers. Estas fusiones se han realizado en alguna ocasión en un plazo breve de tiempo, y el análisis de las mismas, nada tiene que ver con otras fusiones y

adquisiciones bancarias, ya que estas son operaciones que Palomo y Sanchís (2010), denominan acertadamente de “supervivencia”.

Tabla 1.1

ADQUISICIONES DE "SUPERVICENCIA" EN EL SECTOR BANCARIO MUNDIAL

Adquirida	Comprador	Importe (millones USD)
Merrill Lynch	Bank of America	40.457
KBOS	Lloyds	17.074
Wachovia	Wells fargo	14.820
Morgan Stanley	Mitsubishi UFJ	7.839
Alliance & Leicester	Banco de Santander	2.633
Lehman Brothers	Barclays	1.700
Bear Stearns	JP Morgan	236

Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Española de Financiación y Contabilidad<sup>7</sup>.

Como se aprecia en la tabla 1.1 estas fusiones y adquisiciones acontecidas en el año 2008, se han producido en los Estados Unidos y en el Reino Unido. En el caso español no se han llevado a cabo estas operaciones de “supervivencia” entre bancos, pero si entre cajas de ahorros. Sin embargo se encuentran fuera de nuestro perímetro de análisis, por dos motivos principalmente. Por un lado en la reciente crisis financiera (2007-2013), las cajas de ahorros han recibido ingentes cantidades de dinero público (Garbó *et al.*, 2013) y eso ha provocado que se distorsionen todas sus ratios (tanto económicos, de gestión o financieros) y por otro, su peculiar sistema de propiedad hace que muchas de sus decisiones se adopten más dentro del terreno político que de la racionalidad económica (Martínez, 1998).

<sup>7</sup> Tabla elaborada con datos de la tabla “Principales adquisiciones y rescates financieros en el sector bancario durante la crisis financiera de otoño de 2008” de Palomo y Sanchís (2010) en su informe “Efectos de las fusiones sobre la concentración y la eficiencia bancaria” en su página 290.

La inclusión, por tanto, de estas entidades en nuestro análisis, distorsionaría en un alto grado los resultados, haciendo que no se pudiera llegar a conclusiones relevantes de esta investigación.

El fenómeno de las cajas de ahorros en España, merece un análisis *ad hoc*, máxime cuando conocemos que su resultado final ha sido la práctica desaparición de las mismas del sistema financiero o su transformación en bancos aquellas que han sobrevivido a la crisis económica.

Tabla 1.2

ENTIDADES FINANCIERAS RESCATADAS EN OTOÑO DEL 2008  
EN EL SECTOR BANCARIO MUNDIAL

Entidad Rescatada	Importe de Rescate (millones USD)
ING	13.400
UBS	5.281
KBC	4.399
CREDIT SUISSE	4.313
DEXIA	4.219
AEGON	3.800
FORTIS	3.800

Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Española de Financiación y Contabilidad<sup>8</sup>.

La tabla 1.1 muestra los casos más destacados de entidades financieras que han sido adquiridas y en la tabla 1.2 se incluyen las principales entidades que han tenido que ser rescatadas.

<sup>8</sup> Tabla elaborada con datos de la tabla “Principales adquisiciones y rescates financieros en el sector bancario durante la crisis financiera de otoño de 2008” de Palomo y Sanchís (2010) en su informe “Efectos de las fusiones sobre la concentración y la eficiencia bancaria” en su página 290.

Como hemos podido observar anteriormente en el gráfico 1.1, el número de operaciones de fusiones y adquisiciones es significativo. Por tanto adquiere una gran relevancia desde cualquier óptica, intentar elaborar un marco que ayude al gestor de una entidad financiera, al accionista de la misma, al gestor del banco central o al gobierno del país donde se realiza la fusión o adquisición, en su toma de decisiones.

## I.2.- La consolidación bancaria de la Unión Europea

El proceso de consolidación bancaria en el mundo mostrado en el gráfico 1.1 sigue el mismo patrón, tanto para las fusiones y adquisiciones del sistema financiero americano, como del europeo y dentro de este último para el español.

Centrándonos en la Unión Europea y hasta final del año 2013, hemos sido testigos de uno de los periodos de mayor cantidad de fusiones y adquisiciones bancarias. De acuerdo con la base de datos de *Thomson Reuters Mergers and Acquisitions*, se alcanza la cifra de diez mil novecientas treinta operaciones, siendo seis mil seiscientos setenta y seis las operaciones corporativas, donde la empresa objetivo es bancaria y cuatro mil doscientas cincuenta y cuatro operaciones, donde la empresa objetivo no es bancaria.

En la tabla 1.3 se incluyen el número de fusiones y adquisiciones realizadas por entidades de crédito europeas, entre los años 1990 y 2013. Observamos que el año 2006 con ochocientas veintiuna operaciones y el año 2007 con ochocientas treinta y seis, corresponden al mayor número de fusiones y adquisiciones, tanto si se tiene en cuenta que la empresa objetivo es bancaria con quinientas nueve y quinientas cuarenta y dos operaciones, como si no lo es, con trescientas doce y doscientas noventa y cuatro respectivamente.

El siguiente año con más operaciones corporativas es el último de nuestra serie, el 2013, con setecientas ochenta y dos operaciones, siendo trescientas cincuenta y cuatro las operaciones donde la empresa objetivo es bancaria y cuatrocientas veintiocho las operaciones donde la empresa objetivo no es bancaria, siendo además el primer año de la serie donde las operaciones no bancarias superan a las bancarias (las referidas cuatrocientas veintiocho operaciones sobre un total de setecientas ochenta y dos).

Tabla 1.3

NÚMERO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES REALIZADAS POR ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA UNIÓN EUROPEA

Año	Empresa Objetivo		Total
	Bancaria	No bancaria	
1990	61	39	100
1991	194	104	298
1992	156	81	237
1993	109	58	167
1994	118	83	201
1995	127	89	216
1996	114	92	206
1997	115	84	199
1998	119	90	209
1999	162	89	251
2000	171	86	257
2001	347	110	457
2002	320	145	465
2003	363	157	520
2004	423	252	675
2005	457	270	727
2006	509	312	821
2007	542	294	836
2008	361	272	633
2009	421	252	673
2010	445	275	720
2011	352	275	627
2012	336	317	653
2013	354	428	782
Total	6.676	4.254	10.930

Fuente: Elaboración propia, con datos de Thomson Reuters Mergers and Acquisition.

Si tomamos la distribución por países de la tabla 1.4 de las fusiones y adquisiciones realizadas por las entidades de crédito europeas en el periodo 1998-2013 observamos que los tres países con más operaciones corporativas son el Reino Unido con trescientas ochenta y nueve operaciones, Italia con trescientas ochenta y cuatro y Francia con trescientas diecisiete, seguidos de Alemania y Holanda con doscientas veintisiete y doscientas veintiuna respectivamente.

Si sumamos las realizadas por las entidades del Reino Unido, Italia, Francia, España y Alemania, suponen el 68% del total. Por el contrario en los países con un P.I.B. inferior a la cifra anteriormente citada, han tenido lugar pocas fusiones y

adquisiciones, siendo Luxemburgo e Irlanda con veintinueve y treinta y cuatro operaciones respectivamente los que menos.

Tabla 1.4

NÚMERO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES REALIZADAS POR ENTIDADES DE CRÉDITO EN CADA PAÍS (1998-2013)

Pais	Internacional ( UE)	Internacional (No UE)	Nacional	Total
Alemania	55	60	112	227
Austria	35	19	27	81
Belgica	22	9	22	53
Dinamarca	7	9	52	68
España	33	68	157	258
Francia	95	77	145	317
Grecia	20	16	45	81
Holanda	73	76	72	221
Irlanda	10	9	15	34
Italia	65	25	294	384
Luxemburgo	17	4	8	29
Noruega	11	2	44	57
Portugal	7	9	25	41
Reino Unido	57	113	219	389
Suecia	35	7	28	70
<b>Total</b>	<b>542</b>	<b>503</b>	<b>1.265</b>	<b>2.310</b>

Fuente: Elaboración propia, con datos de Thomson Reuters Mergers and Acquisition.

En la tabla 1.5 podemos observar el P.I.B. del año 2007 de los quince países de la tabla 1.4.

Como analizaremos en el apartado siguiente del presente capítulo el caso de España merece mención aparte, el número de fusiones y adquisiciones realizadas alcanza la cifra de 258 superando a países como Alemania. La razón de tan elevada cifra la encontramos en las operaciones corporativas realizadas entre las cajas de ahorros españolas.

Si elegimos Holanda<sup>9</sup> como referencia y valorando su P.I.B., que podemos observar en la tabla 1.5 elaborada con datos de Eurostat<sup>10</sup> es de 721.000 millones de euros, observamos que el mayor número de operaciones de consolidación se produce en los países con un P.I.B. superior a este tomado de referencia.

Tabla 1.5

P.I.B. DEL AÑO 2007  
(en miles de millones de euros)

Pais	P.I.B.
Alemania	3.187
Austria	342
Belgica	413
Dinamarca	231
España	1.480
Francia	2.269
Grecia	343
Holanda	721
Irlanda	208
Italia	2.098
Luxemburgo	43
Noruega	292
Portugal	271
Reino Unido	2.213
Suecia	380

Fuente: Elaboración propia, con datos de Eurostat.

Centrándonos en los datos del gráfico 1.2, se aprecia que en los países de P.I.B. más elevado la consolidación financiera nacional es la más relevante. Así por ejemplo las operaciones nacionales de fusión y adquisición en el Reino Unido representan el

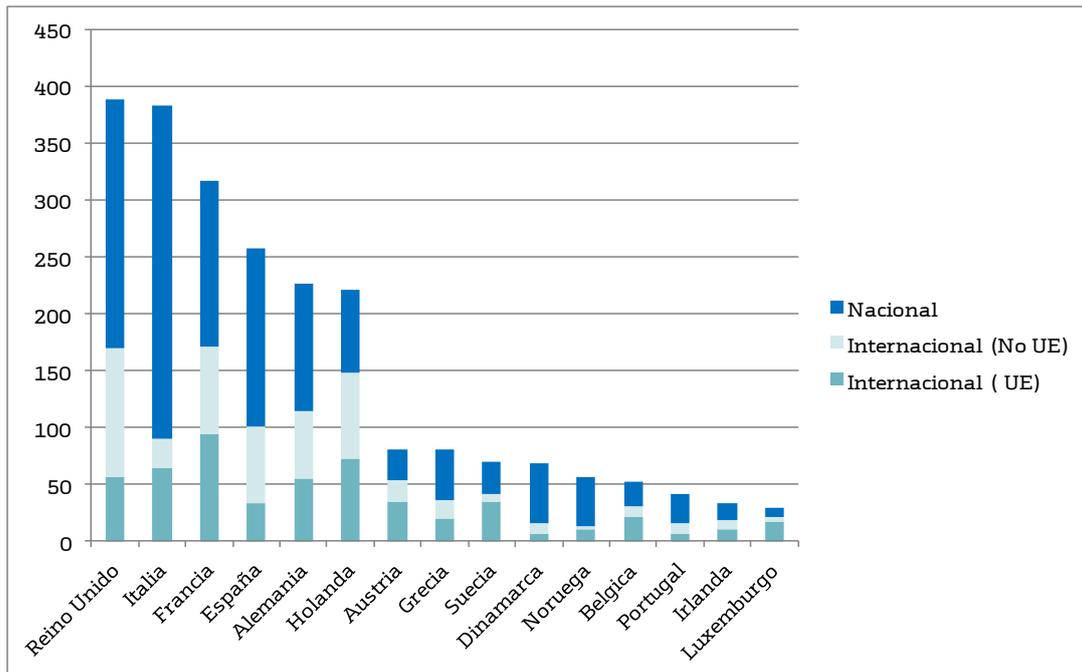
<sup>9</sup> El P.I.B. de Holanda 721.000 millones de dólares americanos es el más cercano a la media del P.I.B. de los quince países de la tabla.

<sup>10</sup> “Eurostat” es la oficina estadística de la Unión Europea, radicada en Luxemburgo, que publica estadísticas armonizadas de la Unión Europea y de la zona Euro. [www.ec.europa.eu/eurostat](http://www.ec.europa.eu/eurostat).

56% del total, en Italia el 77%, en Francia el 46%, en España el 61% y en Alemania el 49%.

Gráfico 1.2

DISTRIBUCIÓN POR PAISES DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES FINANCIERAS EN LA UNIÓN EUROPEA (1998-2013) (en número de operaciones)



Fuente: Elaboración propia, con datos de Thomson Reuters Mergers and Acquisitions.

Los países donde las operaciones corporativas financieras más importantes son internacionales y se realizan con entidades de países miembros de la Unión Europea son, Austria con el 43% de sus fusiones, Suecia el 50%, Bélgica el 42% y Luxemburgo el 59%

Solo en Holanda, como puede observarse, el peso mayor de las fusiones financieras está en las fusiones con países no de la Unión Europea. Estas fusiones son relevantes también en el caso de España, alcanzando la cifra del 26%, debido a las fusiones y adquisiciones de entidades españolas en América Latina, aunque las operaciones

corporativas mayoritarias con el 61% son las realizadas entre entidades dentro del territorio nacional, como puede observarse en el gráfico 1.2.

Las principales razones para esta ola sin precedentes de fusiones internacionales en el sector financiero europeo pueden tener su explicación en los cambios de regulación y tecnológicos, en el intento de mejora de las ratios de eficiencia de las entidades, y en la búsqueda de nuevos nichos de clientes o de nuevos y mejores productos que ofrecer a su base de clientes. El deseo de preservar márgenes, mediante el incremento de la cuota de mercado vía una fusión o adquisición, es otra de las principales razones para una integración internacional según Focarelli, Panetta y Salleo (2002). Alcanzar economías de escala puede hacer a los bancos ser más eficientes, no simplemente eliminando trabajadores, diversificando su variedad y cantidad de productos (Jensen y Ruback, 1983).

Este proceso de consolidación del sistema bancario de la Unión Europea se ha caracterizado por tener un perfil cíclico bastante acusado. Hasta el año 2000 hubo una gran expansión de las operaciones de fusión y adquisición, con un predominio de las operaciones nacionales, lo que favorece la aparición de grandes grupos y desde esa fecha y hasta el 2003, momento en que se alcanza el mínimo, una disminución paulatina de las operaciones, para a partir de 2004 empezar a crecer y volver a alcanzar el máximo en el año 2007 (Hernando *et al.*, 2008).

Esto ha llevado a que más del 30% de los bancos en la Unión Europea han desaparecido, siendo absorbidos por otros, lo que supone que el tamaño medio, en términos de total activo ha crecido significativamente desde los 1.800 millones de euros hasta más del 5.000 millones de euros, según el informe del B.C.E. en el año 2015.

Aun así, los procesos de integración son lentos. Ello se debe tanto a las características intrínsecas del negocio bancario tradicional, como a las barreras

idiomáticas, legales y estratégicas, así como a la red de oficinas, la marca y la reputación, entre otras (Comisión Europea, 2005).

En un informe elaborado por el B.C.E. en el año 2007<sup>11</sup>, a partir de los resultados de una encuesta entre los participantes en el mercado sobre los obstáculos a la consolidación transfronteriza en el sistema financiero europeo, se señalan como principales trabas al mismo las siguientes:

1. En los procesos de concentración internacionales, las entidades logran menos sinergias por el lado de los costes, al no tener presencia en el país del adquirente en términos generales.
2. Los agentes locales, tales como sindicatos, directivos, trabajadores, clientes y potenciales tienen una desfavorable percepción de los bancos extranjeros que adquieren bancos nacionales.
3. Existe un evidente entorno regulatorio adverso que no potencia este tipo de operación corporativa.

El informe busca fomentar la integración financiera basándose en que la misma es una vía relevante para el desarrollo financiero y este mantiene una relación positiva con el crecimiento económico (Levine, 2003).

Un aspecto importante en esta consolidación, es el grado de concentración bancaria existente en un país, ya que incide mucho en las operaciones de fusión y adquisición que interiormente se producen, lo que provoca que exista una relación negativa entre el grado de concentración y la probabilidad de ser adquirido por un competidor nacional. Por otro lado existe una relación positiva entre el grado de concentración nacional y la probabilidad de ser adquirido por una entidad internacional, debido previsiblemente al apoyo de las autoridades financieras europeas de la competencia (Hernando *et al.*, 2008).

---

<sup>11</sup> B.C.E.: “*Financial Integration in Europe*”, marzo 2007.

Los procesos de consolidación y especialmente los bancarios, tienen implicaciones para la sociedad. La integración bancaria, implica la reducción del número de bancos y un incremento de su tamaño y esto puede repercutir en el acceso al crédito para pequeñas empresas o empresas de reciente creación, debido a que el banco resultante de la operación, al ser más grande, puede tener políticas de concesión de crédito más estrictas<sup>12</sup>, según indican Berger, Saunders, Scalise y Udell (1998)<sup>13</sup>. Algunos trabajos sobre el mercado americano<sup>14</sup> sugieren que los préstamos a pequeñas empresas, después de una fusión de bancos pequeños incrementan en cuantía. Sin embargo cuando la fusión se produce entre grandes bancos, los créditos a pequeñas empresas disminuyen. Pero debe tenerse en cuenta que este efecto negativo puede ser parcialmente cubierto, vía los préstamos de otros bancos en el mismo mercado. Esto es lo que hace al sistema bancario competitivo. Cuando una fusión se produce entre grandes bancos y dejan de prestar a pequeñas empresas, son otros bancos más pequeños lo que ocupan el lugar de los anteriores (Berger, Saunders, Scalise y Udell, 1998).

La evidencia en el mercado europeo (Mercieca, Schaeck, y Wolfe, 2009) es muy similar a la descrita para el mercado americano, si bien disponemos menos investigaciones y algunas de estas son parciales<sup>15</sup>. Una de las características fundamentales de los préstamos a pequeñas y medianas empresas en la Unión Europea es la diferencia de requerimientos para la concesión de los créditos, de tal manera que los grandes bancos solicitan unos requisitos de información muy estrictos, basados todos ellos en datos contables, no en conocimiento personal entre

---

<sup>12</sup> Políticas de crédito más estrictas en el sentido de la información y documentación que requieren las entidades financieras para la gestión y aprobación de un préstamo o crédito.

<sup>13</sup> Berger, Saunders, Scalise y Udell, (1998), en su trabajo *“The effects of Banks Mergers and Acquisition on Small Business Lending”* proporcionan una nueva perspectiva a las investigaciones sobre los efectos de la concentración bancaria en los préstamos a pequeñas y medianas empresas, al introducir en su análisis el efecto sustitución como prestamistas de nuevos bancos de tamaño pequeño hacen de los bancos que se fusionan.

<sup>14</sup> Peek y Rosengren (1996) y Strahan y Weston (1996).

<sup>15</sup> Degryse, Masschelein, y Mitchell, (2004): *“SMES and Bank Lending Relationships: The Impact of Mergers”* es un estudio del impacto de las fusiones de los bancos en los préstamos a pequeñas y medianas empresas en Bélgica.

el prestamista y el prestatario. Este tipo de relación es muy habitual entre pequeños bancos y pequeñas empresas, por eso un proceso de fusión que haga que la entidad financiera resultante tenga ya un tamaño considerable, hará que deje de suministrar crédito a estas pequeñas empresas (Francis, Hasan y Wang, 2008).

Otra implicación de las fusiones y adquisiciones bancarias tiene que ver con el incremento o la reducción de los diferenciales de los créditos antes y después de las operaciones corporativas. Así observamos que hay evidencias empíricas de reducción de diferenciales si el adquirente y el adquirido operan en la misma zona geográfica, con solapamiento de oficinas y por tanto con un potencial de reducción de costes por cierre de las oficinas duplicadas. Sin embargo los diferenciales crediticios se amplían cuando este solapamiento es muy significativo y el banco o institución financiera resultante de la fusión incrementa su poder de mercado de forma ostensible en una zona geográfica determinada (Erel, 2007).

En Europa en los últimos años se ha producido un progreso notable y más concretamente en la Unión Europea para sentar las bases de una unión bancaria plena, como estableció la Comisión Europea en el año 2013. El 4 de noviembre 2014 el B.C.E. asumió la responsabilidad de la supervisión bancaria y creó dos instituciones “*The Single Supervisory Mechanism (S.S.M.)*” y “*The Single Resolution Mechanism (S.R.M.)*” como pilares esenciales para lograr una integración bancaria y evitar futuras crisis.

El B.C.E. directamente supervisa ciento veinte grupos bancarios significativos que representan el 82% de los activos bancarios de la zona euro<sup>16</sup>. Para el resto de los tres mil quinientos bancos que hay en la zona euro, el B.C.E. establece un conjunto de normas estándar y trabaja con las autoridades nacionales de forma delegada, pero en cualquier momento puede decidir supervisar cualquiera de estos bancos que están fuera de su grupo inicial.

---

<sup>16</sup> El B.C.E. asumió el 4 de noviembre de 2014 las competencias de supervisión directa de los principales grupos bancarios de la zona euro, tras una fase preparatoria de un año.

Un aspecto que impulsará la integración financiera europea y por tanto potenciará la concentración bancaria es que el B.C.E.<sup>17</sup> promueve la armonización de los datos contables, su estructura y los estándares de reporte e información. En este contexto están trabajando en una base de datos diccionario denominada “*AnaCredit project*”<sup>18</sup> para armonizar bases de datos con información detallada de préstamos, situación de los mismos como incidencias y fallidos, depósitos y cuentas entre otras.

La falta de una armonización de los conceptos contables era uno de los aspectos que se indicaban por parte de los directivos bancarios como un freno a las operaciones transnacionales<sup>19</sup>. Una de las principales lecciones de la reciente crisis financiera (B.C.E., abril 2015) ha sido que los inversores deben de ser capaces de realizar un análisis con la debida diligencia de sus oportunidades de inversión, analizando la institución financiera, su estructura de balance, su cuenta de pérdidas y ganancias, sus inversiones en productos derivados, es decir todo lo que afecte a su situación patrimonial y así reducir su dependencia de las agencias de rating.

Otra regulación europea que ayudará a la integración será la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (en adelante B.R.R.D.<sup>20</sup>) establece herramientas y confiere poder para la gestión de las quiebras de las entidades de crédito y empresas de inversión de una manera ordenada en toda la Unión Monetaria, donde llegar a una resolución de una entidad financiera es una cuestión de interés público. La B.R.R.D. introduce una herramienta de recapitalización, que será de suma importancia para desplazar el coste de las quiebras bancarias de los contribuyentes, como ha sucedido en esta última crisis financiera, a los accionistas y los acreedores, con la excepción en este último punto de los depositantes cubiertos por los Fondos de

---

<sup>17</sup> B.C.E.: “*Financial Integration in Europe*”, abril 2015.

<sup>18</sup> AnaCredit acrónimo de analytical credit datasets es un proyecto del B.C.E para crear una base de datos que contenga información detallada y armonizada de los préstamos en la zona euro, está regulada por la ECB/2016/13: ECB *Regulation on the collection of granular credit and credit risk data*.

<sup>19</sup> B.C.E.: “*Financial Integration in Europe*”, marzo 2007.

<sup>20</sup> “*The Bank Recovery and Resolution Directive*” (B.R.R.D.), es una Directiva del Parlamento y del Consejo Europeo: DIRECTIVE 2014/59/EU.

Garantía de Depósitos<sup>21</sup>, que cubren unas determinadas cantidades en caso de quiebra<sup>22</sup>. Esta regulación deberá de ser traspuesta a todas las legislaciones nacionales y ayudará también a tener claro el papel de cada entidad financiera en el conjunto del sistema, su importancia y situación financiera, lo que despejará dudas en un proceso de integración transnacional.

Otro elemento clave para lograr la integración financiera europea han sido la entrada en vigor del Fondo de Resolución (en adelante “S.R.F.”<sup>23</sup>) el 1 de enero de 2016, que es financiado mediante aportaciones de los bancos anualmente. Teniendo en cuenta que el B.R.R.D avanza lentamente, los Estados miembros de la Unión han acordado una financiación puente como mecanismo para dotar desde el primer momento de liquidez a este vehículo. Estos créditos de los estados miembros se irán cancelando a medida que los bancos aporten sus contribuciones a los largo de los años, con el objetivo de romper el nexo de unión entre los bancos y los estados soberanos, de tal manera que cuando un banco quiebre y sea necesaria la intervención, no se ponga en riesgo el sistema financiero del país, ya que el dinero habrá sido aportado por las instituciones financieras.

La crisis financiera reciente, ha demostrado que el camino hacia una mayor integración financiera no es siempre de una sola vía. Los logros en cuanto a la profundidad de la integración financiera obtenidos desde la creación del euro han sido sustanciales. Sin embargo, la crisis ha mostrado que la integración financiera alcanzada hasta el 2007 no había sido suficiente. La fragmentación de políticas financieras entre los diferentes países ha tenido considerable efectos negativos sobre

---

<sup>21</sup> El Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito fue creado en España por el Real Decreto-Ley 16/2011 de 14 de octubre y tiene por objeto garantizar los depósitos en dinero con un límite de 100.000 euros y otros 100.000 euros para garantizar las inversiones de valores u otros instrumentos financieros. Adicionalmente podrá asistir financieramente la recapitalización de entidades de crédito españolas.

<sup>22</sup> Existe en España otro fondo, el Fondo General de Garantía de Inversiones, F.O.G.A.I.N., que cubre a inversores particulares, situaciones de insolvencia de empresas de servicios de inversión. La cobertura máxima por titular es de 100.000€ y está regulado por el real Decreto Ley 1642/2008, de 10 de octubre.

<sup>23</sup> *Single Resolution Fund* “S.R.F.”

la economía de la zona euro. Por tanto y como afirma el B.C.E. en su documento “*Financial Integration in Europe*” (2015), hay que continuar avanzando en la profundización y mejora de la capacidad de recuperación de las crisis financieras, dentro del área Euro y por ello este objetivo debe de permanecer en lo alto de la agenda política europea.

### I.3.- La consolidación bancaria española

Podríamos definir el sistema financiero “*como el conjunto de entidades que generan, recogen, administran y dirigen tanto el ahorro como la inversión, en un sistema político-económico*”<sup>24</sup> en sentido amplio, incluyendo entidades de seguros, establecimientos financieros de crédito, agencias y sociedades de valores, entre otros, o en sentido estricto<sup>25</sup> como aquel formado por bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito. Estas tres categorías difieren entre ellas tan solo en su estructura jurídica, puesto que legalmente están equiparadas en cuanto a posibilidades operativas y se encuentran sujetas a las mismas normas de supervisión. Dentro de los bancos podemos distinguir entre la banca nacional y las sucursales y filiales de bancos extranjeros.

Como indica Moral (2017)<sup>26</sup> “*el sistema ha nacido y se ha desarrollado bajo un férreo control por parte de la autoridad política y financiera en los primeros años de su nacimiento y en su posterior desarrollo, hasta la instauración de la democracia en España. Ha tenido que afrontar varias crisis económicas de gran relevancia y consecuencias y enfrentarse a un proceso de liberalización e internacionalización para por una parte acomodarse a las exigencias de la Unión Europea y por otra diversificar el negocio, buscando la rentabilidad que el mercado interno no puede proporcionar. Por ello, esta evolución se ha traducido en constantes procesos de reestructuración y de adaptación a las exigencias del mercado*”.

La normativa que ha condicionado la estructura actual del sistema financiero español podríamos resumirla en la siguiente, Moral (2016), la Ley de Ordenación Bancaria de 1946, como normativa básica para para el ejercicio de la actividad bancaria, la

---

<sup>24</sup> Moral (2000) en “Los Mercados Financieros” en su página 5.

<sup>25</sup> Moral (2000) y Cuervo y Calvo (1998).

<sup>26</sup> Moral (2017) en su artículo “Una breve revisión del sistema crediticio español, con especial referencia temporal desde la creación de la revista ICADE y efectos de la reciente crisis económica sobre el sector bancario” página 2.

Ley de Entidades Oficiales de Crédito a Medio y Largo Plazo relevante en la regulación de la financiación, la Ley de Bases de Ordenación de Crédito y la Banca de 1962, que fue la guía de la regulación financiera, la Ley de Organización y Régimen del Crédito Oficial de 1971, donde se centralizan las funciones supervisoras y reguladoras en el Banco de España, la creación del Fondo de Garantía de Depósitos en 1977.

En 1978 se permite la entrada de la banca extranjera en España aunque con unas condiciones muy duras, para así conseguir que las entidades nacionales se fueran adaptando al entorno competitivo internacional (Moral, 2017).

Posteriormente la presencia de la banca extranjera en España se regula por el Real Decreto 1388/1987 de 23 de junio<sup>27</sup>, donde se contemplaba tanto la apertura de una sucursal como la creación de una filial, con alguna pequeña diferencia jurídica como el capital mínimo exigido y las restricciones de dividendos, pero sin ninguna diferencia a nivel operativo (Álvarez e Iglesias, 1992). Este Real Decreto discriminaba sobre la banca nacional a estas entidades, impidiéndolas abrir más de tres sucursales, limitando su participación permanente en empresas nacionales y restringiendo su acceso a la financiación interbancaria. Se debe a estas limitaciones, que estas entidades hayan tenido una orientación casi exclusiva hacia la actividad de banca corporativa, de banca mayorista o de banca privada<sup>28</sup>.

Existe un grupo de bancos extranjeros que no han tenido las limitaciones anteriormente descritas y que son aquellos que tras la grave crisis bancaria de finales de los años setenta del siglo anterior, el Fondo de Garantía de Depósitos tras intervenir a muchas entidades nacionales que atravesaban graves dificultades o

---

<sup>27</sup> Álvarez e Iglesias (1992): en “La banca extranjera en España en el periodo 1978-1990” indican que la regulación fue anterior y en su página 12 indican “La norma básica la constituyó el Real Decreto 1388/1978 de 23 de junio, que contempla tanto la creación de filiales como la apertura de sucursales”.

<sup>28</sup> En general con clientes de importantes patrimonios.

estaban en quiebra, les adjudicó uno de estos bancos. Estas entidades mantuvieron su status jurídico de banco nacional.

El gran avance en la consolidación financiera europea y nacional tenemos que buscarlo en las primera<sup>29</sup> (1977) y segunda<sup>30</sup> (1989) Directivas de Coordinación Bancaria, y sobre todo esta última que constituyó la pieza clave del proceso de liberalización, ya que alteró radicalmente el marco regulador de las instituciones bancarias de la Unión Europea. Las modificaciones más destacables de esta Segunda Directiva, implementada por los diversos países europeos desde 1991 hasta 1994<sup>31</sup> fueron la adopción del principio de reconocimiento mutuo y la introducción del principio de control del país de origen. Este denominado “pasaporte europeo” consagrado en la Segunda Directiva, implica que los oferentes de los servicios financieros de un estado miembro de la Unión puedan establecerse en otro estado miembro sin autorización previa y que cada país permita a los bancos extranjeros que presten sus servicios como si de bancos nacionales se tratara (Maudos y Fernández de Guevara, 2008)<sup>32</sup>.

Ya en el 2002 la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, buscaba la modernización del sistema. Como consecuencia de la crisis económica y financiera, en el 2008 se crea el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria y en el 2011 se promulga un Real Decreto que busca fortalecer los niveles de solvencia y estimular los procesos de reestructuración (Moral, 2017).

---

<sup>29</sup> Directiva 77/780/CEE.

<sup>30</sup> Directiva 89/646/CEE.

<sup>31</sup> En España esta Segunda Directiva fue traspuesta por la Ley 3/1994 de 14 de abril, por lo que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a esta nueva norma europea.

<sup>32</sup> Maudos y Fernández (2008) en “El Sector Bancario Español en el contexto internacional” en su página 81 comentan sobre el principio del control del país de origen de los bancos “*finalmente el último principio supone que el estado miembro de origen es el responsable del control global del establecimiento bancario*”.

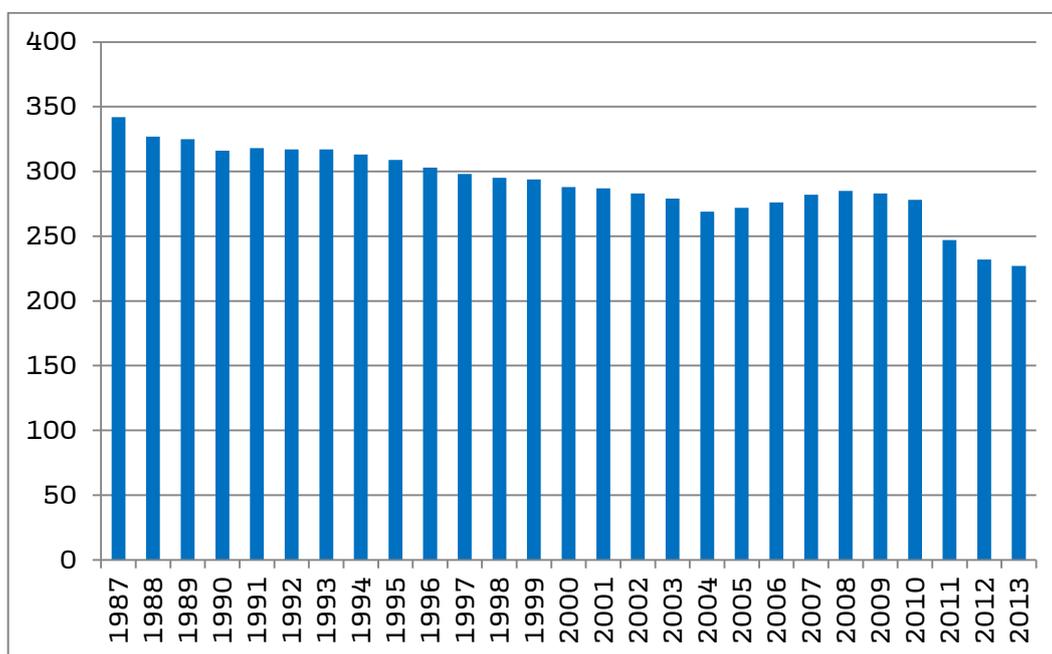
El proceso de consolidación del sistema financiero, al igual que en los Estados Unidos y en la Unión Europea, ha sido muy relevante en España en las últimas décadas, produciéndose una reducción considerable de los participantes del mercado.

Como podemos comprobar en el gráfico 1.3, la evolución del número de entidades financieras en España desde 1987 a 2013, la cifra ha pasado de trescientos cuarenta y dos entidades financieras a finales de 1987 a doscientos veintisiete a finales del 2013.

Esta reducción de más del 33% en veintisiete años, si bien es una cifra significativa, no refleja realmente el proceso de concentración sufrido por el sistema financiero español que ha sido muy superior como veremos posteriormente.

Gráfico 1.3

#### NÚMERO DE ENTIDADES FINANCIERAS EN ESPAÑA

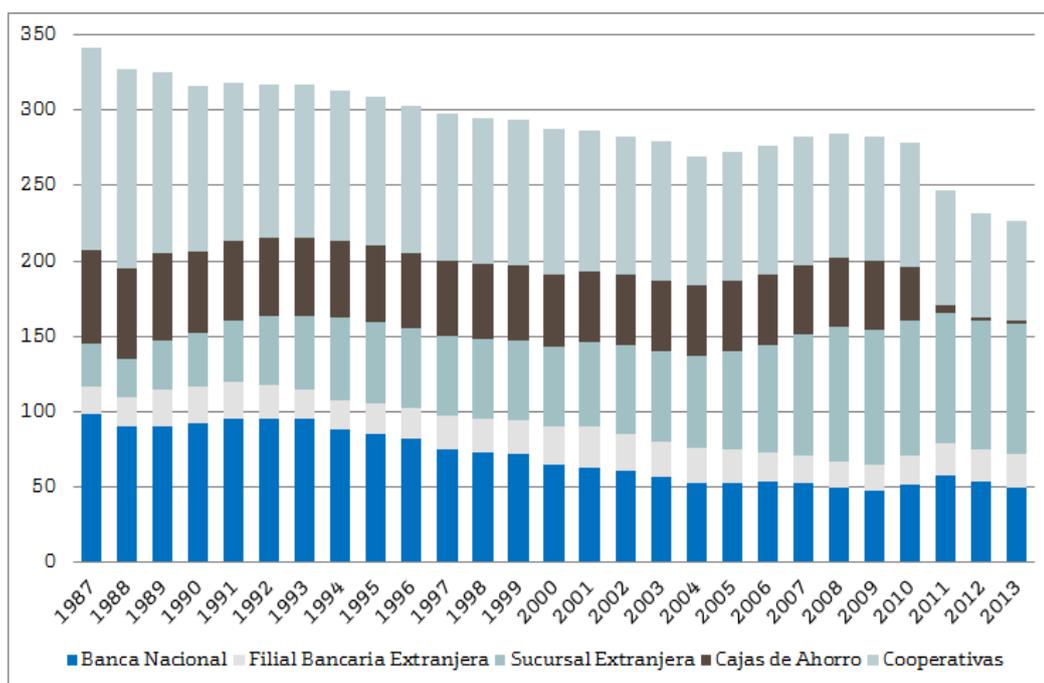


Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Si desagregamos esta información, observamos en el gráfico 1.4, que de las trescientas cuarenta y dos entidades financieras existentes en España en 1987, noventa y ocho eran bancos nacionales, diecinueve filiales bancarias extranjeras, veintiocho sucursales de bancos extranjeros, sesenta y dos cajas de ahorros y ciento treinta y cinco cooperativas de crédito. Por el contrario en el año 2013 los bancos nacionales pasan a ser cincuenta, las filiales extranjeras de diecinueve entidades a veintidós, las sucursales extranjeras también incrementan su presencia en España notablemente pasando de veintiocho entidades en 1987 a ochenta y seis. Las cajas de ahorros de sesenta y dos a dos y las cooperativas de crédito de ciento treinta y cinco entidades a sesenta y siete.

Gráfico 1.4

NÚMERO DE ENTIDADES FINANCIERAS EN ESPAÑA POR ESTRUCTURA JURÍDICA



Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Las cooperativas de crédito<sup>33</sup> son el tercer grupo de entidades financieras<sup>34</sup>.

Existiendo diferentes tipos de cooperativas de crédito según la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito<sup>35</sup>. En primer lugar las cajas rurales, son el grupo más relevante en número y están agrupadas en la Asociación Española de Cajas Rurales. En segundo término las cajas populares, son cooperativas de crédito vinculadas a determinadas actividades profesionales y en tercer y último lugar las cajas profesionales, que están orientadas a dar servicio a colectivos o a colegios profesionales.

Como se aprecia en el gráfico 1.4 las cooperativas de crédito también han sufrido un proceso de concentración en España desde 1987 al 2013, aunque su estrategia difiere del que han llevado a cabo los bancos o las cajas de ahorros. Por un lado se ha producido la creación de grupos financieros cooperativos (Barea, Juliá y Monzón, 1999) como es el caso de Grupo Caja Rural que agrupa a setenta y siete cajas rurales y por otro han llevado a cabo procesos de fusión liderados por alguna caja rural como es el caso de la creación de Cajamar<sup>36</sup>, que ha fusionado cajas rurales de diferentes provincias y diferentes comunidades autónomas o el caso de Ruralcaja<sup>37</sup> (Palomo, 2004).

---

<sup>33</sup> Como definen Melian *et al.*, 2006, en “La investigación en materia de cooperativas de crédito y de grupos cooperativos” en su página 30 indican “Una cooperativa de crédito es una entidad con actividad bancaria que se rige por los métodos operativos y las normas también comunes a los bancos y cajas de ahorros, pero que se diferencia de ellas en la finalidad perseguida y en su sistema y procedimiento de gobierno”. Se encuentra regulada por la Ley 13/1989 de 26 de Mayo de Cooperativas de Crédito y señala que “ su objeto social es servir a las necesidades financieras de sus socios y de terceros mediante el ejercicio de las actividades propias de las entidades de crédito”.

<sup>34</sup> Palomo (2004) Son sociedades de personas que participan como socios en el capital, como empresarios en su dirección y como clientes en su actividad financiera.

<sup>35</sup> La Unión Nacional de Cooperativas de Crédito U.N.A.C.C., constituida en 1970, es la patronal del sector de cooperativas de crédito.

<sup>36</sup> Cajamar es el resultado de la integración de Caja Grumeco de Madrid, Caja Rural de Málaga, Caja Rural de Almería y Caja Rural del Duero.

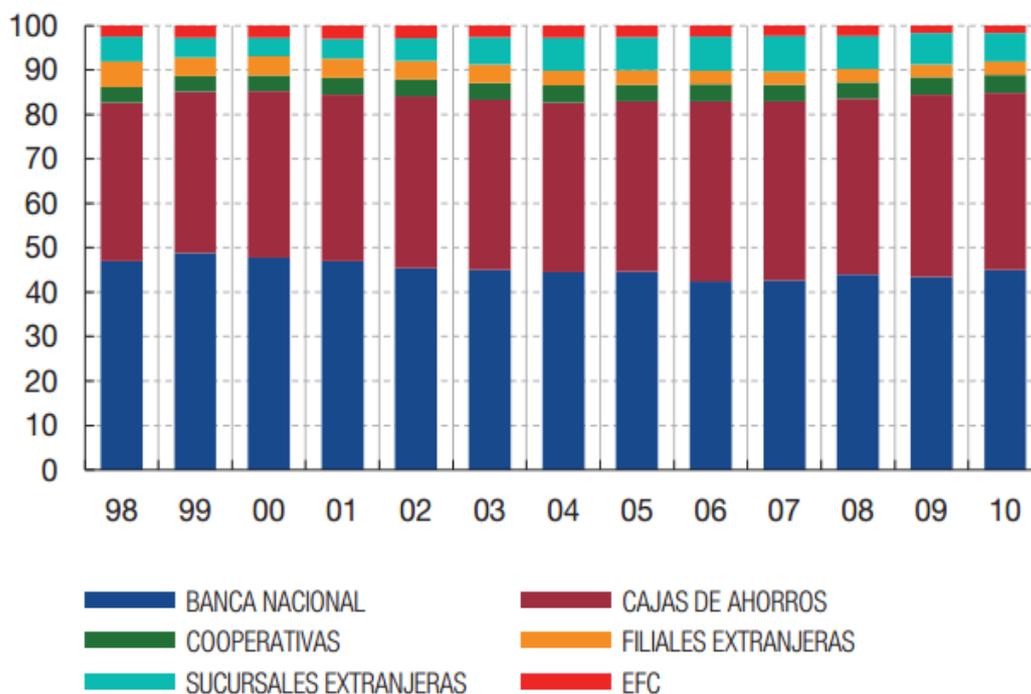
<sup>37</sup> Ruralcaja que es el resultado de la integración de la Caja Rural de Valencia con las cajas rurales de Valencia, Castellón y Alicante.

Si bien las cooperativas de crédito son relevantes en cuanto a número, cuando analizamos su importancia por volumen y cuota de mercado observamos que no son muy significativas según el informe de cuotas de mercado en el total del balance de los negocios en España de las entidades de crédito y sus grupos consolidados<sup>38</sup> y que se aprecia en el gráfico 1.5 siguiente.

La cuota de mercado, en términos de balance tanto de las cooperativas de crédito como de las sucursales y filiales de banca extranjera en España, no alcanza ninguna de ellas el 4% y su participación y relevancia en el proceso de concentración bancaria no es significativo.

Gráfico 1.5

CUOTAS DE MERCADO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS GRUPOS CONSOLIDADOS



Fuente: Memoria de la Supervisión Bancaria en España 2010<sup>39</sup>.

<sup>38</sup> Según los datos del Banco de España de su Memoria de Supervisión Bancaria del año 2011.

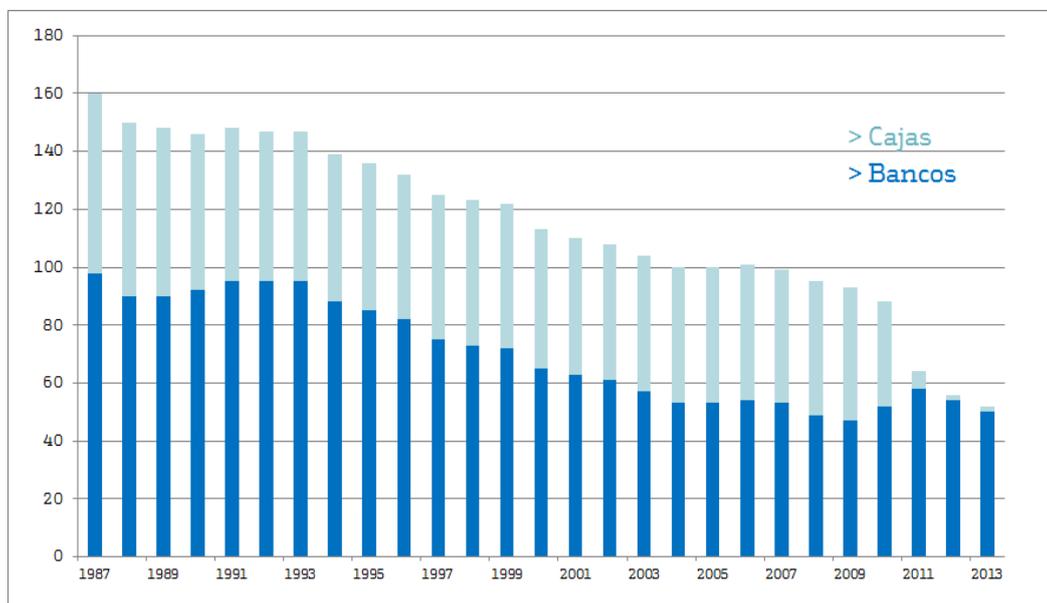
<sup>39</sup> Memoria de la Supervisión Bancaria en España, Banco de España, página 23.

Si de nuestro análisis extraemos las filiales bancarias extranjeras, las sucursales de bancos extranjeros y las cooperativas de crédito, podemos visualizar en el gráfico 1.6 y con otra perspectiva, el fenómeno de concentración ocurrido en el sistema financiero español.

Como podemos observar, en el año 1987 la banca nacional representaba en comparación con las cajas de ahorros el 61% en número de entidades. Este porcentaje llega a su punto más alto en 1992 y en 1993 donde hay en España noventa y cinco entidades bancarias y cincuenta y dos cajas de ahorros, representando los bancos un 65% en número de entidades. Desde 1993 y hasta el año 2009 el número de bancos no hace más que descender, desde noventa y cinco entidades hasta cuarenta y siete. Las cajas de ahorros si bien reducen su número desde cincuenta y dos hasta cuarenta y seis, lo hacen en menor medida.

Gráfico 1.6

NÚMERO DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS EN ESPAÑA



Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

En el gráfico 1.6 observamos en 2011 la práctica desaparición de las cajas de ahorros, quedando seis en ese año y dos a finales del 2013, la Caixa Ontinyent y la Caixa Pollença. El resto o bien han sido absorbidas o bien han traspasado su actividad financiera a bancos nacionales, creados con este fin y participados por ellas. Así la cifra de bancos nacionales sube a cincuenta y ocho en este año 2011.

En el gráfico 1.7 podemos comprobar que dentro de este grupo de cajas que han dejado de realizar su actividad de manera directa y ahora la llevan a cabo a través de un banco, se encuentran Liberbank, Kutxabank, Banco Mare Nostrum, Unicaja Banco, Bankia, la Caixa, Ibercaja Banco.

Como observamos también en el mismo gráfico, todavía la reestructuración del sistema financiero español, en la parte proveniente de las cajas de ahorros no está terminada. Hay dos grandes grupos Bankia<sup>40</sup> y Banco Mare Nostrum<sup>41</sup> (marcado con \* en el gráfico) donde todavía existe una participación mayoritaria del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria en adelante F.R.O.B.<sup>42</sup> y donde la Comisión Europea ha establecido un plazo, si bien este es flexible, para su privatización.

---

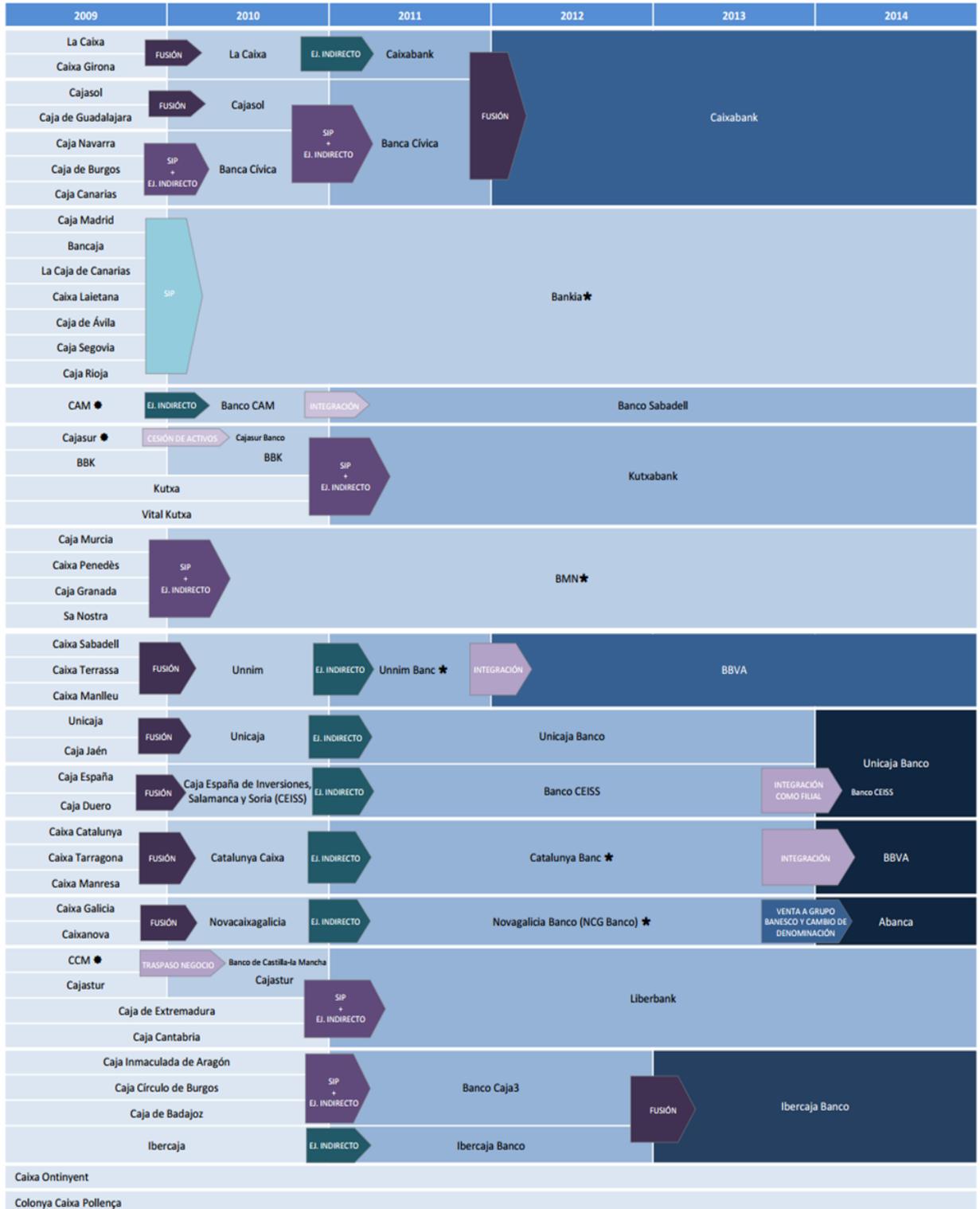
<sup>40</sup> Bankia, formada por Caja Madrid, Bancaja, La Caja de Canarias, Caixa Laietana, Caja de Ávila, Caja de Segovia y Caja Rioja.

<sup>41</sup> Banco Mare Nostrum: “B.M.N.”, formado por Caja Murcia, Caixa Penedés, Caja Granada y Sa Nostra.

<sup>42</sup> Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria: “F.R.O.B.” creado por el Real Decreto-Ley 9/2009 de 26 de junio, su naturaleza y objeto ([www.frob.es](http://www.frob.es)) “*Es una entidad de Derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada para el desarrollo de sus fines que tiene por objeto gestionar los procesos de resolución de las entidades en su fase ejecutiva*”. Su régimen jurídico actual bajo el que desarrolla su actividad es el contenido en la Ley 11/2015 de resolución y recuperación de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Gráfico 1.7

REESTRUCTURACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS



Fuente: CECA Proceso de Reestructuración del Sector de las Cajas de Ahorros, 2015, páginas 3 y 4.

No solo el número de entidades en el sistema financiero español, ha sufrido un proceso de reestructuración y concentración. Si analizamos la tabla 1.6, se aprecia cómo han evolucionado el número de oficinas bancarias tanto en el total del sistema financiero como en los bancos<sup>43</sup>.

Como puede comprobarse, los bancos mantuvieron e incluso incrementaron su cuota de mercado en oficinas bancarias del 48% en el año 1987 al 50% en 1993. Desde esta fecha la cuota de mercado de los bancos en oficinas ha ido descendiendo hasta el año 2009, donde la cuota de mercado alcanza la cifra más baja, el 33%. Es desde este año y sobre todo el 2010 y 2011, cuando empiezan a desaparecer las cajas de ahorros. En unos casos porque se fusionan entre ellas creando grupos más grandes que lleva a duplicidad de oficinas y su cierre (caso Caja España-Caja Duero, Banco Mare Nostrum, Liberbank, Bankia, BBK entre otros) También por cierre directo de red de oficinas debido a la mala situación económica de la oficina (Caixa). En otro caso por quiebra y compra por una institución bancaria (Catalunya Caixa adquirida por BBVA, Nova Galicia adquirido por Banesco<sup>44</sup>).

---

<sup>43</sup> En esta tabla, no hemos sumado a la columna tercera de número de oficinas bancarias las oficinas provenientes de las cajas de ahorros que desaparecen en 2009 y se convierten en bancos, para poder analizar así el efecto de concentración en el sector bancario.

<sup>44</sup> El banco venezolano Banesco, compro al F.R.O.B. mediante su filial en España, Banco Etchevarria Nova Galicia Banco, en diciembre del 2013.

Tabla 1.6

## NÚMERO DE OFICINAS DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Años	Oficinas Totales	Número Oficinas Bancarias
1987	33.491	16.240
1988	33.977	16.651
1989	34.727	16.623
1990	35.495	16.835
1991	35.153	17.243
1992	35.705	17.406
1993	35.474	17.713
1994	35.708	17.469
1995	36.405	17.841
1996	37.621	17.657
1997	38.177	17.727
1998	39.145	17.593
1999	39.487	16.948
2000	39.391	16.027
2001	39.105	14.928
2002	39.101	14.209
2003	39.830	14.204
2004	40.688	14.309
2005	42.071	14.661
2006	43.788	15.230
2007	45.596	15.578
2008	46.167	15.638
2009	44.532	14.879
2010	43.267	14.718
2011	40.202	14.331
2012	38.237	14.879
2013	33.786	14.912

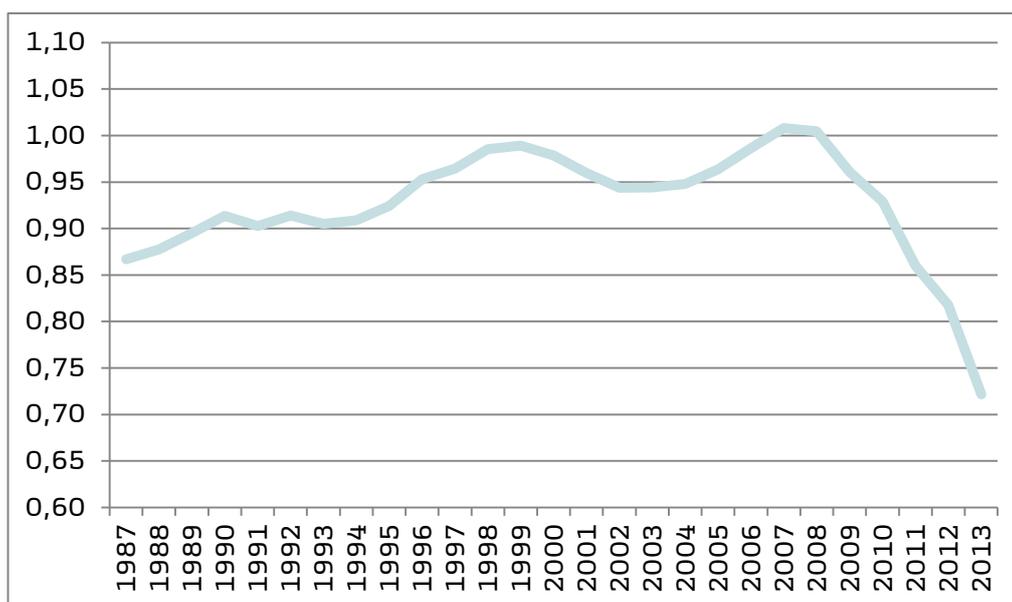
Fuente: Elaboración propia con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

En el gráfico 1.8, puede comprobarse la evolución del número de sucursales bancarias, medido como número de sucursales bancarias por cada mil habitantes, en el sistema financiero español. Partiendo de 0,87 oficinas por cada mil habitantes en 1987, se alcanza el punto máximo con 1,01 oficinas por cada mil en 2007. Desde ese año donde el sistema financiero tenía 45.956 oficinas, han cerrado 11.810 hasta el año 2013, y se ha alcanzado una ratio de 0,72 oficinas por cada mil habitantes, que es la más pequeña de la serie considerada.

Para tener una idea de la relevancia de estas cifras de número de sucursales bancarias, basta con ponerlas en comparación con las existentes en otros países tanto desarrollados<sup>45</sup> como en vías de desarrollo<sup>46</sup>.

Gráfico 1.8

NÚMERO DE OFICINAS DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL POR CADA 1000 HABITANTES



Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 al 2013.

En el gráfico 1.9 se puede observar el detalle del número de oficinas de cada país analizado. Así puede comprobarse como China es el país con mayor red de oficinas bancarias en el mundo con más de 120.000, seguido de los Estados Unidos con casi 100.000, India con más de 70.000, España con 45.000 y otra serie de países como Alemania y Japón, entre otros, que tienen menos oficinas.

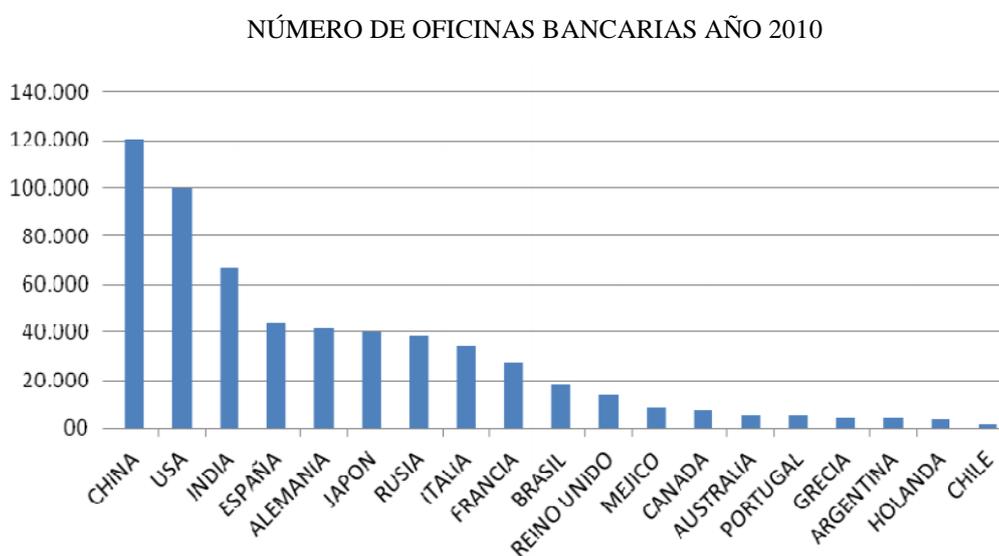
<sup>45</sup> Países desarrollados hemos considerado los Estados Unidos, Alemania, Japón, Francia, el Reino Unido, Canadá, Australia, Holanda, Portugal, Grecia, además de España.

<sup>46</sup> Países en desarrollo hemos considerado Brasil, Rusia, India, China México, Argentina y Chile.

Destacar que siendo los Estados Unidos, la primera potencia económica mundial, no es el país con la mayor red de sucursales bancarias.

En 2010, China, con un P.I.B. inferior al de los Estados Unidos pero con una población muy superior, cuenta con la mayor red de sucursales del mundo (120.420). Por el contrario, el Reino Unido, siendo la sexta potencia mundial en términos de P.I.B., es uno de los países en la zona media de la tabla.

Gráfico 1.9



Fuente: Elaboración propia, con datos del World Bank Data 2013 (web).

Si nos fijamos en la evolución del número de empleados del sistema financiero, observamos que en el año 2013 hay 215.953<sup>47</sup> empleados de banca. Esta cifra es la suma de los empleados de banca más los empleados de las antiguas cajas de ahorros. Y ha evolucionado desde los 223.474 empleados que tenían los bancos (156.986<sup>48</sup>) más las cajas de ahorros (66.488 empleados<sup>49</sup>) en 1987.

<sup>47</sup> B.C.E.: “Structural Indicators for the EU banking sector”, 2015.

<sup>48</sup> Memoria de Supervisión Bancaria del Banco de España, 1988.

<sup>49</sup> Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros, 2008.

Como podemos observar, parece que la cifra de empleados del sistema financiero no se ha movido de manera relevante, pero esto no es así ya que en el año 2008 la cifra ascendía sumando bancos y cajas de ahorros a 276.497 empleados<sup>50</sup>, lo que nos indica que el proceso de concentración bancaria sufrido por la economía española ha destruido mucho empleo en el sector.

La última parte de este apartado sobre la consolidación bancaria en España, nos lleva a analizar la relación existente entre la consolidación bancaria y la competencia.

El sector bancario moviliza, gestiona e invierte una parte muy relevante del ahorro privado de un país. La canalización del mismo ofrece como resultado los proyectos de inversión que se van a acometer o la capacidad de apalancamiento de las industrias o los proyectos que no van a encontrar financiación, entre otros factores. Por eso es muy importante que un país tenga un sistema financiero sano y competitivo<sup>51</sup> (Maudos y Fernández de Guevara, 2008).

Como hemos visto a lo largo de este capítulo, el proceso de concentración bancario español, ha sido muy fuerte, y por ello es relevante medir el impacto de la consolidación en el comportamiento de las entidades a nivel competitivo.

Existen numerosas ratios de concentración y modelos que tratan de explicar el nivel de competencia en la banca y todos ellos trabajan como mínimo con dos variables, el número de entidades que operan en un mercado y el tamaño del mismo (Bikker y Haaf, 2000).

---

<sup>50</sup> B.C.E.: “*Structural Indicators for the EU banking sector*”, 2010.

<sup>51</sup> Maudos y Fernández de Guevara desarrollan en su libro “El Sector Bancario Español en el Contexto Internacional” esta afirmación en su página 264: “*el sector financiero tiene un papel clave en la economía, ya que es el encargado de canalizar los fondos prestables de los ahorradores a los inversores. Su importancia queda de manifiesto en la estrecha relación entre el desarrollo financiero de un país y su nivel de renta per cápita*”.

El índice más extendido para evaluar la concentración bancaria es el Índice Herfindahl-Hirschman<sup>52</sup>, debido a que se usa como medida estándar en la legislación bancaria estadounidense para evaluar el impacto de las fusiones y adquisiciones, en la concentración y estructura de la industria en la región afectada por la operación corporativa (Berger *et al.*, 2004).

Este índice lo publica el B.C.E. en su informe anual “*Banking structural statistical indicators*”<sup>53</sup> y es el que tomaremos de referencia en nuestro análisis.

El Índice Herfindahl-Hirschman presenta la siguiente forma:

$$HHI = \sum_{i=1}^N S_i^2$$

Siendo: Si cuota de mercado de la i-ésima entidad

N número de entidades del mercado

Toma un valor máximo de diez mil para un monopolio. El departamento de justicia americano establece los siguientes niveles de este índice para evaluar el índice de concentración de un mercado tras una operación corporativa:

- Menor de 100: mercado muy competitivo
- Entre 100 y 1.500: mercado desconcentrado
- Entre 1.500 y 2.500: mercado concentrado
- Más de 2.500: mercado altamente concentrado

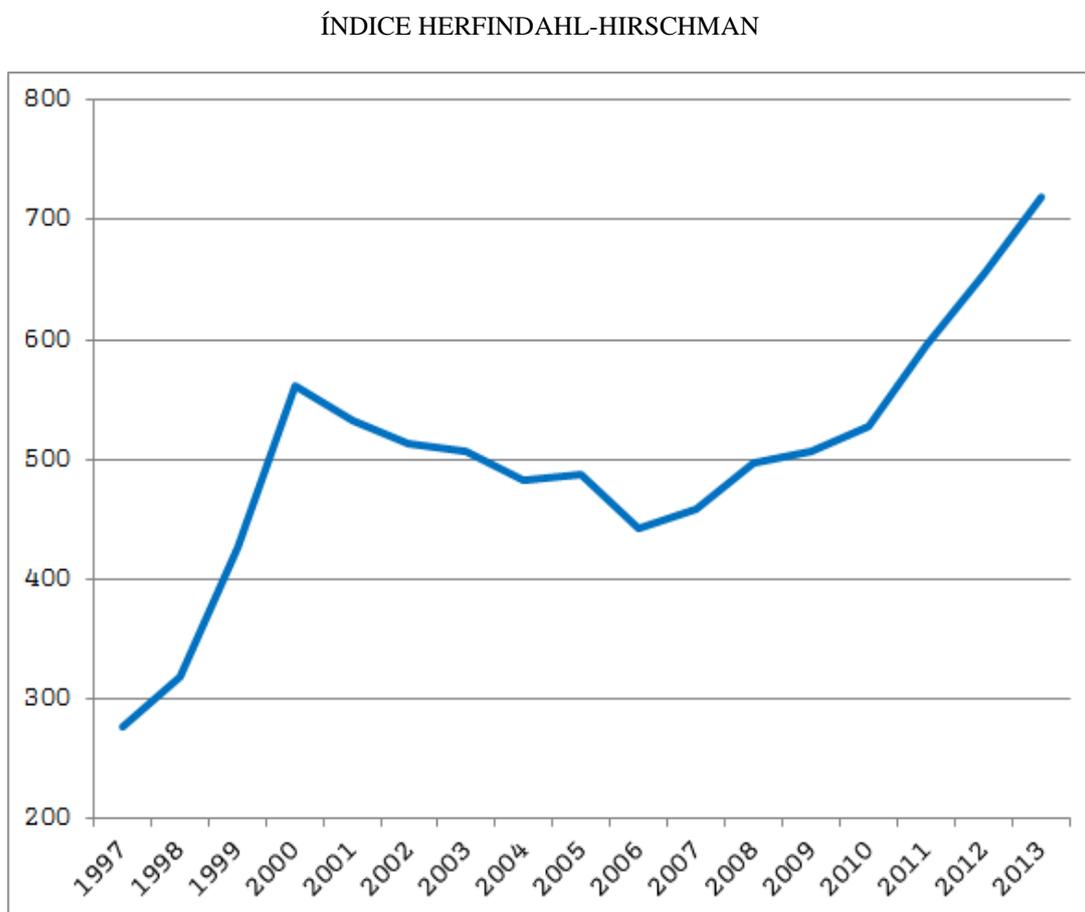
---

<sup>52</sup> El índice Herfindahl-Hirschman fue desarrollado independientemente por los economistas A. Hirschman en 1945 y O. Herfindahl en 1950, Rhoades (1993). Es un mecanismo que permite conocer el grado de concentración en los mercados. Tiene en cuenta tanto el número de empresas que operan como su cuota de mercado.

<sup>53</sup> El B.C.E. publica adicionalmente la cuota de mercado en volumen de activos de las cinco instituciones financieras más grandes de cada país.

En el caso del sector bancario español observamos en el gráfico 1.10 los valores del Índice Herfindahl-Hirschman desde 1997 hasta el año 2013.

Gráfico 1.10



Fuente: Elaboración propia con datos del B.C.E. "Banking structural statistical indicators" 2015.

Las principales conclusiones que podemos obtener de la aplicación de este indicador al caso español, consisten en que el número de entidades se reduce paulatinamente<sup>54</sup>, lo que da idea que el proceso de concentración es intenso y acelerado desde el 2007, su valor se duplica desde este año hasta el año 2013. No obstante el grado de concentración del sistema financiero español es muy bajo. Índice Herfindahl-Hirschman año 2013 de setecientos treinta y nueve, manteniéndose por tanto

<sup>54</sup> El número de entidades financieras pasa de trescientas cuarenta y dos a finales de 1987 a doscientas veintisiete en el 2013, como hemos visto en el gráfico 1.4 de este capítulo.

holgadamente por debajo de mil quinientos lo que indica un mercado desconcentrado.

Bikkler, Spierdijk y Finnie publican un estudio en el año 2007 sobre bancos de setenta y seis países en el periodo 1995-2004 donde valoran los determinantes potenciales de la competencia en el sector bancario, estas variables son las que figuran a continuación:

1. Estructura de mercado. Se trata de evaluar la ratio de concentración bancaria con índices como el de Herfindahl-Hirschman o la ratio de concentración de las cinco primeras entidades financieras en un mercado. También analizan el número de bancos en la industria y si tienen capital extranjero en la misma.
2. Contestabilidad. Valoran si existen barreras de entrada o restricciones a la actividad bancaria, como limitaciones a la inversión extranjera.
3. Factores internos de la industria, que incrementen o reduzcan la presión competitiva.
4. Variables institucionales, que tratan de medir las diferencias institucionales entre países, como por ejemplo el índice de derechos de propiedad y el índice de libertad bancaria.
5. Variables macroeconómicas, como el P.I.B. per cápita, el crecimiento del P.I.B. real o la inflación.

El estudio muestra que la competencia bancaria está determinada principalmente por el marco jurídico y regulatorio de un país y de si este cuenta con políticas antimonopolio<sup>55</sup> o restricciones a la actividad bancaria. Cuanto mayor sea el atractivo del sector para inversores extranjeros, mayor es el grado de competencia, ya que la amenaza de entrada de nuevos competidores incrementa la presión competitiva.

Destacan también que en épocas de crecimiento del P.I.B., los niveles de competencia se relajan.

---

<sup>55</sup> La presencia de un marco regulatorio fuerte en materia de antimonopolio incrementa el entorno competitivo, Bikkler, Spierdijk y Finnie (2007).

Como conclusión a este capítulo tenemos que destacar la fuerte consolidación que se ha producido en el sistema financiero español en los años analizados, siguiendo el patrón de lo ocurrido tanto en la Unión Europea como en los Estados Unidos, concentración acelerada por la crisis económica del año 2007 que llevó incluso a la práctica desaparición de uno de los actores principales en el sistema financiero como eran las cajas de ahorros.

Esta concentración bancaria no ha reducido la competencia si atendemos a lo que nos indica el Índice Herfindahl-Hirschman, que si bien ha subido en el año 2013 hasta los setecientos treinta y nueve puntos, se mantiene holgadamente por debajo de los mil quinientos, lo que indica que es un mercado desconcentrado.

Son Bikkler, Spierdijk y Finnie en el 2007<sup>56</sup> quienes concluyen afirmando tras analizar concentraciones bancarias en setenta y seis países, que la concentración no afecta a la competencia. Esta afirmación va en contra de la opinión tradicional que consideraba que la concentración bancaria deterioraba la competencia en el mercado en que se producía.

---

<sup>56</sup> Bikkler, Spierdijk y Finnie (2007) en *“The impact of Market Structure, Contestability and Institutional Environment on Banking Competition”* en sus páginas 21 y 22 concluyen afirmando que *“Traditionally, market structure indicators, such as the number of banks and banking concentration, have been seen as the dominant determinants of competition. However, we find that these variables have no significant impact on competition, provided that other relevant explanatory variables are included in the model specification. Similarly, there is no evidence that 21 interindustry competition strengthens banking competition. According to the theoretical literature, contestability should have a major impact on competition. This is confirmed by our empirical analysis, where the foreign investment climate turns out to play an important role. The fewer restrictions on foreign investments, the more competitive the banking sector becomes”*.

## **CAPÍTULO II: Factores explicativos, motivación y resultados de las fusiones y adquisiciones.**

## **CAPÍTULO II: Factores explicativos, motivación y resultados de las fusiones y adquisiciones.**

### **II.1.- Introducción**

Después de valorar el proceso de consolidación bancaria en la Unión Europea y en España, el presente capítulo tiene por finalidad analizar las razones que motivan estas operaciones corporativas así como estudiar los resultados de estas fusiones y adquisiciones bancarias realizando una revisión de la literatura y del estado de la cuestión.

Existen múltiples factores que impulsan las fusiones y adquisiciones en el sector bancario. Desde la desregulación y eliminación de restricciones legislativas, hasta el progreso tecnológico y la innovación financiera, pasando por la necesidad de recapitalizar bancos, tras crisis financieras profundas o por el incremento de la presión competitiva junto con la desintermediación financiera.

Analizaremos las principales metodologías de investigación que se vienen utilizando sobre fusiones y adquisiciones como son los estudios de eventos, los que se efectúan con datos contables, las que se utilizan el método del caso o las encuestas a directivos y con todo ello alcanzaremos conclusiones sobre los trabajos que los utilizan.

Una parte relevante del capítulo lo dedicaremos a valorar las motivaciones para realizar las operaciones corporativas y presentar el resultado obtenido en función de las mismas y posteriormente analizaremos las diferencias en este tipo de operaciones en función de donde se han realizado o del propio tamaño de la misma.

Este capítulo nos llevará a plantear el marco teórico del análisis de las fusiones y adquisiciones bancarias acontecidas en España desde 1987, año en que se produjo la fusión entre el Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya, y el año 2013, fecha de cierre de esta tesis y su efecto en la rentabilidad de la sociedad resultante de la operación corporativa.

## II.2.- Factores explicativos de las fusiones y adquisiciones

Existen múltiples factores que han impulsado las fusiones y adquisiciones en el sector bancario. La primera de ellas ha sido la desregulación, entendiendo como tal la supresión de restricciones por parte de las autoridades competentes para realizar operaciones corporativas (Berger *et al.*, 1999).

En la Unión Europea, el B.C.E. ha potenciado la integración financiera bajo la evidencia empírica de abundantes estudios académicos, que confirman la existencia de una relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. La Comisión Europea encargó un estudio a la London School of Economics<sup>57</sup>, en noviembre del 2002, para analizar el impacto en el crecimiento económico de la Unión Europea de un incremento de la integración financiera de los estados miembros, entre otros aspectos, concluyendo que esta integración reduciría los costes de acceso al capital de los bancos, reduciendo también los diferenciales de crédito, costes de emisión de deuda y financiación vía bonos corporativos. Como resultado combinado de las reducciones anteriores el nivel de P.I.B. sufriría un aumento adicional de un uno por ciento en el transcurso de diez años.

El incremento de la presión competitiva, es otro de los factores que impulsan las fusiones y adquisiciones bancarias. El proceso de consolidación bancario europeo ilustra bastante bien esta afirmación, como hemos visto en el capítulo precedente. Donde se ha podido observar la desaparición de muchos bancos, la mayoría los de tamaño más reducido o los menos eficientes<sup>58</sup>.

Ningún proceso de concentración bancario se produciría si no hay un acceso a los mercados financieros y en unas condiciones favorables (Kaplan y Zingales, 1997) ya

---

<sup>57</sup> London School of Economics en asociación con PricewaterhouseCoopers y Oxford Economic Forecasting: “*Quantification of the Macroeconomic Impact of Integration of EU Financial Markets*”, noviembre 2002.

<sup>58</sup> Informe B.C.E. “*Report on EU banking structures*”, noviembre 2004.

que estas operaciones corporativas requieren la movilización de una relevante cantidad de dinero para llevarse a cabo.

Otro de los aspectos, que ha potenciado las fusiones y adquisiciones a lo largo de la historia, ha sido la necesidad de recapitalizar bancos por parte de las autoridades financieras de los países. Así, se observa un incremento de las operaciones corporativas, justo a continuación de periodos de profundas crisis financieras como hemos visto en el capítulo precedente.

También el progreso tecnológico influye como factor explicativo en las fusiones de los bancos. Por un lado se aprecia que al cliente se le contacta desde cada vez más canales. En épocas anteriores este proceso se llevaba tan solo a cabo a través de las oficinas, en la actualidad, internet, la banca telefónica, la banca en el móvil, la video llamada y las redes sociales, entre otros canales activos. Son además vías de relación con los clientes que resultan de menor coste que las propias oficinas, lo que hace que si un banco no invierte en el desarrollo de estos canales, puede quedarse fuera de la competencia en precios. Dentro de este progreso tecnológico tenemos que destacar por su relevancia reciente el *Big Data*<sup>59</sup>, que fusiona las nuevas tecnologías con una nueva dimensión de velocidad de procesamiento de datos y una cantidad de información almacenada muy elevada (Ulrich *et al.*, 2013). Esta tecnología produce un abaratamiento en progresión geométrica de los costes de procesamiento y almacenaje de la información, lo que supone que los bancos que invierten en ello tendrán una ventaja competitiva clara sobre el resto. Por tanto el avance tecnológico impulsa la concentración bancaria sobre todo en aquellos bancos que no tienen capacidad para invertir en la misma.

Otro factor que explica el incremento de las fusiones y adquisiciones bancarias, es la desintermediación financiera, entendida como el cambio de papel de los bancos pasando de ser un intermediador de depósitos y créditos a un agente que opera otros

---

<sup>59</sup> Big Data es un anglicismo que no se suele traducir y hace referencia a la gestión de datos masiva o macro datos.

negocios fuera de balance como son los fondos de inversión, los seguros y los planes de pensiones, entre otros. La necesidad de adaptarse y ser competitivo en estos nuevos negocios lleva a los bancos a buscar concentraciones para cubrir esas facetas (Cortés, 2003).

La entrada de nuevos competidores en el mercado y la innovación en productos y servicios son entre otros, factores que Group of Ten (2001)<sup>60</sup> marcan como explicativos también del incremento de las fusiones y adquisiciones.

---

<sup>60</sup> Dentro de los factores que impulsan la consolidación financiera, Group of Ten (2001) establece tres grandes grupos, los avances tecnológicos, la desregulación y la globalización.

### II.3.- Metodologías en las investigaciones

Las fusiones y adquisiciones bancarias han sido estudiadas con profusión a lo largo de los últimos treinta años. Existen multitud de aportaciones en la literatura económica que tratan del tema de estas operaciones corporativas en general o del efecto de las mismas en innumerables factores y/o ratios, como en el incremento de ingresos, en la mejora de los gastos, en la productividad, en la rentabilidad al accionista y en la cotización de la acción en el momento del anuncio, entre otros. Todo ello visto desde la óptica de la entidad absorbente, de la absorbida o de la resultante.

La investigación sobre fusiones y adquisiciones bancarias no obtiene resultados concluyentes que puedan zanjar el debate sobre si las mismas crean valor, entendido este en sentido amplio.

Robert Bruner (2001), realiza un estudio resumen de 128 investigaciones entre 1971 y 2001 de fusiones y adquisiciones, sugiriendo su investigación que los accionistas de la sociedad adquirida obtienen un retorno positivo en estas operaciones corporativas, que los compradores o accionistas de la sociedad absorbente, tienen unos ingresos extras cercanos a cero, con alguna excepción y que el combinado de los dos efectos es ligeramente positivo.

Grubb y Lamb (2000) concluyen en su obra<sup>61</sup> *“The sobering reality is that only about 20 percent of all mergers really succeed. Most mergers typically erode shareholder wealth, create years of chaos, fear, and turmoil for their employees, and take a medley of missteps to perfectly position themselves to lose the battle against their direct market competitors”*, lo que no deja de ser significativo, ya que el número de fusiones y adquisiciones en estos últimos años no ha descendido.

---

<sup>61</sup> Grubb y Lamb (2000) en *“Capitalize on Merger Chaos”*, páginas 9 y 10.

Las aportaciones más relevantes y los estudios resumen de investigaciones, sobre fusiones y adquisiciones los estructuramos en cuatro grandes grupos:

1. Por metodología de la investigación.
2. Por motivación de la operación corporativa.
3. Atendiendo a un criterio geográfico.
4. Según el tamaño de la fusión.

Ninguna de las agrupaciones antes mencionada es excluyente y muchas de las investigaciones que trataremos, pueden estar incluidas en varias de estas clasificaciones.

Empecemos por tanto estudiando el estado del conocimiento en las fusiones y adquisiciones atendiendo a la metodología de la investigación. Así podemos clasificar las investigaciones realizadas en cuatro grandes grupos, definiendo como tal un diferente acercamiento de los investigadores para tratar de valorar la rentabilidad de estas operaciones, a saber:

- Estudios de evento.
- Estudios con datos contables.
- Estudios por el método del caso.
- Estudios con encuestas a ejecutivos.

Existe algún estudio<sup>62</sup> que trata de valorar y obtener conclusiones investigando la relación entre los estudios de evento y los estudios con datos contables, midiendo la correlación entre la variación en los datos contables y los retornos anormales en bolsa. Los trabajos aludidos no son concluyentes según Pilloff y Santomero (1996).

Estos diferentes tipos de estudios tienen las siguientes características básicas:

---

<sup>62</sup> Cornett y Tehranian (1992) examinan treinta fusiones ocurridas entre 1982 y 1987. Encuentran por un lado que el mercado responde en el anuncio de la operación corporativa incrementando el valor combinado de las entidades y por otro, que correlaciona positivamente con que el mercado puede predecir con precisión, los eventuales beneficios de una fusión, analizando este punto con datos contables.

- Estudios de evento: analizan los retornos anormales para el accionista en un periodo alrededor del anuncio de la transacción de fusión o adquisición. La concepción de retorno anormal ya sea positivo o negativo, se mide por lo que el inversor obtiene en el periodo de tiempo considerado por encima o por debajo de un valor de referencia. Este valor de referencia puede ser el obtenido por el modelo de C.A.P.M.<sup>63</sup>. José Manuel Campa e Ignacio Hernando (2005) utilizan este acercamiento en sus investigaciones.
- Estudios con datos contables: Valoran los resultados financieros de los estados contables de las compañías, antes y después del evento de fusión o adquisición, y los comparan con un grupo de control que no se ha fusionado o que no ha sido adquirido. Ignacio Fuentes (2003) utiliza en su estudio esta metodología.
- Estudios por el método del caso: Se basan en analizar en profundidad un caso o casos concretos, utilizando el método inductivo. Stephen Rhoades (1998) investiga utilizando este método.
- Encuestas a ejecutivos: Obtienen los resultados de las fusiones y adquisiciones encuestando a los altos ejecutivos que participan en las mismas, mediante un cuestionario estandarizado. Bruner (2001) valora las operaciones de fusión o adquisición desde esta perspectiva.

Si evaluamos las fortalezas y debilidades de estos trabajos podemos obtener varias conclusiones.

Referente a los estudios de evento, su fortaleza radica en que analiza la reacción del mercado al anuncio de la fusión en un periodo determinado. Los datos que introduce en el modelo son indiscutibles, ya que es la cotización de la acción en ese momento indicado, es pública y fácilmente accesible, y se entiende que el mercado, en la cotización de una acción, lo que señala es el valor presente de los futuros flujos de caja de la compañía. Además estos flujos futuros los proporcionan analistas externos

---

<sup>63</sup> C.A.P.M.: *Capital Asset Pricing Model*, modelo de valoración de activos financieros que explica la relación teórica entre riesgo y rendimiento.

e independientes a las propias compañías, en sus análisis de recomendación de compra o venta que realizan de las mismas (Pilloff y Santomero, 1996).

Su debilidad radica en que varían los resultados dependiendo de la fecha seleccionada de la cotización de la acción. No se obtienen los mismos resultados del análisis, si en vez de por ejemplo, analizar la fusión o adquisición de un banco tomando como referencia la cotización del mismo en la bolsa un día antes y un día después de la operación corporativa, tomamos cinco días antes y cinco días después o treinta días antes y treinta días después, lo que resta consistencia a la investigación utilizando esta metodologías de análisis (Bruner, 2001)<sup>64</sup>.

Otra debilidad de estas investigaciones, utilizando cotización de las acciones en momentos determinados, es la asunción de que el mercado estima bien los flujos de caja y con ellos da un valor correcto a la acción, o lo que es lo mismo un valor correcto de la compañía. Y esto por dos motivos principales, en primer lugar ni el mercado ni los analistas disponen de la información completa para llevar a cabo una valoración correcta de la compañía y en segundo término, aunque tuvieran esta información, no disponen de tiempo para valorarla, ya que estamos hablando de periodos de tiempo que se extienden alrededor del anuncio de la operación corporativa y estos son como máximo días en este método de análisis. Por tanto, cuando nos referimos a periodos de tiempo tan cortos para el estudio, lo que realmente se analiza son las expectativas del mercado y estas expectativas pueden ser debidas a otros factores y no a la operación de fusión (Pilloff y Santomero, 1996)<sup>65</sup>.

---

<sup>64</sup> Bruner (2001) en “*Does M&A Pay, A survey of evidence for Decision-Maker*” en su página 4 y citando a Caves (1989) señala que esta técnica de estudios de evento fue una innovación bien planteada, barata de ejecutar y que te quita problemas que abundan en todos los estudios sobre los efectos de las fusiones y adquisiciones: “*A better product, available at lower price, naturally swept the intellectual market place*”.

<sup>65</sup> Pilloff y Santomero (1996) en “*The Value of Bank Mergers and Acquisitions*”, hacen una revisión de la literatura concluyendo que las ganancias de valor en las operaciones corporativas, alegadas para la realización de las mismas no han sido verificadas.

Por lo que respecta a los estudios basados en datos contables, la fortaleza de este tipo de trabajos, radica en que se valora información contable, que debe ser real y auditada, y por tanto se presupone su veracidad.

Su debilidad la podemos analizar desde cuatro perspectivas diferentes. En primer lugar cuando la investigación sobre fusiones y adquisiciones se lleva a cabo sobre entidades financieras de diferentes países, las normas contables de estos pueden ser distintas y esto puede inducir a errores en la valoración. En segundo término, cuando se tratan operaciones corporativas dentro de un mismo país, los criterios contables pueden variar. Si la compañía cambia su modelo de información a las autoridades competentes. Como tercer punto, los datos contables reflejan fielmente la evolución de la compañía, lo que ha ocurrido, pero no expresan el futuro de la misma, es decir situaciones que se pueden estar produciendo, como la entrada de un nuevo competidor, o un cambio regulatorio, por ejemplo y ello no se refleja en sus datos contables. Por último, una debilidad muy relevante de los trabajos con datos contables, es que los mismos no tienen en cuenta los activos intangibles que una empresa posee, como pueden ser la marca, los empleados, la calidad de sus directivos, entre otros. Estos activos intangibles llegan a menudo a alcanzar cifras muy elevadas y resultar relevantes en un estudio de una operación corporativa.

En cuanto a los estudios con el método del caso, su fortaleza reside en la profundidad de las investigaciones y si bien no se pueden generalizar sus resultados, si se pueden obtener nuevos patrones de comportamiento para analizar, utilizando las técnicas de los otros dos métodos anteriores.

El cuarto grupo son las encuestas a ejecutivos. Su fortaleza reside en que pueden dar información profesional y cercana a la realidad, ya que en la encuesta o entrevista que se hace a los altos ejecutivos de las empresas, se puede preguntar sobre factores tanto cualitativos como cuantitativos, que afectan, han afectado o afectarán a la empresa y son difíciles de inducir con el análisis de los datos financieros y contables que facilitan las empresas.

Su debilidad es doble. Por un lado el porcentaje de respuesta que se suele conseguir con este tipo de encuestas es pequeño. Resultados positivos medios entre el 2% y el 10% son considerados aceptables (Bruner, 2001). Por otra parte, el punto de vista del resto de los intervinientes o afectados, como son los accionistas, los empleados, los proveedores o la sociedad, no tiene por qué coincidir con el de los directivos. Problemas como los de agencia<sup>66</sup> son generalizados en las fusiones y adquisiciones y pueden restar credibilidad a este tipo de investigaciones.

Vamos a profundizar en el análisis bibliográfico de las fusiones y adquisiciones, desde el punto de vista del momento del anuncio de la operación corporativa. Campa y Hernando (2005) analizan la reacción del mercado en ese momento. El exceso de rendimiento resulta de la diferencia entre la rentabilidad total del accionista de la compañía, ya sea adquiriente o adquirida, minorado por la rentabilidad que se espera en ese periodo para esa acción. El método que utilizan para el cálculo es el modelo C.A.P.M., en la medición de la expectativa de una acción en concreto y a falta de datos, ya sea porque esa empresa no cotice en bolsa o porque si cotiza no lo hace con la profundidad y frecuencia necesaria, utilizan la expectativa de rentabilidad del índice al cual pertenece esa compañía.

Sus resultados para un periodo de tiempo<sup>67</sup> de (t-30, t+1) indican que las compañías adquirientes obtienen un rendimiento anormal negativo en media del 1%, siendo en el 55% de los casos el rendimiento negativo. Cuando analizan el caso de las compañías adquiridas nos encontramos que el rendimiento es positivo y supera el 5%. Cuando amplían el periodo de tiempo del análisis y recogen periodos más amplios (t-30, t+360), la rentabilidad de la fusión y/o adquisición es negativa, siendo

---

<sup>66</sup> La “Teoría de la Agencia” fue formulada inicialmente por Jensen y Meckling (1976), tomando como punto de referencia el habitual conflicto de intereses entre los directivos y los propietarios de las grandes empresas, donde estos últimos están interesados en maximizar el producto y los primeros en maximizar su renta personal, monetaria o no monetaria.

<sup>67</sup> Campa y Hernando (2005) estudian los efectos de las fusiones y adquisiciones, analizando el exceso de rendimiento del adquiriente y del adquirido en tres periodos distintos alrededor del anuncio de la operación corporativa: periodo anterior al anuncio (t-30,t-1) y (t-90, t-1), periodo del anuncio (t-30, t+1) y (t-1, t+1) y periodo posterior (t-1, t+30), (t-30, t+30), (t-30, t+360) y (t-1, t+360). Con este amplio rango cubren todos los periodos posibles de análisis.

para la sociedad adquiriente un resultado negativo de 5.4%, y para la sociedad adquirida, se convierte en negativa la rentabilidad en un 4%, siendo además en el 60% de los casos analizados esta cifra negativa.

Todas estas investigaciones afirman que los inversores descuentan los flujos de caja futuros que la operación corporativa tendrá. La debilidad de esta asunción es que no tienen en cuenta los posibles movimientos especulativos que se producen en el precio de las acciones cuando estas operaciones corporativas se anuncian. Los resultados generalmente muestran cierto beneficio para la sociedad adquirida, negativo para la adquiriente y efecto nulo en su conjunto (Beitel *et al.*, 2004 y Cybo-Ottone y Murgia, 2000).

Es de destacar el informe de Becher (2000) "*The Valuation Effect of Bank Mergers*"<sup>68</sup> que trata de los efectos de las fusiones y adquisiciones en el momento del anuncio de las mismas, en un periodo que va de t-30 a t+5. Y concluye que la sociedad absorbida tiene un retorno del 22%, y la absorbente cercana al cero, habiendo analizado quinientas cincuenta y ocho fusiones bancarias desde 1980 a 1997.

Estudios más recientes como el de Asimakopulos y Athanasoglou (2009) viene a exponer parecidas conclusiones. En su estudio examinan la creación de valor en operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones bancarias ocurridas en los países de la Unión Europea<sup>69</sup> en el periodo de tiempo que va desde 1990-2004. Los resultados muestran un beneficio positivo y estadísticamente significativo para los accionistas de los bancos adquiridos y negativo pero no significativo para los accionistas de los bancos adquirientes.

---

<sup>68</sup> Bercher, D.A. (2000): "*The Valuation Effects of Bank Mergers*". Journal of Corporate Finance, nº6, 189-214.

<sup>69</sup> La Unión Europea15: Austria, Bélgica, Holanda, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Dinamarca, Portugal, España y el Reino Unido.

Dentro de los estudios de evento, existen investigaciones que valoran las motivaciones de la operación corporativa. Cuando el motivo es la diversificación, las operaciones tienen retornos anormales negativos en el momento del anuncio de la operación y cuando la operación corporativa es de focalización, los retornos anormales son cercanos a cero (Cornett *et al.*, 2003).

Lepetit *et al.*, (2002) profundizan más en la investigación del estudio de la reacción del mercado en el momento del anuncio de la fusión y determinan que esta es positiva y significativa, cuando lo que se busca es diversificación de producto y concentración geográfica, en el resto de casos no resulta relevante. Hannan *et al.*, (1989) analizando cuarenta y tres operaciones del sector bancario desde 1982 a 1987 no aprecian un efecto relevante. Houston y Ryngaert (1994) en el análisis de ciento cincuenta y tres operaciones de fusión bancaria, valorando cuatro días antes de la fusión y comparándolo con el día del anuncio de la fusión, concluyen que el comprador pierde valor y el comprado lo gana. Por último Cybo-Ottone y Murgia (1997) que valoran veintiséis operaciones de fusión bancaria en la Unión Europea desde 1988 hasta 1995, concluyen que es negativo en los comprados y cero en los compradores.

Campa y Hernando (2005) procediendo al análisis de eventos, investigan si hay diferencia entre una fusión o adquisición, si esta la realizan empresas de gran tamaño, o si se lleva a cabo entre entidades pequeñas, concluyendo que cuando se utiliza un periodo de tiempo corto de análisis, no hay diferencia significativa en los resultados, pero que si analizamos en periodos largos (más de un año), sí hay diferencia en el retorno anormal en grandes operaciones respecto a pequeñas operaciones. La rentabilidad anormal media para el adquiriente en grandes operaciones resulta del 9%, mientras que es del 27% negativa la rentabilidad media anormal en operaciones pequeñas. Cuando pasan a investigar, en vez de sobre el adquiriente, sobre la rentabilidad anormal media de la entidad resultante, se observa que en operaciones grandes, se alcanza una rentabilidad media del 7%,

convirtiéndose en cero la mediana. En operaciones pequeñas la rentabilidad es negativa del 22% de media, siendo la mediana del 8% negativo.

Como podemos apreciar en estos análisis, la habilidad del mercado para predecir, y que la misma nos anticipe, en base a un descuento de flujos de caja, la evolución futura de la compañía tras el proceso corporativo, es muy pequeña en el momento del anuncio de la operación (Campa y Hernando, 2005).

Según Focarelli y Panetta (2003) en las fusiones bancarias es relevante estudiar el largo plazo, ya que los retrasos en las ganancias de productividad, son evidentes y no se materializan en el corto plazo, como documentan Rhoades (1998) y Houston, James y Ryngaert (2001).

Las mejoras de la eficiencia de las fusiones pueden retrasarse por varios factores. Group of Ten (2001)<sup>70</sup> citan en su informe en primer lugar que las reducciones de costes llevan tiempo, tanto por la influencia de los propios directivos que hacen las reestructuraciones poco a poco al objeto de tener tiempo para ver los efectos de las mismas como por la renuencia a despedir personal, en segundo término la integración de fuerzas de trabajo no es sencillo por las diferentes culturas y estilo de dirección. Esto aparece muy agravado en las operaciones corporativas internacionales.

Como segunda aproximación tenemos aquellas investigaciones que utilizan datos contables en su evaluación de rentabilidad de este tipo de operaciones, medida esta de múltiples maneras, incremento de beneficio, disminución de costes y mejora de la eficiencia entre otros como se ha indicado. Su fortaleza radica en que los datos que utiliza son datos que provienen de las cuentas contables reales y generalmente auditadas y por tanto no son expectativas sobre la evolución futura de la compañía.

---

<sup>70</sup> Países integrados en el denominado G10 que son Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Holanda, Suecia, el Reino Unido y los Estados Unidos. En el informe adicionalmente entran Australia y España.

Dentro de los inconvenientes de este tipo de investigación deben destacarse dos, por un lado que los datos contables pueden tener un retardo temporal a la hora de reflejar los efectos de la operación corporativa y por otro que los cambios tras el evento pueden no deberse al mismo, sino a otros factores no contemplados (Pilloff y Santomero, 1996). Otra desventaja de este tipo de trabajos, es que los datos contables no reflejan los activos intangibles que puede tener la empresa, y ello pueden llegar a ser fundamental en el éxito o fracaso de una operación de fusión o adquisición.

Los resultados de este tipo de análisis no son concluyentes (Sanfilippo y García, 2005). Algunos trabajos encuentran esa mejora de rentabilidad (Cornett y Tehranian, 1992; y Rose, 1992), pero en cambio otros no encuentran esos efectos positivos (Rhoades, 1993 y Srinivasan y Wall, 1992). Las razones de estos últimos estudios son variadas, destacando los elevados costes de integración que las fusiones y adquisiciones conllevan.

Existe otra aportación interesante de Díaz y Sanfilippo (2006)<sup>71</sup> que justifica que no existen ganancias significativas derivadas de las operaciones de fusión o adquisición bancaria en la Unión Europea, debido a que la prima pagada por la sociedad adquirida es demasiado elevada. Además nos indica que esta prima suele ser más elevada en la Unión Europea que en los Estados Unidos.

Existen otros estudios que atribuyen a los problemas de agencia el fracaso de las fusiones, al perseguir esta, solo y exclusivamente, beneficios para los directivos de las empresas participantes (Morck, Shleifer y Vishny, 1990).

Existen también trabajos que solo se centran en el corto plazo, y esto es una limitación insuficiente, ya que para observar la evolución de una fusión o adquisición

---

<sup>71</sup> Este estudio deja abiertas varias incógnitas que es relevante destacar, como que una vez analizados los determinantes de la prima, objeto de su estudio, sería conveniente estudiar el efecto de dicha prima en el resultado positivo o negativo de la operación corporativa, analizando por tanto, si dicha prima ha sido elevada o no.

los beneficios deben analizarse en el largo plazo, como los análisis de Focarelli, *et al.*, (2002) o el de Díaz, *et al.*, (2004) donde perciben mejoras en la rentabilidad en el largo plazo.

Cuando valoramos la reducción de costes en procesos de fusión de entidades de crédito, observamos que los resultados son menos concluyentes que cuando analizamos la fusión desde el punto de vista de la mejora en la rentabilidad. Existen muchas investigaciones que analizan la evolución de los costes en fusiones y adquisiciones de entidades financieras. Destacamos por su importancia (Berger y Humphrey, 1993; DeYoung, 1993; Peristiani, 1997; Pilloff, 1996; Sanfilippo y García, 2005 y Srinivasan y Wall, 1992). En estas investigaciones se muestra que si existen mejoras de costes en la mayoría de las fusiones pero estas ganancias no se deben a que el banco adquiriente era más eficiente y aplica sus políticas sobre el adquirido, sino a que ambos eran previamente ineficientes (DeYoung, 1993).

Tres razones podríamos concluir de este efecto. En primer lugar las entidades adquirientes son de mayor tamaño por lo que los efectos de la reducción de costes son más evidentes en la adquirida. En segundo término la entidad adquirida suele ser la más afectada por la reestructuración posterior a la fusión y por último, generalmente la entidad adquiriente es más eficiente que la adquirida y trasladará a la misma sus propias eficiencias (Pilloff y Santomero, 1996).

Sobre la cuota de mercado no existen muchas investigaciones que nos permitan obtener conclusiones. Por lo general, lo que nos encontramos son pérdidas de cuota de mercado en las entidades adquiridas, debido fundamentalmente a que la reestructuración que sufren estas entidades, conlleva una pérdida de clientes (Stiroh y Poole, 2000) o simplemente, porque debido a que una fusión o adquisición suele implicar tener oficinas solapadas y esto llevará a eliminar las duplicidades. Una pérdida de cuota de mercado, en mayor o menor medida, será inevitable (Rhoades, 1998).

En este último estudio de Rhoades<sup>72</sup>, matiza algo que merece resaltarse. Reducir costes no es lo mismo que mejorar en eficiencia. Las reducciones en los gastos pueden ser la consecuencia de despedir empleados por el cierre de sucursales, de la consolidación de la sede central o de eliminar duplicidades por ejemplo en los servicios centrales<sup>73</sup>. Sin embargo, si estas reducciones de gastos no se traducen automáticamente en mejoras en la eficiencia, medida esta por una ratio de gastos, tal como la ratio de gastos sobre activos o la ratio de gastos sobre ingresos, estas reducciones sólo representan el encogimiento de la empresa en lugar de mejoras sustanciales.

Una mejora en la eficiencia exige que los costos se reduzcan en mayor proporción que lo que disminuya el activo, o los ingresos. El error no distinguiendo entre la reducción de costes y las ganancias de eficiencia puede explicar en parte la diferencia de opiniones entre banqueros, que a menudo hacen hincapié en la reducción de costes que se debe alcanzar, y los investigadores, que generalmente analizan los efectos en la eficiencia de las fusiones.

Si en el estudio de los datos contables nos centramos en el efecto de las fusiones y adquisiciones en los ingresos operativos, observamos que no hay un incremento de estos ingresos, analizando un año antes y dos años después de la fusión o adquisición (Linder y Crane, 1992).

La mayor parte de la investigación anterior sobre la eficiencia de las fusiones utiliza un análisis transversal. Ese tipo de análisis incluye un número relativamente mayor de fusiones y el uso de un modelo estadístico. El gran atractivo del análisis transversal es que permite test estadísticos y, como consecuencia, las

---

<sup>72</sup> Rhoades (1998) en *“The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers”* estudia nueve de operaciones corporativas por el método del caso con la ventaja de realizar un análisis en profundidad de las mismas, pero con el inconveniente de que esta metodología que no puede generalizar las conclusiones.

<sup>73</sup> Generalmente las reducciones de costes más relevantes vienen asociadas con reducciones de costes en los servicios centrales, que superan en estas nueve operaciones corporativas, el 50% del total de costes reducidos.

generalizaciones estadísticamente son válidas. A pesar de las virtudes de la metodología de corte transversal, la crítica a esta metodología es que no consigue capturar adecuadamente las especificaciones de la industria (Rhoades, 1998).

Debido al número limitado de observaciones (a menudo sólo una industria o entidad) el análisis del caso no permite generalizaciones estadísticamente válidas. Sin embargo, esta metodología, puede ayudar a comprender las especificaciones de un sector. El comportamiento de una industria no se puede deducir del estudio estadístico. Por tanto el método del caso sí que nos puede suministrar datos y detalles útiles, como información de fuentes institucionales, una gama de datos de comportamiento no estadísticos (el comportamiento del mercado, lo que desean las instituciones o gobiernos, entre otros). Estas informaciones pueden permitir explicaciones para el comportamiento de unos directivos en una industria o pueden ayudar a identificar situaciones que los datos estadísticos no pueden mostrar, contribuyendo así a dar más luz sobre el eterno debate sobre la eficiencia en las fusiones y adquisiciones del sistema financiero.

El estudio de fusiones y adquisiciones específicas ha sido ampliamente utilizado (Rhoades, 1998 y Fuentes, 2003) ya que las circunstancias que rodean una operación corporativa son realmente únicas, esto lleva a que cuando juntamos para su análisis un grupo de fusiones y adquisiciones, por la necesidad de tener que homogeneizar y estandarizar las cifras para su comparación, perdamos datos relevantes. Junto a esta pérdida, estas investigaciones no pueden generalizar sus resultados, pero si nos proporcionan una información muy valiosa que puede ser utilizada en otros métodos de investigación cuyas conclusiones pueden generalizarse, como son los estudios de evento o los estudios utilizando datos contables<sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup> Un claro ejemplo de lo anterior lo encontramos en Rhoades (1998) que concluye que en seis de las nueve fusiones investigadas la empresa adquiriente era más eficiente que sus comparables y que seis de las nueve empresas adquiridas eran menos eficientes que sus comparables. Estas investigaciones proporcionan un claro punto de arranque para otra investigación que utilice datos contables y cuyas conclusiones si pueden ser generalizables.

Los estudios de los efectos de las fusiones bancarias, están generalmente basados en análisis estadísticos, por tanto la investigación de casos individuales, puede dar lugar al descubrimiento de casos positivos de fusiones bancarias. Esto resulta relevante ya que el continuo desacuerdo entre los trabajos empíricos y la visión de los banqueros, con su continua lucha por ser más grandes y adquirir más bancos, provoca que sea significativo tener claro los efectos de los mismos para el banco resultante y su estrategia.

## II.4.- Motivaciones

Una vez examinadas las diferentes metodologías existentes para analizar las fusiones y adquisiciones bancarias, el presente apartado trata de valorar las motivaciones para realizar estas operaciones corporativas.

Una característica intrínseca a esta investigación es que las entidades de crédito tanto en los Estados Unidos como en la Unión Europea, son entidades reguladas y todas las operaciones corporativas tienen que ser aprobadas por el regulador. Es por ello que prácticamente no existan operaciones hostiles (sobre todo en la Unión Europea), lo que claramente produce un sesgo que hay que tener en cuenta en las conclusiones del análisis (Gorton y Rosen, 1995).

Como hemos visto en el capítulo I, en España existen una serie de entidades sin ánimo de lucro o con objetivos diferentes a las entidades que tienen accionistas (cajas de ahorros y cooperativas de crédito). En este grupo de entidades, las motivaciones para su concentración no tienen por qué ser solo económicas sino que pueden tener una motivación de índole social o incluso político. Es el caso concreto de las cajas de ahorros<sup>75</sup>, donde sus órganos de gobierno estaban integrados por políticos de las regiones donde fueron inicialmente constituidas, y en estos casos las operaciones corporativas pueden tener incluso una motivación regional. En nuestro análisis nos centramos en operaciones corporativas donde la entidad compradora es un banco.

Existen dos grandes grupos de motivaciones por las que se realizan operaciones corporativas. En primer lugar aquellas que buscan como objetivo el alcanzar un determinado rendimiento económico, entendido este como mejora de la rentabilidad del accionista, como reducción de costes, mejora de la eficiencia, mejora de la posición competitiva y mejora de la cuota de mercado, entre otras (Seth, 1990). Y en

---

<sup>75</sup> En diciembre de año 2013, sólo quedan dos cajas de ahorros en España, la Caixa de Ontinyent y la Caixa Pollença.

segundo término aquellas operaciones corporativas que buscan el beneficio personal de aquellos directivos que las impulsan (Cuervo, 1999).

Existen múltiples trabajos que analizan estos motivos. Dentro de ellos cabe destacar aquellos que como el de Bruner (2001)<sup>76</sup> hace un compendio y resume diez investigaciones informales y más de cien estudios científicos desde los años setenta del pasado siglo, y agrupa su investigación en siete grandes grupos de motivaciones:

- Diversificación: Que puede ser tanto una diversificación geográfica como de producto y según sus investigaciones la diversificación destroza valor.
- Sinergias: Las sinergias son una motivación de las más esgrimidas para realizar una fusión o adquisición. Cuando se analizan estas operaciones en estudios de eventos (Campa y Hernando, 2004) este motivo adquiere mucha importancia por parte del mercado y se demuestra que una expectativa de sinergias alta en una operación corporativa, está relacionada con un incremento de cotización de la acción en el día del anuncio de la transacción.
- Valor en libros: El compendio de estudios de Bruner (2001), señala que las empresas con una capitalización que supera ampliamente su valor en libros, en comparación con otras empresas de su sector y volumen semejante, obtienen un retorno inferior en las operaciones de fusión y adquisición que los que tienen más ajustado ese valor en libros y la capitalización.
- Poder de mercado: Las fusiones y adquisiciones que buscan construir poder de mercado, no pagan al accionista un retorno superior que las empresas comparables que no están inmersas en procesos de fusión o adquisición.
- Pago en acciones: Sus investigaciones, indican que aquellas operaciones que pagan el precio de la compra en acciones son más costosas que aquellas operaciones que pagan el importe pactado en efectivo<sup>77</sup>.

---

<sup>76</sup> Bruner (2001): en *“Does M&A Pay? A survey of Evidence for the Decision-Maker”* concluye que los accionistas de la sociedad adquirida obtienen un retorno positivo, los de la sociedad adquiriente cero y la combinación de ambos arroja un beneficio positivo.

<sup>77</sup> Bruner (2001), indica que el anuncio del pago con acciones puede ser interpretado por el mercado como una señal de que los directivos de la sociedad adquiriente creen que las acciones de su compañía están sobrevaloradas.

- Porcentaje del capital de los directivos: Cuando los directivos de las empresas involucradas en procesos de fusión o adquisición poseen un número importante de acciones de las compañías, se crea más valor que cuando hay involucrados directivos con pocas acciones de sus sociedades.
- Utilización del exceso de liquidez: Existen operaciones corporativas cuya motivación es la utilización del exceso de liquidez que la compañía adquiriente tiene en un momento determinado, en estos casos la fusión o adquisición suele ser costoso para el accionista de esta sociedad.

Dentro de las motivaciones para una fusión y/o adquisición cabe destacar también la calidad de la gestión (Hernando *et al.*, 2008). Así, a igualdad de otros factores, las entidades peor gestionadas, resultan ser las más atractivas para los compradores potenciales, en la medida que para el adquiriente, presentan un mayor margen de mejora y la prima de adquisición será también más reducida.

Una variable dentro de esta calidad de gestión, como motivación para realizar una operación corporativa, es la mejora de la gestión. En el sector financiero esta ha sido una de las motivaciones principales esgrimidas. La banca ha sufrido en los últimos años una transformación sin precedentes tanto desde el punto de vista normativo, como tecnológico, como de la competencia, y una de las maneras de afrontar esta situación ha sido participar en una operación corporativa que te permita reenfocar tu negocio tradicional y reestructurar tu organización (Group of Ten, 2001).

Si investigamos variables con poder explicativo dentro de estas motivaciones, podemos destacar las siguientes. Si el foco o motivación de la operación es adquirir o tener más producto o una nueva actividad, los efectos sobre la sociedad resultante son positivos (DeLong, 2001)<sup>78</sup>.

---

<sup>78</sup> DeLong (2001) analiza las fusiones y adquisiciones utilizando el método de estudios de evento y concluye que aquellas fusiones y adquisiciones bancarias que buscan reforzar su misma actividad en su zona geográfica, obtienen un rendimiento anormal positivo del 3%, mientras que las que buscan diversificación no crean valor.

Si analizamos las fusiones y adquisiciones bancarias, en lugar de por la motivación por el instrumento con el que se materializan, por ejemplo el método de pago, se concluye con que crearía más valor para los adquirentes si el pago es en efectivo, en vez de pagar en acciones de la sociedad o un pago mixto (Becher, 2000).

Existen variables que también influyen en el éxito o fracaso de la operación corporativa. Una de ellas es la experiencia del comprador. Observamos que hay un impacto positivo en la transacción si el comprador goza de más experiencia que si no la tiene. Esto se produce en el caso americano (DeYoung, 1997) y no es significativo en el caso europeo (Beitel *et al.*, 2004).

Dentro de las investigaciones sobre fusiones y adquisiciones y las motivaciones de las mismas, tenemos que destacar aquellos trabajos que analizan la probabilidad de ser adquirido, como un caso particular dentro de las mismas. Porque para el adquirido es la probabilidad serlo, para el adquirente es una motivación para realizarla. Así pues, una entidad financiera tiene más probabilidades de ser adquirida si tiene mal rendimiento (Hannan y Pilloff, 2006).

Si hablamos de capitalización y probabilidad de ser adquirido, observamos dos casos diferenciados, el caso americano, donde existe una relación positiva entre alta capitalización y probabilidad de ser adquirido (Akhigbe *et al.*, 2004) y el caso europeo donde una alta capitalización está relacionada negativamente con la probabilidad de ser adquirido (Vander Vennet, 2003).

Con respecto a las perspectivas de crecimiento, si la compañía opera en mercados de alto crecimiento existe mayor probabilidad de ser adquirido (Hannan y Rhoades, 1987), aunque existen estudios que encuentran negativa la correlación entre crecimiento y esta probabilidad (Vander Vennet, 2003).

Con respecto al tamaño, los bancos más pequeños son más atractivos a la hora de ser adquiridos, ya que es más fácil su integración y además no suelen tener problemas con las autoridades de la competencia con las correspondientes autorizaciones (Hernando *et al.*, 2008).

Por tanto, podríamos resumir las principales motivaciones para las fusiones y adquisiciones en las siguientes. Mejorar la eficiencia, economías de escala, incremento de ingresos, mejora de la gestión, venta cruzada, incremento de la cuota de mercado, incremento del poder de mercado y la diversificación (Pilloff y Santomero, 1996).

Como hemos indicado al principio de este apartado, el segundo grupo de motivaciones para realizar una operación corporativa no son de carácter económico, sino que son motivaciones que buscan el beneficio personal de algunos directivos que las impulsan (Mueller, 1969). Es el fenómeno del conflicto de agencia.

El conflicto de agencia, tiene su origen en la separación entre propiedad y gestión, entre accionistas y directivos, en la relación entre ambos, ya que es posible que los directivos no siempre actúen anteponiendo los intereses de los accionistas a su propio interés (Jensen y Meckling, 1976).

Hughes *et al.*, (2003), afirma que el resultado de sus investigaciones empíricas indica que los directivos se resisten a participar en fusiones y adquisiciones si tienen elevados niveles de acciones en propiedad, tienen mejores oportunidades de crecimiento orgánico, pobres resultados financieros y las compañías son de menor tamaño. También concluye que los bancos que han incrementado el activo por crecimiento orgánico, no por adquisiciones, están asociados con un mejor rendimiento. Coinciden en este análisis los trabajos sobre dilución de valor de Morck, Shleifer y Vishny (1990) y los de Shleifer y Vishny (1997) donde se indica

que, las compensaciones, prestigio, poder entre otros, pueden ser los detonantes de la realización de fusiones, más que la propia racionalidad económica (Jensen, 1986).

Uno de los aspectos más relevantes dentro del conflicto de agencia son las compensaciones económicas de los directivos, puesto que muchas veces están ligadas al crecimiento de la organización. Por ello pueden estar incentivados a promover operaciones corporativas, que no provocarán los efectos económicos deseados por los accionistas, pero si favorecen a los directivos y sus remuneraciones (Cuervo, 1999).

Otras de las situaciones donde se produce conflicto de agencia son aquellas industrias que generan un flujo de caja libre elevado y que los directivos deciden no repartirlo, puesto que prefieren realizar operaciones de fusión o adquisición en vez de repartir esos fondos a sus accionistas (Jensen, 1986).

Existen investigaciones que indican una relación positiva entre lo que está haciendo la industria y lo que terminan realizando los operadores individuales dentro de ese sector, de tal forma que el conflicto de agencia se puede dar donde se están produciendo fusiones y adquisiciones, por el simple hecho de que el directivo siga la tendencia de la industria (Scharfstein y Stein, 1990).

El conflicto de agencia aparece de una manera evidente en compañías donde los directivos tratan de ganar tamaño de manera inorgánica con el único objetivo de ser más grandes, ya que cuanto más grande es una compañía más complicada resulta su adquisición (Donaldson y Lorch, 1983).

Existen estudios muy concretos en los Estados Unidos, que tratan de analizar dónde el conflicto de agencia es menor, como por ejemplo el de Allen y Cebenoyan (1991), que indica que solo aquellas entidades adquirientes donde los directivos tienen acciones en un porcentaje elevado, o la propiedad de la empresa adquiriente está

concentrada en pocas manos, obtendrían ganancias significativas en operaciones corporativas.

El conflicto de agencia también se puede dar entre directivos de las empresas adquiridas y sus accionistas, ya que los primeros pueden verse motivados a buscar impedimentos a una operación corporativa que realmente creara valor para los accionistas de la sociedad adquirida (Hadlock y Lumer, 1997).

## II.5.- Criterio geográfico

En la investigación sobre fusiones y adquisiciones bancarias encontramos diferencias significativas dependiendo del ámbito geográfico en que se materializan. Por ello es relevante analizar estas operaciones corporativas atendiendo a este criterio.

Los trabajos más extensos son los que tratan el mercado americano. Entre otros, podemos destacar el de Agrawal y Jaffe “*The Post Merger Performance Puzzle*”<sup>79</sup>, el de Brouters, Van Hastenburg and Van den Ven “*If Most mergers Fail, Why are they so popular*”<sup>80</sup> y el de Lubatkin “*Mergers and the Performance of the Acquiring Firm*”<sup>81</sup>. En todos ellos se habla de las fusiones y adquisiciones entre empresas y no son concluyentes en sus análisis, siendo lo común que las fusiones y adquisiciones no producen un claro valor a los accionistas de la sociedad absorbente.

En un estudio del año 2009 de Beccalli y Frantz “*M&A Operations and Performance in Banking*” se encuentra un análisis para los Estados Unidos con la conclusión de que la evidencia empírica disponible refleja que las fusiones y adquisiciones en la banca, no han tenido una influencia positiva, medida esta como rentabilidad posterior a la operación (Amel, *et al.*, 2004; Berger, Demsetz y Strahan, 1999). En general estos trabajos proporcionan evidencia mixta y muchos no muestran una clara relación entre las fusiones y adquisiciones y la mejora en la rentabilidad.

Otros estudios examinan las operaciones de fusiones y adquisiciones en base a los costes contables (Rhoades, 1990, 1993; Pilloff y Santomero, 1996), en el impacto en la eficiencia (Berger y Humphrey, 1993; DeYoung, 1997; Peristiani, 1997; Berger,

---

<sup>79</sup> Agrawal, A. y Jaffe, J.F. (2000): “*The Post- Merger Performance Puzzle. In Advances in Mergers and Acquisitions*”.

<sup>80</sup> Brouters, K.; Van Hastenburg, P. y Van den Ven, J. (1998): “*If most mergers fail, Why are they so popular?*”.

<sup>81</sup> Lubatkin, M. (1983): “*Mergers and the Performance of the Acquiring Firm*”.

1998; Rhoades, 1998), en su efecto en las ratios de rentabilidad, como R.O.E.<sup>82</sup> y R.O.A.<sup>83</sup> (Berger y Humphrey, 1993 y Pilloff, 1996), y el impacto en las ganancias de eficiencia (Akhavein *et al.*, 1997 y Berger, 1998). Pero no encuentran evidencias de efectos positivos de las fusiones y adquisiciones en los bancos de los Estados Unidos.

Siguiendo el caso americano, y estudiando los costes, al tratar el análisis por décadas, para observar si diferentes fechas o ciclos económicos afectan a los resultados, nos encontramos nulas mejoras de costes logradas mediante fusiones y adquisiciones durante los años ochenta del pasado siglo (De Young, 1997). Peristiani (1997) en lo que respecta a las cuatro mil novecientos transacciones que se produjeron entre 1980 y 1990 sugiere que los adquirentes no lograron mejorar la eficiencia después de la fusión. Con respecto a los años noventa del pasado siglo, existe una evidencia empírica mixta (Rhoades, 1998; Berger, 1998), en nueve operaciones realizadas por los grandes bancos americanos durante la década de los años noventa. Rhoades (1998) encuentra que en cuatro fueron claramente exitosos en mejorar la ratio de eficiencia, pero cinco no lo fueron.

Akhavein *et al.*, (1997), valoran megafusiones<sup>84</sup> en los Estados Unidos, en el periodo 1980-1990 donde encuentran mejoras en la eficiencia en beneficios (16% en comparación con otros grandes bancos). La mayor parte de la mejora se traduce en una mejor diversificación del riesgo y en un aumento de los ingresos. La mejora más considerable se registra en los bancos con los rendimientos más bajos en años previos a la fusión. Berger (1998) encuentra resultados similares en un estudio que incluye todas las fusiones bancarias en los Estados Unidos, tanto grandes como pequeñas, de 1990 a 1995.

---

<sup>82</sup> R.O.E. *Return on Equity*: rentabilidad sobre fondos propios.

<sup>83</sup> R.O.A. *Return on Asset*: rentabilidad sobre el activo.

<sup>84</sup> Akhavein *et al.*, (1997) considera que una operación corporativa es una megafusión cuando los activos, tanto de la sociedad adquirente como de la sociedad adquirida, superan los mil millones de dólares americanos.

Cuando valoramos el caso europeo, nos encontramos un evidente déficit de información. Cabe destacar por su importancia el trabajo de Campa y Hernando “*Shareholder Value Creation in European M&A*”<sup>85</sup>. Este informe concluye que en las entidades absorbidas, el accionista recibe estadísticamente, en media, un retorno para su inversión anormal del 9% en el mes en el que se hace el anuncio de la adquisición. Si analizamos la rentabilidad de la operación corporativa desde el punto de vista de la sociedad adquiriente, el accionista de la misma recibe un nulo retorno anormal positivo en media<sup>86</sup>.

Lepetit *et al.*, (2004) a diferencia de los trabajos americanos observa un pequeño retorno positivo en las fusiones y adquisiciones bancarias cuando el motivo de estas, es la diversificación geográfica y la venta cruzada de productos.

Campa y Hernando (2006)<sup>87</sup>, examinan estas operaciones acontecidas en la Unión Europea entre 1998 y 2002 entre entidades financieras, concluyendo retornos positivos para el accionista de la sociedad absorbida alrededor de la fecha del anuncio de la operación corporativa. Cuando analizan el retorno anormal de los accionistas de la sociedad adquiriente, este es cero en el mismo periodo. En el año posterior al evento corporativo los excesos de rentabilidad no son significativamente diferentes de cero, tanto las entidades adquiridas como para las adquirientes. La investigación también evalúa los efectos en ratios operativas en transacciones entre bancos, concluyendo que generalmente se producen estas operaciones con bancos adquiridos que tienen unas ratios operativas por debajo de la media del sector y que las operaciones de fusión o adquisición en este subgrupo producen mejoras significativas en estas ratios en los bancos adquiridos.

---

<sup>85</sup> Campa, J.M. y Hernando, I. (2004): “*Shareholder Value Creation in European M&As*”.

<sup>86</sup> Estas rentabilidades positivas o negativas y su comparación con la media, se realizan utilizando el modelo C.A.P.M. *Capital Asset Pricing Model*.

<sup>87</sup> Campa, J.M. y Hernando, I. (2006): “*M&A Performance in the European Financial Industry*”.

En otros trabajos sobre el caso europeo se llega a la misma conclusión que en el caso americano, destacando que las mejoras en el rendimiento rara vez se consiguen (Vander Vennet, 1996, 2002; Altunbas, Molyneux y Thornton, 1997), tanto en los indicadores de rentabilidad tales como el R.O.E. y el R.O.A. (Vander Vennet, 1996), como en las ganancias de eficiencia (Vander Vennet, 2002).

Si hablamos de grandes bancos, Altunbas, Molyneux y Thornton (1997)<sup>88</sup> sugieren sólo limitadas oportunidades de ahorro de costes en estas operaciones.

En lo que se refiere a una muestra de cuatrocientas noventa y dos fusiones y adquisiciones relacionadas con bancos de la Unión Europea durante el período 1988-1993 Vander Vennet (1996) muestra que las fusiones internas entre socios de igual tamaño aumentan significativamente la rentabilidad contable de los bancos fusionados, mientras que mejoras en la eficiencia de costes se observan sólo para adquisiciones transfronterizas y no para operaciones nacionales.

Para una pequeña muestra de cincuenta y dos fusiones bancarias en el período 1992-1998, Huizinga *et al.*, (2001) encuentran que la rentabilidad de los bancos que se fusionan es positiva, mientras que la eficiencia mejora solo marginalmente.

En un enfoque específico en las operaciones transfronterizas entre los bancos de la Unión Europea, Vander Vennet (2002) se refiere a una muestra de sesenta y dos operaciones ejecutadas por los bancos de la Unión a la que se suman Noruega y Suiza entre 1990 y 2001. En el corto período de tiempo después de la operación, se encuentra con una mejora limitada en la eficiencia en beneficios, pero ninguna mejora en la eficiencia de costes. Altunbas e Ibáñez (2004) en lo que respecta a las doscientas sesenta y dos operaciones que tienen lugar en el sector bancario de la

---

<sup>88</sup> Altunbas, Molyneux y Thornton (1997) en “*Big-Bank Mergers in Europe: An Analysis of the Cost Implication*” indican las limitadas posibilidades de reducir costes en estas operaciones corporativas. Entrando a analizar operaciones en países concretos, concluyen afirmando que si la fusión se produce entre bancos alemanes e italianos, sí que hay oportunidad de reducir costes, no así si se produce entre bancos franceses y alemanes.

Unión Europea entre 1992 y 2001 encontraron que, en promedio, las fusiones bancarias se han traducido en una mejora de la rentabilidad contable.

Varias explicaciones se ofrecen para estas pruebas desconcertantes según Beccalli y Frantz (2009). Ausencia de mejores prácticas y directrices para la planificación y ejecución de adquisiciones cada vez más grandes y complejas (DeLong y DeYoung, 2007), la necesidad de tiempo, hasta cinco años, para medir las mejoras en el eficiencia (Focarelli y Panetta, 2003), las dificultades de la integración de las instituciones ampliamente diferentes (Altunbas e Ibáñez, 2004; Vander Venet, 2002), y el aumento de los costos asociados a los cambios en los perfiles de riesgo después de la fusión y las estrategias empresariales (Demsetz y Strahan, 1997; Hughes *et al.*, 1999).

Un caso especial dentro del criterio geográfico, se produce cuando valoramos si la fusión o adquisición es nacional o internacional. Según Campa y Hernando (2005), los excesos de rentabilidad para el banco adquirido son menores en las fusiones o adquisiciones internacionales que en las nacionales, por el peor comportamiento de las economías de escala y a una menor reducción de costes debido a que la compañía adquiriente, al no tener presencia en el país de destino, no puede provocar sinergias<sup>89</sup>.

Por otro lado Amihud *et al.*, (2002) determinan que las operaciones de integración entre entidades de países distintos no se traducen, en promedio, en beneficios para los accionistas de las empresas involucradas.

Cuando comparamos el mercado americano y el europeo, observamos que el europeo tiene menos limitaciones a la diversificación de producto en banca universal. En la Unión Europea está permitido a los bancos ser propietarios de filiales de seguros y

---

<sup>89</sup> Campa y Hernando (2005) en “M&A Performance in the European Financial Industry” se refieren a las sinergias de racionalización con el consiguiente cierre de oficinas y a la reducción de los servicios centrales de operaciones.

vender directamente esos productos junto con los puramente bancarios, en cambio la legislación americana es mucho más restrictiva en la venta cruzada de estos productos (Borio y Filosa, 1994).

El mercado bancario americano, impone muchos más límites a la hora de permitir a los bancos comerciales trabajar como banca de inversión. Por último también en los Estados Unidos los bancos tienen restricciones a la expansión en otros estados, cosa que no ocurre en la Unión Europea (Cybo-Ottone y Murgia, 2000).

Las investigaciones que se centran en estudiar el caso de España, son las menos abundantes. Destacamos el estudio realizado por el Servicio de Estudios del Banco de España “*Mergers and Acquisitions in the Spanish Banking Industry: Some Empirical Evidence*”<sup>90</sup>, donde Ignacio Fuentes y Teresa Sastre, nos proporcionan una visión de la consolidación del mercado español, obteniendo como importante en conclusión que las fusiones en el mercado español no han reducido la competencia, a pesar de haber sido muy numerosas, tanto en número como en volumen.

El efecto básico de estas operaciones corporativas es ampliar las posibilidades estratégicas a los bancos absorbentes por un lado, como son la búsqueda de mejoras en la eficiencia vía recorte de costes eliminando, entre otras cuestiones, las duplicidades de la red de oficinas o de los servicios centrales y por otro la expansión del negocio ya sea en nuevas áreas geográficas, en nuevos segmentos de clientes o con nuevas líneas de productos. Fuentes y Sastre (1998) concluyen que no es posible alcanzar resultados si se buscan los dos objetivos simultáneamente.

En el caso de España, no es evidente que las fusiones y adquisiciones bancarias incrementen la rentabilidad de la sociedad absorbente en el periodo de tiempo de

---

<sup>90</sup> Fuentes y Sastre (1998): “*Merger and Acquisitions in the Spanish Banking Industry: Some Empirical Evidence*”.

cuatro años<sup>91</sup>, aunque si aprecian ciertos efectos positivos de estas operaciones corporativas, como una cierta reducción en los costes, muy limitada, y una mejora de las ratios de capital ya que se suelen aprovechar estas operaciones corporativas para llevar a cabo incrementos de capital por encima de las necesidades estrictas que lleva la operación (Fuentes y Sastre, 1998).

Fuentes (2003) analiza las fusiones desde 1997 hasta el año 2001 del sector bancario español y concluye que las ratios de rentabilidad no muestran en general una evidencia concluyente de mejora. En el análisis individualizado de las operaciones, expone la existencia de dos tipos distintos de operaciones corporativas. El primer grupo sería el de aquellas entidades que se fusionan para poder ganar tamaño y así poder abordar una estrategia de crecimiento diferente, y el segundo grupo reuniría a los que buscan estas operaciones para lograr mejora de la eficiencia recortando costes. Aun existiendo este doble objetivo, cuando se valora el comportamiento de las ratios, estas suelen ser en general neutras.

---

<sup>91</sup> Fuentes y Sastre (1998) “*Mergers and Acquisition in the Spanish Banking Industry: Some Empirical Evidence*” página 16, establecen que “*la comparación es establecida entre la media de cuatro años anteriores a la fusión y los cuatro años posteriores*”.

## II.6.- Tamaño de la operación corporativa

Destacamos como punto aparte en nuestro análisis la variable tamaño, como significativa a la hora de analizar estas operaciones corporativas. Esto nos lleva a realizar diferencias entre fusiones de bancos grandes, donde como afirman Houston y Ryngaert (1994)<sup>92</sup>, las ganancias de rentabilidad en fusiones bancarias en media son ligeramente positivas pero estadísticamente cercanas a cero. En cambio encontramos que la consolidación en el sistema financiero es beneficiosa para pequeñas entidades que tienen el objetivo de incrementar el tamaño y lograr una economía de escala mínima, como indican Amel, Barnes, Panetta y Salleo (2004) en su artículo<sup>93</sup>.

Cybo-Ottone y Murgia (2000), utilizan la metodología de estudios de evento para cincuenta y cuatro operaciones de fusión y adquisición de trece países de la Unión Europea y Suiza desde 1988 a 1997. En ellas tanto el adquirente como el adquirido cotizan en bolsa, hay un cambio de control real y son operaciones de gran volumen y concluyen afirmando que existe un positivo y significativo incremento de valor en la fusión en el momento del anuncio de la misma.

En el mercado americano, existen más investigaciones que en el mercado europeo sobre fusiones y adquisiciones en banca. Uno de estos trabajos es el de Akavein, Berger y Humphrey (1997) donde valoran los efectos de las megafusiones en la eficiencia, concluyendo que estas grandes operaciones corporativas consiguen dieciséis puntos porcentuales de mejora de la eficiencia y estadísticamente significativo, y que además esta mejora es mayor cuanto menor era la eficiencia antes de la fusión o adquisición.

---

<sup>92</sup> Houston y Ryngaert (1994) en “*The Overall Gains from Large Bank Mergers*” no obtienen evidencia concluyente de retornos anormales positivos, cuando la operación corporativa se produce entre dos grandes bancos.

<sup>93</sup> Amel, Barnes, Panetta y Salleo (2004): en “*Consolidation and the Efficiency in the Financial Sector: A review of the International Evidence*”.

Existe un estudio, también sobre el mercado americano, donde se valoran las grandes fusiones acontecidas en los Estados Unidos en 1995, realizado por Siems (1996). Utilizando la metodología de estudios de evento, encuentra mejoras significativas en las megafusiones de los bancos, solo cuando hay una duplicidad muy grande de oficinas, no encontrando mejoras significativas en el resto de operaciones corporativas de concentración bancaria.

Para concluir el presente capítulo cabe señalar que existen numerosas investigaciones que tratan las fusiones y adquisiciones bancarias y no las podemos enmarcar en un apartado concreto debido a su especificidad. Dentro de este grupo contamos con investigaciones que tratan de analizar los efectos de estas operaciones corporativas en la sociedad. Destacamos el estudio de Focarelli y Panetta (2003) que analizan el efecto en el precio de los depósitos. La conclusión general es que la consolidación bancaria genera un efecto negativo en los precios de los depósitos, perjudicando al consumidor. Estos estudios sólo se fijan en el precio de los depósitos a corto plazo haciendo caso omiso de todos los efectos que tardan más tiempo en materializarse. Los autores reseñados valoran los efectos en el largo plazo y descubren por primera vez que aunque la consolidación genera en el corto plazo cambios desfavorables en el precio de los depósitos, no ocurre así en el largo plazo donde el efecto es el contrario. Nos encontramos con que la consolidación en el corto plazo aumenta el poder de mercado de la sociedad resultante, y disminuye la tasa de depósitos dieciséis puntos básicos y seis centésimas en el año de la fusión, pero en el largo plazo, la tasa de depósito de los bancos fusionados aumenta, alcanzando trece puntos básicos por encima de su nivel anterior a la fusión<sup>94</sup>.

Existen otros trabajos que valoran las fusiones y adquisiciones desde otros puntos de vista, como por ejemplo el estudio de Golubov *et al.*, (2012) donde se analiza el papel de los asesores financieros y banqueros de inversión en las fusiones y adquisiciones. Concluyen que los mejores banqueros de inversión están asociados

---

<sup>94</sup> Focarelli y Panetta (2003) en “*Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposit*” indican que esta evidencia debería de ser tenida en cuenta por los reguladores, ya que en el largo plazo las concentraciones bancarias son buenas para el consumidor.

con mayores ganancias en este tipo de operaciones y que este exceso de beneficio viene de la habilidad del banquero para identificar operaciones con altas sinergias, llegando incluso a afirmar que las comisiones de asesoramiento que cobran los banqueros de inversión por sus servicios muestran una positiva correlación entre la reputación del banquero de inversión y los precios de sus servicios. A la hora de buscar razones para lo anterior encuentra una evidencia débil en que los mejores banqueros de inversión están relacionados con mayores tasas de cierre de operaciones y una evidencia fuerte en que estos mismos banqueros consiguen cerrar la operación antes que el resto en término medio.

Estos trabajos, aunque tratan las fusiones y adquisiciones en el sistema financiero, no son objeto de esta revisión bibliográfica, al tratar casos muy particulares en sus investigaciones<sup>95</sup>. Destacamos el anterior por la importancia que se otorga a las sinergias de costes como principal impulsor de las fusiones y adquisiciones.

Si agrupamos los estudios, separando entre los que aprecian efectos positivos y los que ven efectos negativos, la revisión de la literatura nos lleva a que existen gran cantidad de artículos que muestran un efecto positivo en las empresas resultantes (Berger y Humphrey, 1991; Fixler y Zieschang, 1993; Rhoades, 1998; Haynes y Thompson, 1999) Por otro lado existen también numerosos trabajos que no obtienen evidencia de dichas mejoras (Berger y Humphrey, 1991; Díaz, Sanfilippo y López, 2008; Srinivasan y Wall, 1992; Linder y Crane, 1992; Rhoades, 1990, 1993; Vander Vennet, 1996).

Si analizamos estudios de revisión bibliográfica como el de Amel *et. al.*, (2004), podemos observar que en general las fusiones bancarias no tienen un efecto positivo ni en los costes ni en el beneficio y por tanto la creación de valor no es relevante.

---

<sup>95</sup> Existe una amplia gama de trabajos que tratan las fusiones y adquisiciones desde múltiples puntos de vista, todos ellos muy interesantes, pero que atienden temas muy particulares. Destacamos Schipper y Thomson (1993) que concluyen afirmando que la excesiva regulación es mala para el accionista participante en un operación corporativa, o Jensen y Ruback(1983) que comparan la rentabilidad si la operación corporativa es hostil o consensuada.

Por tanto, y dada la importancia y el volumen de fusiones bancarias que han ocurrido en España desde 1987 y las que están produciéndose en la actualidad, este trabajo de investigación viene a cubrir una laguna en este campo sobre los efectos de las fusiones bancarias. Ello es así porque el resultado de las mismas no se ha estudiado en profundidad desde el punto de vista del efecto en la sociedad resultante, teniendo además en cuenta un número relevante de fusiones y un largo periodo de tiempo (1987-2013).

Sirvan todas estas investigaciones para resaltar que conviene una reflexión por parte de la comunidad científica y la comunidad empresarial, al no existir una investigación concluyente que despeje todas las dudas sobre la bondad y oportunidad de las fusiones y adquisiciones en el ámbito bancario.

Estos resultados, por tanto, pueden convertirse en una guía dentro del ámbito empresarial y motivar cierta prudencia a la hora de tomar decisiones sobre posibles fusiones y adquisiciones y sobre todo debería de ser tenido en cuenta una vez realizada la operación de fusión y adquisición. Analizar sus resultados y llegar a conclusiones que añadan valor para futuras decisiones.

Cuadro 2.1

RESUMEN BIBLIOGRÁFICO NO EXHAUSTIVO DEL CAPÍTULO II  
CLASIFICACIÓN DE LAS INVESTIGACIONES

		Estudio
<b>Por metodología</b>	Compendio de estudios	Bruner (2001)
	Estudios de evento	Campa y Hernando (2005)
		Beitel et al., (2004)
		Cybo-Ottone y Murgia (2000)
		Bercher (2000)
		Asimakopoulos y Athanasoglou (2009)
Estudios con datos contables	Cornett et al., (2003)	
	Lepetit et al., (2002)	
	Hannan et al., (1989)	
	Houston y Ryngaert (1994)	
	Cybo-Ottone y Murgia (1997)	
	DeLong (2001)	
	Sanfilippo y Garcia (2005)	
	Cornett y Tehranian (1992)	
	Rose (1992)	
	Rhoades (1993)	
	Srinivasan y Wall (1992)	
	Diaz y Sanfilippo (2006)	
Morck et al., (1990)		
Focarelli et al (2004)		
Diaz et al., (2004)		
Berger y Humphrey (1993)		
DeYoung (1993)		
Pilloff y Santomero (1996)		
Stiroh y pole (2000)		
Libder y Crane (1992)		
Estudios método del caso	Rhoades (1998)	
	Fuentes (2003)	
Estudios encuestas a directivos	Bruner (2001)	
<b>Por motivación</b>	Búsqueda de rentabilidad	Seth (1999)
		Bruner (2001)
		Becher (2000)
		DeYoung (1997)
		Beitel et al., (2004)
	Búsqueda de beneficio del directivo	Cuervo (1999)
		Mueller (1969)
		Jensen y Meckling (1976)
		Jensen (1986)
		Hughes et al., (2003)
		Morck et al., (2003)
		Scharfstein y Stein (1990)
		Donaldson y Lorch (1983)
		Allen y Cebenayon (1991)
		Hadlock y Lumar (1997)

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 2.1 (cont).

RESUMEN BIBLIOGRÁFICO NO EXHAUSTIVO DEL CAPÍTULO II  
CLASIFICACIÓN DE LAS INVESTIGACIONES

		Estudio
<b>Por probabilidad de ser adquirido</b>		<p>Hernando et al., (2008)  Hannan y Pilloff (2006)  Akhigbe et al., (2004)  Vander Vennet (2003)  Hannan y Rhoades (1987)</p>
<b>Por criterio geográfico</b>		
	Estados Unidos	<p>Agrawal y Jeffe (2000)  Brouthers et al., (1998)  Lubatkin (1983)  Beccalli y Frantz (2009)  Amel et al., (2004)  Berger et al., (1999)  DeYoung (1997)  Peristiani (1997)  Rhoades (1998)  Berger et al., (1998)</p>
	Europa	<p>Campa y hernando (2004)  Lepetit et al., (2004)  Vander Vennet (1996)  Vander Vennet (2002)  Huizinga et al., (2001)  Altumbas e Ibañez (2004)  Amihud et al., (2002)</p>
	España	<p>Fuentes y Sastre (1998)  Fuentes (2003)</p>
<b>Por tamaño de la operación</b>		<p>Akhavein et al., (1997)  Houston y Ryngaert (1994)  Amel et al., (2004)  Siems (1996)</p>

Fuente: Elaboración propia

## **CAPÍTULO III: Análisis de las fusiones y adquisiciones bancarias españolas**

## **CAPÍTULO III: Análisis de las fusiones bancarias españolas**

### **III.1.- Introducción**

El presente capítulo de esta tesis se dedica al estudio de las fusiones y adquisiciones bancarias acontecidas en el sistema financiero español desde 1987 hasta el año 2013, y el resultado que han tenido las mismas sobre la rentabilidad de la sociedad resultante. Además se compara este resultado con un grupo de control compuesto por aquellos bancos que no han participado en un proceso corporativo durante un periodo de cuatro años<sup>96</sup>.

---

<sup>96</sup> Fuentes y Sastre (1998) del Banco de España, Sanfilippo (2004) entre otros, utilizan el periodo de cuatro años como referencia para evaluar los efectos de las fusiones y adquisiciones, al considerar el mismo óptimo para analizar los efectos de las mismas, ya que periodos más largos podrían llevar a no poder distinguir entre los efectos de la operación corporativa y la evolución de mercado y más cortos a no materializarse los efectos de las mismas.

Este análisis resulta interesante por dos motivos fundamentales, en primer lugar porque el proceso de consolidación del sistema financiero, al igual que en los Estados Unidos y la Unión Europea, ha sido muy relevante en España produciéndose una reducción considerable de los participantes en el mercado, y en segundo término, porque la rentabilidad de estos procesos no ha quedado demostrada según hemos expuesto en la revisión bibliográfica incluida en capítulos precedentes.

El capítulo III se estructura presentando, en primer lugar la motivación, objetivo e hipótesis de nuestra investigación, para a continuación definir el alcance, características y composición de la muestra de los bancos analizados, después valoraremos el modelo, y la metodología empleada en nuestro análisis para finalizar con los resultados obtenidos en nuestra investigación.

### III.2.- Motivación, objetivo e hipótesis de la investigación

Como ya hemos señalado, el objetivo de esta tesis consiste en analizar las fusiones y adquisiciones bancarias españolas acontecidas entre los años 1987 y 2013. Para la consistencia de la tesis se procede a la elaboración y análisis de un modelo econométrico de estudio de rentabilidad que han generado dichas operaciones en la entidad resultante de la fusión, utilizando datos contables para el contraste empírico de la hipótesis propuesta, y que se resume en que las fusiones bancarias no generan una rentabilidad positiva en la sociedad resultante, en comparación con las estrategias de crecimiento orgánico utilizando el estimador G.M.M.<sup>97</sup> de datos de panel dinámico desarrollado por Arellano y Bond (1991).

La transformación del sistema financiero español en las últimas tres décadas ha sido notable. Sus antecedentes se pueden situar en los años ochenta del pasado siglo en los Estados Unidos (Fuentes y Sastre, 1998), desplazándose años después a la Unión Europea y España en forma de dos grandes oleadas de fusiones y adquisiciones, una antes del año 2000 y otra que toma su punto álgido en el año 2007, justo antes del estallido de la gran crisis financiera.

Dentro de este carácter cíclico que observamos en estas operaciones corporativas, tanto en los Estados Unidos como en la Unión Europea y España, hay un predominio de las operaciones nacionales sobre las internacionales, lo que favorece la aparición de grandes grupos bancarios dentro de los diferentes países (Hernando *et al.*, 2008).

La consolidación bancaria en España ha sido relevante, reduciéndose desde 1987 hasta el 2013 el número de entidades participantes en el mercado. Si extraemos del análisis las filiales bancarias extranjeras, las sucursales de bancos extranjeros y las cooperativas de crédito, observamos que el número de entidades en el sistema financiero español ha pasado de más de 160 entidades a menos de 50. No sólo el

---

<sup>97</sup> Generalized Method of Moments G.M.M. por su acrónimo en inglés.

número de entidades bancarias se ha concentrado, sino también el número de oficinas de los bancos cuya cifra ha descendido de 17.800 en el año 1995 a 14.900 a finales del año 2013, pasando de tener más de una oficina por cada mil habitantes a 0.7 oficinas por cada mil habitantes en el año 2013.

Como se ha indicado, el estudio de las fusiones y adquisiciones bancarias es relevante por el papel clave que juega el sistema financiero en la economía y en la sociedad (Group of Ten, 2001) y existe una amplia literatura que lo aborda, aunque la mayor parte se ha centrado en el mercado americano. Para la Unión Europea también es posible encontrar trabajos que analizan estos procesos de consolidación pero la mayoría estudia este fenómeno de manera aislada y para periodos muy cortos de tiempo. Las investigaciones que se centran en el caso de España son poco abundantes y no concluyentes en que incrementen la rentabilidad de la sociedad absorbente, aunque si ven efectos positivos en las reducciones de costes, en racionalización de negocios y en un uso más eficiente del capital (Fuentes y Sastre, 1998).

La oportunidad de este trabajo viene también dada por la importancia y el volumen de fusiones y adquisiciones bancarias que se han dado en España desde 1987 y las que se están produciendo. Tras la crisis y posterior quiebra del banco americano de Lehman Brothers<sup>98</sup>, ha cambiado el panorama competitivo en el sistema financiero español, y esta tesis viene a cubrir una laguna del estado actual de las investigaciones sobre los efectos de las fusiones bancarias, ya que el resultado de las mismas no se ha estudiado en profundidad desde el punto de vista del efecto en la rentabilidad de la sociedad resultante, en comparación con otras estrategias de crecimiento orgánico, de un número relevante de fusiones y en un largo periodo de tiempo (1987-2013). Como mencionan entre otros Jemison y Sitkin (1986) y Buono y Bowditch (1989), la materialización de los beneficios potenciales derivados de fusiones y adquisiciones, que se establecen como objetivo y justificación de estas operaciones corporativas, no

---

<sup>98</sup> Lehman Brothers banco americano quebrado en la crisis financiera del 2008. Fue fundado en 1850 como operador del mercado de algodón, transformándose en banco en 1970 tras la adquisición de Abraham & Co.

está exenta de dificultades y es probable que estas operaciones multipliquen la complejidad de una organización resultante de dicha operación corporativa y generen problemas de agencia.

Los motivos que llevan a realizar o justificar las fusiones y adquisiciones pueden ser muy variados e incluso una misma operación puede responder a varios motivos. En último extremo podemos resumir que con una fusión o adquisición bancaria se busca o bien un objetivo económico o bien un objetivo no económico. Dentro del primero podríamos destacar el incremento del beneficio, la diversificación geográfica, las sinergias entre entidades, la diversificación de producto, la obtención de economías de escala, el incremento de la cuota de mercado, la mejora en la gestión, la búsqueda de una eficiencia fiscal, así como aprovechar bases imponibles negativas, el incremento del tamaño como freno para ser considerado objetivo o el incremento de la rentabilidad del accionista, entre otras. Dentro del objetivo no económico, entre los motivos que llevan a realizar una fusión o adquisición bancaria, se sitúa poder alcanzar un beneficio personal de los directivos de esa empresa. Este último caso es ampliamente tratado como problema de agencia (Hughes, Lang, Mester y Moon, 1999). Es justo el propósito de esta tesis medir esta creación de valor, en su elemento clave que es la rentabilidad de la sociedad resultante, que es al fin y al cabo la que inicia y paga la operación corporativa y comparar esta rentabilidad con la que han obtenido los bancos pertenecientes al grupo de control, que son todas las entidades financieras que en un determinado periodo de tiempo no se han fusionado.

Recomiendo las aproximaciones que la literatura especializada sobre el tema ha utilizado para realizar estas investigaciones podemos sintetizarlas en cuatro. En primer lugar estudios de evento que analizan los retornos anormales para el accionista en un periodo alrededor del anuncio de la transacción. La concepción de retorno anormal ya sea positivo o negativo, se mide por lo que el inversor obtiene en el periodo de tiempo considerado por encima o por debajo de un valor de referencia (Campa y Hernando, 2005). En segundo término los estudios con datos contables que analizan los resultados financieros de las compañías, antes y después del evento de

fusión o adquisición, y los comparan con un grupo de control que no se ha fusionado o no ha sido adquirido (Fuentes, 2003). En tercer término los estudios por el método del caso que se basan en investigar en profundidad un caso concreto (Rhoades, 1998). En cuarto y último lugar las encuestas a altos ejecutivos que analizan los resultados de las fusiones y adquisiciones en los que han participado (Bruner, 2001)<sup>99</sup>.

Nuestra tesis se enmarca en el segundo grupo de investigación que realiza las mismas utilizando datos contables. La fortaleza de este tipo de trabajos radica en que se analizan datos contables, con el requisito de que deben ser reales y auditados, y por tanto se presupone su veracidad. Estos análisis tienen varias debilidades. En primer lugar, estas investigaciones se llevan a cabo sobre entidades financieras de diferentes países, ya que las normativas contables de los países en cuestión pueden ser distintas y esto puede inducir a error en las valoraciones de estos procesos; esta debilidad no aplica en nuestra investigación al circunscribirse la misma al mercado español. La segunda debilidad se produce porque si bien los datos contables reflejan la historia de la compañía, estos no expresan el futuro de la misma, y por hechos que pueden estar ya ocurriendo. Por último, este tipo de investigación, no tiene en cuenta los activos intangibles no reflejados en el balance, como puede ser el valor de la marca y estos activos intangibles pueden ser muy relevantes.

Estas dos últimas debilidades habrá que tenerlas en cuenta a la hora de generalizar los resultados obtenidos de nuestra investigación y valorar su importancia en cada caso concreto analizado.

Las evidencias empíricas de las investigaciones que utilizan datos contables, no son concluyentes. Existen estudios que justifican la no mejora de la eficiencia, alegando

---

<sup>99</sup> Bruner (2001) hace una distinción en las encuestas a ejecutivos, separando aquellas que valoran experiencias de fusión donde los ejecutivos han participado de aquellas que valoran operaciones corporativas donde no han participado, indicando en el primer caso que el 58% de las operaciones crean valor y en el segundo caso, los ejecutivos cuando no han participado en las operaciones que valoran afirman que solo se genera valor en el 37%. Datos que indican un claro conflicto entre hechos y datos.

que la reducción de costes es lenta ya sea por la dificultad a la hora de despedir empleados, ya sea la dificultad de integrar una fuerza laboral heterogénea (Group of Ten, 2001).

Otros trabajos indican que las reducciones de costes sólo se producen en las entidades adquiridas y no en las adquirientes (Berger *et al.*, 1999). Díaz y Sanfilippo (2006) justifican que no existen ganancias derivadas de las operaciones de fusión o adquisición bancaria europea, debido a que la prima pagada por la sociedad adquirida, es demasiado elevada.

Los resultados obtenidos son mixtos. Algunos trabajos afirman haber encontrado esa mejora de rentabilidad de las entidades participantes en procesos de fusión (Spindt y Tarhan, 1994; Cornett y Tehranian, 1992 y Rose, 1992), mientras que en otros no se muestran cambios significativos (Srinivasan y Wall, 1992; Linder y Crane, 1993 y Rhoades 1993).

Nuestra investigación tratará de dar un paso más en el conocimiento, investigando en profundidad las fusiones y adquisiciones de bancos en España en el periodo 1987 a 2013 y así incluir todos los procesos de fusión desde la del Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya<sup>100</sup>, hasta la fecha de cierre del año de esta tesis.<sup>101</sup>

Es interesante destacar que aunque los datos que utilizamos para el análisis son los de los balances individuales de la sociedad resultante<sup>102</sup>, sería conveniente investigar

---

<sup>100</sup> El 27 de enero de 1988 se firmó el acuerdo de fusión entre el Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya por sus presidentes José Ángel Sánchez-Asíaín y Pedro Toledo.

<sup>101</sup> Cerramos la investigación en diciembre del año 2013.

<sup>102</sup> Los balances individuales están disponibles en formato papel hasta el año 2000 y posteriormente en electrónico, en el Anuario Estadístico de la Banca en España, que edita anualmente la Asociación Española de Banca.

con los datos a nivel consolidado<sup>103</sup>, ya que cuando se adquiere un banco y no se fusiona con el banco matriz, como el caso de la compra del Banco Español de Crédito por el Banco Santander, es conveniente valorar los efectos en los cambios en el equipo directivo y en la gestión como consecuencia de la operación corporativa.

En nuestro caso analizamos treinta y dos procesos de fusión, donde han participado veintisiete entidades siendo adquirientes y cuarenta y ocho entidades adquiridas.

En definitiva, nuestra investigación tiene como objetivo la realización de un análisis de las fusiones y adquisiciones bancarias acontecidas en el sistema financiero español desde el año 1987 y hasta el año 2013, utilizando datos contables de los balances individuales y sus consecuencias en la rentabilidad de la sociedad resultante de la operación corporativa, en comparación con estrategias de crecimiento orgánico.

Planteamos la siguiente hipótesis:

“Las fusiones bancarias no generan una rentabilidad positiva en la sociedad resultante, en comparación con las estrategias de crecimiento orgánico”.

Para el contraste de la hipótesis, se ha planteado un modelo propio de medición de valor para el accionista que se basa en el estimador G.M.M. de datos de panel dinámico desarrollado por Arellano y Bond (1991).

---

<sup>103</sup> Se suelen utilizar las cuentas financieras individuales y no las consolidadas, porque su nivel de detalle es muy superior, no afectan diferencias en tasas fiscales si la entidad bancaria opera en diferentes países y no existen distorsiones con la incorporación del fondo de comercio de operaciones corporativas, entre otras razones, Sanfilippo (2004).

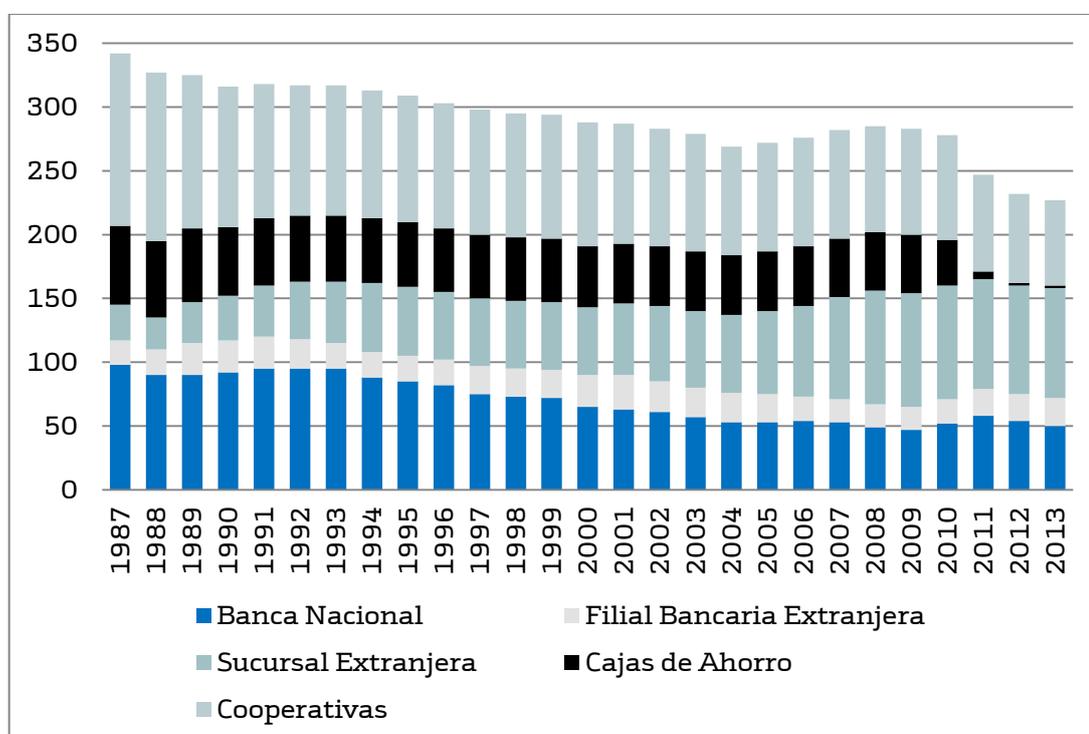
### III.3.- Alcance de la investigación

El sistema financiero español que se encuentra conformado por bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, presenta estas tres categorías con la diferencia entre ellas de su estructura jurídica, puesto que legalmente están equiparadas en cuanto a posibilidades operativas y están sujetas a las mismas normas de supervisión por parte del Banco de España fundamentalmente y autoridades de competentes como Ministerio de Economía, Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.) y Comisión Nacional de la Competencia (C.N.M.C.) entre otras.

Dentro de los bancos podemos distinguir, entre la banca nacional, las sucursales de bancos extranjeros y las filiales de bancos extranjeros.

Gráfico 3.1

#### NÚMERO DE ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL



Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España

La principal diferencia entre la figura de sucursal de banco extranjero y filial, radica en que la sucursal tiene ficha bancaria propia en el país de destino y la filial no. Esto afecta al Fondo de Garantía de Depósitos (F.G.D.) principalmente, ya que los bancos extranjeros que tienen abierta sucursal en España y por tanto tienen ficha bancaria, el F.G.D. nacional cubre a sus depositantes ante una insolvencia del banco donde tienen sus depósitos<sup>104</sup>, mientras que los depositantes de una filial bancaria están cubiertos por el F.G.D. del país de origen de la entidad.

La segunda diferencia básica reside en que la sucursal es supervisada por el banco central del país de destino al tener, como hemos indicado, ficha bancaria en el país, en cambio, la filial es supervisada por el propio país de origen de la institución financiera (Fonteyne, 2006). Esta supervisión por el país de origen y destino en el año 2016 cambiará con la creación del Mecanismo Único de Supervisión (M.U.S.) que instaurará un nuevo sistema de supervisión financiera formado por el B.C.E. y las Autoridades Nacionales Competentes (A.N.C.) de los países de la Unión Europea participantes. Sus principales objetivos son velar por la seguridad y la solidez del sistema bancario europeo y aumentar la integración y la estabilidad financiera en la Unión Europea, y constituye el primer paso hacia la denominada “Unión Bancaria” que se prevé completar con un Mecanismo Único de Resolución (M.U.R.) y un sistema armonizado de garantías de depósitos.

En el gráfico 3.1 puede comprobarse la composición del sistema financiero español, la distribución del número de entidades de cada uno de estos grupos, y su evolución desde 1987 hasta el 2013. Como puede observarse, las cajas de ahorros prácticamente han desaparecido. De existir sesenta y dos entidades en el año 1987 a quedar dos en el año 2013; la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Ontinyent (mil cuatrocientos sesenta y tres millones de euros de activos y ciento noventa y cinco empleados en el año 2014) y Colonya Caixa D’Estalvis de Pollença (cuatrocientos

---

<sup>104</sup> El Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito es una entidad de derecho privado regulado por el real Decreto Ley 16/2011 y tiene por objetivo garantizar los depósitos en efectivo o en valores (u otros instrumentos financieros), con un límite en la fecha de cierre de esta tesis y en la actualidad de 100.000 euros en cada, siendo estas dos garantías distintas y compatibles entre sí.

ochenta y seis millones de activos y ochenta y cinco empleados en el año 2014), dos cajas muy pequeñas que circunscriben su actividad a su territorio de origen Mallorca y Valencia.

El número de filiales de bancos extranjeros se han mantenido a lo largo de estos veintisiete años pasando de diez y nueve entidades en 1987, a tener un máximo de veintisiete en el año 2001 y terminar la serie en veintidós. Con respecto a las sucursales, la evolución es positiva, incrementándose en el periodo objeto de estudio desde veintiocho entidades en 1987 hasta las ochenta y seis del 2013, que es además, el máximo histórico.

Por último figuran en el gráfico las cooperativas de crédito<sup>105</sup>, donde observamos que su número ha disminuido desde las ciento treinta y cinco cooperativas del principio de la serie hasta las sesenta y siete del año 2013.

Nuestro estudio se va a centrar solo en uno de los tres tipos de entidades que lo configuran, los bancos, dejando fuera del análisis tanto a las cajas de ahorros como a las cooperativas de crédito<sup>106</sup>.

La razón de eliminar del análisis a estas últimas, se debe a su reducido tamaño cuando lo medimos con respecto al total del mercado, como puede comprobarse en el gráfico 3.2 de cuotas de mercado de las entidades de crédito y sus grupos

---

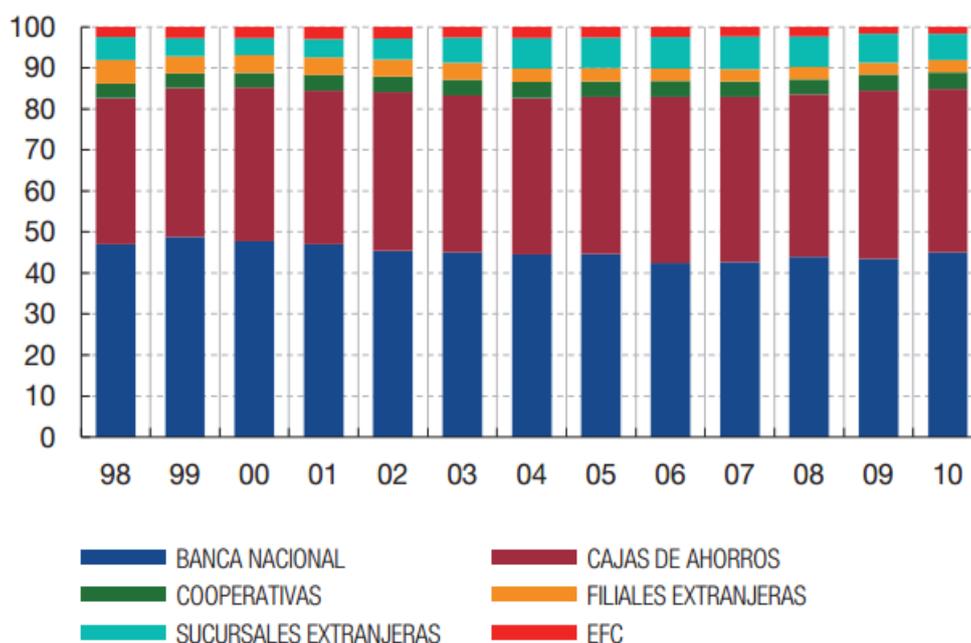
<sup>105</sup> Moral (2000) en “Los mercados Financieros” en su página 249 afirma “*Las cooperativas de crédito, nacen en el primer cuarto del siglo XX, y lo hacen ligadas al fomento de actividades empresariales, fundamentalmente al medio rural (cajas rurales), aunque también al urbano (cajas populares) y al profesional (cajas profesionales), solo que en menor medida*”.

<sup>106</sup> Las cooperativas de crédito en España están organizadas entorno a Unión Nacional de Cooperativas de Crédito U.N.A.C.C. y se clasifican en tres grandes grupos, las cajas rurales agrupadas en la Asociación Española de Cajas Rurales, las cajas populares vinculadas a actividades empresariales y las cajas profesionales vinculadas a colectivos o colegios profesionales, Palomo y Sanchís (2010).

consolidados publicado por el Banco de España en su Memoria de la Supervisión Bancaria en España del 2010<sup>107</sup>.

Gráfico 3.2

CUOTA DE MERCADO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS GRUPOS CONSOLIDADOS



Fuente: Memoria de la Supervisión Bancaria en España, Banco de España 2010.

Las cooperativas de crédito son además entidades heterogéneas en dimensión, tanto en sus principales magnitudes financieras<sup>108</sup> como en el número y extensión de la red de oficinas<sup>109</sup>.

<sup>107</sup> Memoria de la Supervisión Bancaria en España, Banco de España (2010), pagina 23.

<sup>108</sup> El Banco de España en la Memoria de Supervisión Bancaria que publica anualmente establece como datos de comparación entre las diferentes entidades de crédito el balance y el patrimonio gestionado. En ambas dos cantidades el porcentaje de las cooperativas de crédito sobre el total de las entidades de crédito nunca ha superado el 4%. En el gráfico 3.2 podemos observar la evolución de esta cuota de mercado desde el año 1998.

<sup>109</sup> Según el Anuario del año 2014 de A.N.A.C.C. las cooperativas de crédito en España han pasado de setenta y ocho a cuarenta y cuatro desde el 2010 al año 2014, su red de oficinas ha bajado de 5.051 a 3.381, siendo además la dispersión de la misma muy elevada. Existen cooperativas de crédito con una sola oficina como la Caja Rural Nuestra Señora del Rosario y otras con 354 como la Caja Rural de Castilla La Mancha.

Existen pocas investigaciones que analizan la concentración de las cooperativas de crédito en España. Destacamos la de Palomo y Sanchís (2010) que concluyen afirmando que *“las fusiones desarrolladas no han afectado a las diferencias entre los niveles de rentabilidad y de eficiencia de las cajas rurales en España. Al menos no las han afectado positivamente, ya que se aprecia una caída clara en las tasas de rentabilidad y en las tasas de eficiencia productiva (depósitos por oficina y empleado y activos por oficina y empleado”<sup>110</sup>”.*

Como hemos visto en el gráfico 3.1 las cajas de ahorros<sup>111</sup> en España prácticamente han desaparecido, quedando solo dos instituciones y muy pequeñas en el mercado, pero no es esta única razón por la cual excluimos a esta categoría de entidades de nuestro análisis. Los motivos por los cuales las excluimos son tres. En primer lugar con la implosión de la burbuja inmobiliaria en el año 2007 y la quiebra del banco americano Lehman Brothers en septiembre del 2008, da comienzo un periodo de transformación profundo de estas instituciones. Inicialmente se afrontó la reestructuración mediante lo que se denominó “fusiones frías” (S.I.P.)<sup>112</sup>, que surgen con el real Decreto-Ley 6/2010 de 9 de abril<sup>113</sup>, pero estas fracasaron y el Banco de España decidió la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (F.R.O.B.), como organismo estatal encargado de la reestructuración del sistema financiero español que estaba en problemas, fundamentalmente las cajas de ahorros.

A través del F.R.O.B. y del Fondo de Garantía de Depósitos, el sector de las cajas de ahorros ha recibido una inyección de dinero público muy relevante como puede

---

<sup>110</sup> Palomo y Sanchis (2010) en “Efectos de las fusiones sobre la concentración y la eficiencia bancaria: el caso de las Cajas Rurales y los retos de la crisis financiera”, páginas 313-314.

<sup>111</sup> Moral (2000) en “Los Mercados Financieros” en la página 242 afirma *“Las cajas de ahorros surgen en el siglo XIX para fomentar el ahorro, mediante la concesión de préstamos con garantía de prensa, de ahí su complementariedad con los montes de piedad, que tenían un carácter fundamentalmente social”.*

<sup>112</sup> Sistema Institucional de Protección.

<sup>113</sup> Este Real Decreto permitía superar las trabas políticas que las fusiones de cajas de ahorros de diferentes comunidades autónomas tenían, vía la creación de una sociedad holding que controlaba las acciones pero daba independencia en la gestión y así mantenía la identidad territorial de cada una de las cajas de ahorros integrantes.

comprobarse en la tabla 3.1, debido a sus necesidades de recapitalización y de liquidez y esto ha provocado una distorsión en todas sus ratios, lo que hace que no sea comparable una operación con otra (Garbó *et al.*, 2013) y por tanto para afrontar un análisis con un punto de partida como el expuesto, el método de trabajo debería ser el análisis por el método del caso.

Tabla 3.1

RECURSOS PÚBLICOS COMPROMETIDOS EN LAS ACTUACIONES DE REESTRUCTURACION POR ENTIDAD  
(en millones de euros)

Entidades	F.R.O.B.	F.G.D.	BANCO DE ESPAÑA	TOTAL
Caja de Ahorros del Mediterraneo	4.443	21.858	-	26.301
BFA/ Bankia	22.426	-	-	22.426
Banco de Valencia	13.019	-	6.000	19.019
Catalunya Bank	13.849	1.660	-	15.509
Nocacaixagalicia	10.795	1.484	-	12.279
Unnim	644	5.776	-	6.420
Caja de Ahorros de Castilla La Mancha	-	4.382	3.000	7.382
Cajasur	2.693	-	-	2.693
Banco Mare Nostrum	1.646	-	-	1.646
Banco CEISS	1.573	-	-	1.573
Banco Gallego	450	-	800	1.250
Banca Civica	977	-	-	977
Cajatres	408	-	-	408
Liberbank	125	-	-	125
Caja Rural Mota del Cuervo	-	-	-	-
Sareb	2.194	-	-	2.194
Otros conceptos no distribuibles	1.572	336	1	1.909
<b>TOTAL</b>	<b>76.814</b>	<b>35.496</b>	<b>9.801</b>	<b>122.111</b>

Fuente: Elaboración propia, con datos del Tribunal de Cuentas, Informe 1,190.

Del total de los recursos públicos comprometidos hasta la fecha, que como hemos visto ascienden a ciento veintidós mil millones de euros, el Tribunal de Cuentas en su informe número 1.190<sup>114</sup> indica que el coste del proceso de reestructuración alcanza los sesenta mil setecientos diez y ocho millones de euros hasta la fecha.

Sí tenemos en cuenta en nuestra investigación cuando la entidad absorbente es un banco y la absorbida una caja de ahorros, ya que el análisis lo realizamos sobre las ratios de la sociedad resultante.

<sup>114</sup> Tribunal de Cuentas (2016): “Informe de fiscalización del proceso de reestructuración bancaria, ejercicios 2009 a 2015”, número 1.190.

En segundo término las cajas de ahorros españolas son entidades de crédito privadas de carácter fundacional que carecen de derechos de propiedad enajenables. Esta carencia de accionistas a los que rendir cuentas, restringe también su crecimiento ya que solo pueden autofinanciarse al carecer del recurso de la ampliación de capital.

Su peculiar sistema de propiedad y decisión, que se basa en el porcentaje de votos que tienen en la asamblea los fundadores, los empleados o las corporaciones locales o autonómicas, hace que muchas de las decisiones se sitúen más dentro de la política que de la racionalidad económica y financiera.

Existen pocos estudios sobre eficiencia y gestión de las cajas de ahorros en España. Es de destacar el de Melle y Maroto (1999) que analizan la relación existente y positiva entre el peso y porcentaje de voto de representantes políticos en la asamblea general de las cajas de ahorros<sup>115</sup> y el crédito a la administración pública. Aun así y teniendo en cuenta las operaciones de fusión de las cajas de ahorros hasta finales de los años noventa del pasado siglo, las diferencias observables de las ratios financieras tras procesos de fusión no implican un pronunciamiento a favor o en contra de dichas operaciones (Martínez, 1998).

En tercer lugar, las cajas de ahorros están cambiando su modelo societario tras pasando su actividad financiera a un banco y su actividad asistencial o social a una fundación, lo que conlleva cambios relevantes en su contabilidad y hace más complicado su análisis<sup>116</sup>.

Por todo lo anterior se excluyen en nuestro análisis, las fusiones y adquisiciones donde la entidad absorbente sea una caja de ahorros.

---

<sup>115</sup> La asamblea general en una caja de ahorros podría asimilarse a la junta general de accionistas en los bancos.

<sup>116</sup> La Ley 26/2013 de cajas de ahorros y fundaciones bancarias y las circulares que la desarrollan, marcan un antes y un después en la gestión de las antiguas cajas de ahorros, al separar el negocio financiero del desempeño social, estableciendo un nuevo marco de supervisión y regulación.

Las fusiones y adquisiciones de entidades extranjeras que trabajan en España, tanto filiales como sucursales de bancos extranjeros, quedan también excluidas, cuando la entidad absorbente es una de ellas, por dos motivos principalmente. En primer lugar la cuota de mercado de la banca extranjera en España nunca ha sido relevante, como hemos visto en el gráfico 3.2, y como indica Fuentes (2015)<sup>117</sup> nunca ha superado el 10% y como segundo punto, los datos posteriores a la fusión o absorción son poco evidentes, al no poder separar claramente las actividades entre la matriz y la sucursal en España, quedando incluidas en el análisis, al igual que con las cajas de ahorros, cuando la entidad absorbente es un banco “nacional”.

El sistema financiero europeo desde la aprobación de Tratado de Roma en 1957 ha experimentado un proceso de desarrollo muy relevante, impulsado posteriormente por la aprobación de la Primera y Segunda Directiva Bancaria, en los años 1977 y 1989 respectivamente. En el caso español la fecha clave se establece con el ingreso de España en la Unión Europea en 1986<sup>118</sup>, esto provocó que entrara en vigor en España la Primera Directiva Bancaria, que suponía la eliminación de los obstáculos al libre establecimiento de oficinas bancarias en otros países y armonizando así las reglas de concesión de licencias bancarias (Maudos y Fernandez de Guevara, 2008). Al calor de estas nuevas regulaciones empieza la concentración del sistema financiero español con una gran fusión de dos de los integrantes del grupo de “los siete grandes”<sup>119</sup>, el Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya. Por ello el periodo analizado comprende el intervalo desde 1987 hasta el año 2013, un total de veintisiete años que recoge toda la modernización y transformación del sistema financiero español hasta prácticamente nuestros días.

---

<sup>117</sup> Fuentes, I. (2015): “Evolución de la actividad y de la estructura del mercado en España”. Boletín Económico de Banco de España, página 83.

<sup>118</sup> El 12 de junio de 1985 se firmó el Tratado de Adhesión a las Comunidades Europeas, con entrada en vigor el 1 de enero de 1986.

<sup>119</sup> En el año 1987 existía un grupo denominado “los siete grandes” que eran los grandes bancos de España. La relación la componían Banco Bilbao, Banco Vizcaya, Banco Central, Banco Hispanoamericano, Banco Popular, Banco Santander y Banco Español de Crédito. Los representantes al más alto nivel se reunían mensualmente analizando la marcha del sector.

Un aspecto conflictivo en las investigaciones sobre fusiones y adquisiciones es el de establecer cuando se produce una fusión o no, atendiendo al porcentaje de capital adquirido y al volumen de la operación para considerarlo relevante e incluirlo en el estudio. Como indica Sanfilippo (2004)<sup>120</sup> *“Para solventar este inconveniente, algunos trabajos analizan únicamente operaciones de adquisición completa (cien por cien del capital), otros consideran que es suficiente con poseer al menos un cincuenta por ciento y por el contrario, un último grupo de autores incluye todas las operaciones independientemente del porcentaje adquirido”*. En nuestro trabajo, como veremos en capítulos posteriores, en las treinta y dos operaciones que hemos considerado, la operación se realiza por el 100% del capital, no existiendo operaciones corporativas, donde la entidad adquirente es un banco que alcance menos de esta cantidad.

---

<sup>120</sup> Sanfilippo, S. (2004) en “Fusiones y Adquisiciones Bancarias: características e implicaciones de las operaciones realizadas por las entidades de crédito europeas”, páginas 167 y 168.

### III.4.- Características y composición de la muestra

La investigación a la que hace referencia este trabajo va a utilizar el método inductivo<sup>121</sup> como base de su metodología. En términos muy generales y como indica Gómez (2004)<sup>122</sup>, *“esta metodología consiste en establecer enunciados universales ciertos a partir de la experiencia, esto es, ascender lógicamente a través del conocimiento científico, desde la observación de los fenómenos o hechos de la realidad a la ley universal que los contiene. Las investigaciones científicas comenzaron con la observación de los hechos, de forma libre y carente de prejuicios, con posterioridad se formulan leyes universales sobre los hechos y por inducción se obtendría afirmaciones aún más generales que reciben el nombre de teorías”*.

Se critica el método inductivo<sup>123</sup> al ponerse en duda que este tipo de evidencia puede llegar a predecir acontecimientos futuros, es el llamado “problema de la inducción” y está muy desarrollado en la literatura académica (Pheby, 1988).

En el método inductivo resulta muy importante la muestra que se selecciona y se utiliza para las investigaciones. Una de las observaciones más comunes al mismo reside en que en muchas ocasiones se realizan generalizaciones partiendo de una muestra con escasa relevancia y como demuestra Chamberlain (1992), de la elección de la muestra se alcanza en gran medida los resultados finales y las conclusiones de la investigación. Para demostrarlo pone como ejemplo una de sus investigaciones sobre el análisis de fusiones y adquisiciones producidas en los Estados Unidos desde 1981 hasta 1987. El resultado de su estudio muestra ganancias positivas y significativas en estas operaciones corporativas. Una vez conseguido este resultado,

---

<sup>121</sup> El método inductivo se asocia a las investigaciones realizadas por Francis Bacon en el siglo XVII.

<sup>122</sup> Gómez, R. (2004) en “Evolución Científica y Metodología de la Economía: Escuelas de Pensamiento” página 28.

<sup>123</sup> Karl Popper en su libro “La Miseria del Historicismo” nos indica que las hipótesis deben de ser siempre previas a las observaciones; afirmando que todas las teorías “verdaderas” lo son tan solo provisionalmente al haber superado con éxito, hasta el momento, la falsación.

Chamberlain, eliminó todas las operaciones corporativas que se habían realizado en el estado de Texas. Con esta muestra diferente, vuelve a realizar el estudio y las conclusiones del informe cambian significativamente ya que las ganancias obtenidas en las operaciones de fusión ya no son significativas.

Es por ello, que en nuestra investigación, se toma un periodo de investigación muy amplio, ya que analiza todas las operaciones corporativas bancarias acontecidas desde 1987, año en el que comienza la reconversión del sistema bancario, con la operación de fusión entre el Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya que se produce el año siguiente, hasta el año 2013.

El ámbito geográfico lo limitamos a España, con el objetivo de dar un paso más en el conocimiento de esta materia al haber detectado una escasez de investigaciones que se circunscriben solo a nuestro país.

En el apartado anterior del presente capítulo, ya señalamos que nos centramos sólo en operaciones corporativas, donde la entidad compradora y resultante es un banco nacional, no contemplando en la investigación a las cajas de ahorros, a las cooperativas de crédito y a los bancos extranjeros, ya sean filiales o sucursales de los mismos, por los motivos y razones que ya quedaron expuestos en el mencionado apartado.

La información contable utilizada de cada uno de los bancos analizados proviene del Anuario Estadístico de la Banca en España de la A.E.B.<sup>124</sup> que publica anualmente. En él se recoge información en profundidad de todos los bancos que operan en el sistema financiero español desde 1974 hasta nuestros días, tanto de bancos nacionales como de sucursales de entidades de crédito extranjeras comunitarias y

---

<sup>124</sup> La Asociación Española de Banca conocida por sus siglas A.E.B. fue creada en 1977 y es una asociación profesional abierta a todos los bancos españoles y extranjeros que operan en España. Aunque la afiliación a la A.E.B. es voluntaria en la práctica todos los bancos con una actividad significativa en España son miembros de la asociación.

extracomunitarias. En los estados financieros se incluyen las cifras de cierre a treinta y uno de diciembre de cada año, tanto sus balances y cuentas consolidados, balances y cuentas individuales, información del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias, distribución del beneficio y agregados de los estados individuales.

También se incluye la creación de nuevos bancos, absorciones y bajas de bancos, datos agregados por grupos de bancos como empleados, accionistas, oficinas, cuentas de pasivo, cajeros automáticos, tarjetas de crédito y débito y ratios bancarios, así como la evolución histórica de entidades y oficinas.

Las cifras a emplear, son las cantidades correspondientes a los estados financieros individuales. No vamos utilizar los datos consolidados de los balances por dos motivos principalmente. En primer lugar por la menor información que los balances consolidados tienen en comparación con los balances individuales y en segundo término porque al incorporar en el balance consolidado las operaciones corporativas internacionales distorsionarían las ratios que empleamos para el análisis (Fuentes, 2003), tan relevantes en el caso de los bancos que en esta investigación estamos presentando.

Esta expansión internacional de la banca española<sup>125</sup>, realizada en su mayoría mediante adquisiciones de entidades que operan en el país de destino, merecería una investigación en profundidad, probablemente utilizando el método del caso, tanto en el balance individual de la entidad adquirida, como en el balance consolidado de la entidad bancaria española adquiriente<sup>126</sup>.

---

<sup>125</sup> “A finales de 1985, seis meses antes del ingreso de España en la Unión Europea, solamente un banco español se encontraba entre los 100 mayores del mundo. Veinte años más tarde, Santander se había convertido en el décimo banco del mundo y en el primero de la zona euro”. Guillen y Tschöegl (2007), página 77.

<sup>126</sup> El objetivo de esta investigación es analizar un caso concreto de la expansión de la banca española, las fusiones nacionales y su repercusión en la rentabilidad de la sociedad resultante, debido a la cantidad e importancia de estas operaciones corporativas y a la poca investigación con resultado concluyente sobre la misma.

Conviene destacar que aunque los datos que utilizamos para nuestro análisis son los datos de los balances individuales de la sociedad resultante, sería interesante investigar con los datos a nivel consolidado<sup>127</sup>, ya que cuando se adquiere un banco o entidad financiera y no se fusiona con el banco matriz<sup>128</sup>, se podrían valorar los efectos en la gestión tanto en el balance individual de la entidad adquirida y no fusionada como en el balance consolidados de la entidad adquiriente, analizando los efectos de los posibles cambios producidos por los movimientos en el equipo directivo y en la gestión en general por el hecho de pertenecer a un grupo más grande.

La Memoria de la Supervisión Bancaria en España que publica el Banco de España cada año, nos proporciona información acerca de las fusiones y adquisiciones realizadas entre entidades bancarias durante el periodo considerado. Esta publicación también da cuenta de la actuación del Banco de España en materia de supervisión y suministra una descripción detallada de la regulación del sistema financiero español.

Según Sanfilippo (2004)<sup>129</sup> *“Una fusión se define normalmente como una transacción donde la empresa se combina con otras, y en la cual las entidades iniciales pierden su identidad. Una adquisición es clasificada como una transacción donde una compañía adquiere una participación en otra empresa sin que se combinen los activos de ambas”*.

---

<sup>127</sup> Las cuentas consolidadas si bien tiene menos información que las individuales, si recogen los efectos fiscales de fondos de comercio, activos intangibles, entre otros temas, que si afectan a la rentabilidad del accionista.

<sup>128</sup> Como sucedió con la compra por el Banco Santander del Banco Español de Crédito (Banesto) es su nombre comercial, que no fue fusionado con la matriz hasta el año 2013.

<sup>129</sup> Sanfilippo (2004) “Fusiones y adquisiciones bancarias: características e implicaciones de las operaciones realizadas por las entidades de crédito europeas”, página 7.

Así nuestra muestra según se aprecia en la tabla 3.2<sup>130</sup> queda establecida en veintiséis bancos.

Tabla 3.2

BANCOS DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

Bancos
Banco Santander
BBVA
Banco Popular
Banco de Sabadell
Bankinter
Banco Pastor
Banca March
Banco Guipuzcoano
Barcalys España
Solbank
Banco Bilbao Vizcaya
Banco Central Hispano
Argentaria
Banco de Valencia
Banco Urquijo
Banco Exterior de España
Banco Hispano Americano
Banesto
Banco Vizcaya
Banco Bilbao
Banco Central
Banco Zaragozano
Deutsche Bank
Banco Atlantico
Banco Herrero
Banif

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España desde 1987 al 2013

El siguiente paso en nuestra investigación consiste en identificar las fusiones y adquisiciones ocurridas con los bancos del sistema financiero español de la tabla 3.3, entre los años 1987 y el 2013, que es el último año de nuestra investigación.

<sup>130</sup> Esta información la elaboramos con la Memoria de Supervisión Bancaria de España que publica todos los años el Servicio de Estudios del Banco de España y está en formato papel hasta el año 2000 y en formato electrónico en su página web [www.bde.es](http://www.bde.es) desde el año 2001.

Tabla 3.3

## FUSIONES Y ADQUISICIONES DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

Fecha	Comprado	Comprador / Entidad surgida	Denominación
<b>1988</b>			
28-ene	Banco Vizcaya Banco Bilbao	Banco Bilbao Vizcaya, BBV	BBV
01-nov	Mas Sardá	Banca Catalana	Banca Catalana
12-dic	Caja de Segorbe	Caja de Valencia	Caja de Valencia
<b>1989</b>			
13-abr	Indubán (entidad dominante) Banco de Comercio	Banco del Comercio	Banco del Comercio
22-abr	Banco Comercial Transatlántico	Deutsche Bank	Deutsche Bank España
17-jun	Caja de León Caja de Zamora Caja Popular de Valladolid Caja Provincial de Valladolid Caja de Palencia Caja Rural Comarcal de Carrión	Caja España	Caja España
28-oct	Banco de las Islas Canarias	Caixa de Pensions	Caixa de Pensions
01-nov	Caja Municipal de Bilbao Caja de Vizcaya	Caja Bilbao Bizkaia Kutxa BBK	BBK
28-nov	Caja de Sevilla Caja Provincial de Huelva	El Monte	El Monte
08-dic	Caja de Ceuta	Caja Madrid	Caja Madrid
22-dic	Banco de Expansión Industrial	Banco Exterior de España	Banco Directo
27-dic	Caja Provincial de Granada	Caja Granada	Caja Granada
<b>1990</b>			
13-mar	Caja Provincial de Valencia Caja Provincial de Alicante	Caja Provincial de Valencia y Alicante	Caja Provincial de Valencia y Alicante
01-may	Caja de Torrent	Caja de Ahorros del Mediterráneo	CAM
19-jun	Caja Provincial de Álava Caja Vitoria	Caja Vital	Caja Vital
20-jul	Cajas de Cáceres Caja de Plasencia	Caja de Extremadura	Caja Extremadura
26-jul	Caixa de Barcelona Caixa de Pensions	La Caixa	La Caixa
19-oct	Banco Comercial Español	Crédit Lyonnais España	Crédit Lyonnais
02-dic	Caja Guipúzcoa Caja Municipal de San Sebastián	Kutxa	Kutxa
<b>1991</b>			
15-mar	Caja de Cádiz Caja de Almería Caja de Antequera Caja de Ronda Caja de Málaga	Unicaja	Unicaja
10-may	Caja de Salamanca Caja de Soria	Caja Duero	Caja Duero
30-may	Banco Exterior de España Caja Postal de Ahorros Banco Hipotecario de España Banco de Crédito Local Banco de Crédito Agrícola Banco de Alicante Banco de Crédito Industrial Banco Directo	Argentaria	Argentaria
04-oct	Banco de la Exportación	Catalunya Caixa	Catalunya Caixa
01-nov	Caja de Castellón Caja de Valencia (Entidad dominante)	Bancaja	Bancaja
27-dic	Banco Central (Entidad Dominante) Banco Hispano Americano	Banco Central Hispanoamericano	BCH

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Tabla 3.3 (cont.)

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

<b>1992</b>			
23-mar	Caja Provincial de Alicante y Valencia	Caja de Ahorros del Mediterráneo	CAM
26-jun	Caja Provincial de Albacete Caja de Cuenca y Ciudad Real Caja Provincial de Toledo	Caja Castilla-La Mancha (CCM)	CCM
01-oct	Banco de Jerez	Banco Alcalá	Banco Alcalá
09-dic	Banco Urquijo	Banco de Progreso	Banco Urquijo
<b>1993</b>			
05-mar	Banco de Madrid	Deutsche Bank España	Deutsche Bank España
15-mar	Banco Gallego	Banco 21	Banco Gallego
27-may	Banco de Granada	Banco Alcalá	Banco Alcalá
31-may	Caja Sagunto	Bancaja	Bancaja
28-dic	Banesto	Banco de España	Banesto
<b>1994</b>			
24-mar	Banco Meridional Banco de Crédito Canario	Banco Bilbao Vizcaya, BBV	BBV
25-abr	Banesto	Banco Santander	Banesto
25-abr	Caja Provincial San Fernando de Sevilla Caja de Jerez	Caja San Fernando de Sevilla y Jerez	Caja San Fernando
29-abr	Banc Catalá de Credit (Entidad Dominante) Banco de Ibiza	Banco Sanpaolo	Banco Sanpaolo
01-jun	Banco de Granada Banco de Jerez	Banco Granada-Jerez	Banco Granada-Jerez
<b>1995</b>			
23-jul	Caja de Córdoba (Entidad Dominante) Caja Provincial de Córdoba	CajaSur	CajaSur
23-jun	Banco de Fomento	Hispamer	Hispamer
<b>1996</b>			
09-ago	SolBank (Nat West España) (Incluido el 91% del Banco de Asturias)	Banco Sabadell	Sabadell
10-ene	Banco Herrero	La Caixa	Banco Herrero
02-dic	Banco Granada-Jerez	La Caixa	La Caixa
<b>1997</b>			
19-sep	Banco Mercantil de Tarragona	Hispamer	Hispamer
27-oct	Banco Urquijo	KBC	Banco Urquijo
05-dic	Banco Sanpaolo	Caja de Ahorros del Mediterráneo	CAM
<b>1998</b>			
21-may	Abbey National Bank España	Caja de Ahorros del Mediterráneo	CAM
<b>1999</b>			
15-ene	Banco Central Hispanoamericano Banco Santander (entidad dominante)	Banco Santander Central Hispano	Santander
15-ene	Crédit Lyonnais España	Caja Duero	Caja Duero
15-ene	Banca Jover	Caja Madrid	Caja Madrid
01-ago	Sindicato de Banqueros de Barcelona	Bancaja	Bancaja
18-dic	Argentaria Banco Bilbao Vizcaya (Entidad dominante)	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	BBVA
<b>2000</b>			
03-ene	Caja de Pamplona	Caja de Navarra	Caja Navarra
12-ene	Banco de Alicante	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	BBVA
18-abr	Banca Catalana	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	BBVA
17-jul	Caixa Vigo (Entidad Dominante) Caixa Ourense Caixa de Pontevedra	Caixanova	Caixanova
11-sep	Banco del Comercio	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	BBVA
01-oct	SolBank	Banco Sabadell	Sabadell
<b>2001</b>			
19-ene	Banco Herrero	Banco Sabadell	Sabadell
13-jul	Caja Carlet	Bancaja	Bancaja

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Tabla 3.3 (cont.)

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

<b>2002</b>			
29-jun	Banco de Murcia	Banco de Valencia	Banco de Valencia
30-jun	Banco de Extremadura Banco Simeón Banco Luso Español	Caixa Geral de Depósitos	Caixa Geral de Depósitos
08-jul	Banco del Desarrollo Económico Español	Banco de Crédito Español	Banesto
22-oct	Activo Bank	Banco Sabadell	Sabadell
<b>2003</b>			
1-ene.	Hispamer	Banco Santander	Santander
1-jul.	Banco de Asturias	Banco Sabadell	Sabadell
22-dic	Banco Atlántico	Banco Sabadell	Sabadell
31-dic	Banco Zaragozano	Barclays Bank	Barclays
<b>2004</b>			
27-ene	Banco de Vitoria	Banco de Crédito Español	Banesto
07-sep	Banco Inversión	Banco Espíritu Santo	BES
<b>2005</b>			
Sin actividad			
<b>2006</b>			
24-may	Banco Urquijo	Banco Sabadell	Sabadell
<b>2007</b>			
21-mar	Exelbank	BNP Paribas	BNP Paribas
18-may	El Monte Caja San Fernando	Cajasol	Cajasol
<b>2008</b>			
09-dic	Banco Condal	Banco de Depósitos	Banco de Depósitos
25-sep	Banco de Crédito Balear Banco de Castilla Banco de Vasconia Banco de Galicia	Banco Popular Español	Popular
<b>2009</b>			
28-mar	CCM	FROB	
01-jun	Banco de Crédito Local	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	BBVA
26-jun	Banco de Andalucía	Banco Popular Español	Popular
14-ago	Caja de Jaén	Unicaja	Unicaja
<b>2010</b>			
05-ene	Caja Duero (Entidad dominante) Caja España	Caja España-Duero	Caja España-Duero
26-ene	Caja Guadalajara	Cajasol	Cajasol
17-may	Caixa Manlleu Caixa Terrasa Caixa Sabadell (Entidad dominante)	UNNIM	Unnim
20-may	Caixa Turis	Grupo Cooperativo Cajamar	Cajamar
21-may	Cajasur	FROB	
08-jun	Caja Murcia Caixa Penedés Caja Granada Sa Nostra	Banco Mare Nostrum	BMN
09-jun	Caja Navarra Caja Canarias Caja Burgos	Banca Cívica	Banca Cívica
21-jun	Caixa Girona	La Caixa	La Caixa
30-jun	CCM	Cajastur	Cajastur
16-jul	CajaSur	BBK	BBK
30-jul	Caixa Tarragona Caixa Manresa Caixa Catalunya (Entidad dominante)	Catalunya Caixa	Catalunya Caixa

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Tabla 3.3 (cont.)

## FUSIONES Y ADQUISICIONES DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

<b>2010 (continuación)</b>			
05-nov	Banco Guipuzcoano	Banco Sabadell	Sabadell
16-nov	Cajasol	Banca Cívica	Banca Cívica
29-nov	Caixa Galicia Caixanova	NovaCaixaGalicia	Novagalicia
03-dic	Caja Madrid Bancaja Caja Ávila Caja Segovia Caja Rioja Caja Laietana Caja Insular de Canarias	Banco Financiero y de Ahorros	BFA
22-dic	Caja Inmaculada Caja Círculo Caja Badajoz	Caja3	Caja3
<b>2011</b>			
23-may	Cajastur (Entidad dominante) Caja Extremadura Caja Cantabria	Liberbank (Effibank)	Liberbank
22-jul	Caja de Ahorros del Mediterráneo	FROB	
30-sep	Bankpyrne	Caixabank	La Caixa
23-sep	BBK Kutxa Caja Vital	Kutxabanc	Kutxabanc
30-sep	Catalunya Caixa Unnim NovaGalicia	FROB	
08-oct	Banco Pastor	Banco Popular Español	Popular
11-oct	Banco Alcalá	Crèdit Andorrà	Banco Alcalá
21-nov	Banco de Valencia	FROB	
<b>2012</b>			
23-feb	Banco Urquijo Banco Guipuzcoano	Banco Sabadell	Sabadell
16-mar	Caja España-Duero Unicaja	Unicaja Banco	Unicaja
26-mar	Banca Cívica	CaixaBank	La Caixa
09-may	Banco Financiero y de Ahorros	FROB	
29-may	Ibercaja Caja3	Ibercaja	Ibercaja
01-jun	Caja de Ahorros del Mediterráneo	Banco Sabadell	Sabadell
27-jul	Unnim	BBVA	BBVA
<b>2013</b>			
01-ene	Banesto Banif	Banco Santander	Santander
23-jul	Banco de Valencia	Caixa Bank	Caixa

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

La tabla 3.3 incluye todas las fusiones y adquisiciones de bancos y cajas de ahorros españolas desde 1987 hasta 2013, indicando en la misma tanto la fecha de la operación corporativa, el banco o caja de ahorros adquirida, el comprador y entidad surgida de la operación corporativa y la denominación final tras la misma.

Como ya hemos indicado, no hemos incluido en nuestro análisis las fusiones y adquisiciones cuya entidad resultante sea una caja de ahorros, sin embargo si hemos incluido en la investigación cuando la entidad adquirida es una caja de ahorros, una caja de ahorros transformada a banco o una entidad perteneciente al F.R.O.B. y la entidad adquiriente es un banco del sistema financiero español. Este caso se da por ejemplo en el año 2012 con la compra de Unnim Banc<sup>131</sup> por el BBVA.

Fruto de lo anterior, el número de fusiones y adquisiciones que contemplamos en nuestra investigación asciende a treinta y dos operaciones corporativas, como puede comprobarse en la tabla 3.4 desde el año 1987 al año 2013, siendo cuarenta y ocho las entidades adquiridas y veintisiete las entidades adquirientes.

La diferencia entre entidades adquirientes y entidades adquiridas de la tabla 3.4 es debido a que varias entidades participan en más de una operación de fusión y adquisición.

---

<sup>131</sup> Unnim Banc fue una entidad financiera catalana cuyo origen fue la fusión en la Caixa d'Estalvis Unió de Caixes de Manlleu, Sabadell i Terrasa de tres cajas catalanas Caixa Manlleu, Caixa Sabadell y Caixa Terrasa, nacionalizada posteriormente por el F.R.O.B. en el año 2011 y vendida al banco BBVA en el año 2012.

Tabla 3.4

FUSIONES Y ADQUISICIONES DE BANCOS ESPAÑOLES ANALIZADOS

Año	Entidades Adquirientes	Entidades Adquiridas	Fusiones
1988	1	2	1
1989	1	1	1
1990	0	0	0
1991	2	10	2
1992	1	1	1
1993	0	0	0
1994	2	3	2
1995	0	0	0
1996	1	1	1
1997	0	0	0
1998	0	0	0
1999	2	4	2
2000	2	4	4
2001	1	1	1
2002	2	2	2
2003	2	3	3
2004	1	1	1
2005	0	0	0
2006	1	1	1
2007	0	0	0
2008	1	4	1
2009	2	2	2
2010	1	1	1
2011	1	1	1
2012	2	4	4
2013	1	2	1
<b>Total</b>	<b>27</b>	<b>48</b>	<b>32</b>

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Una vez listadas todas las operaciones corporativas realizadas en el sistema financiero español en el periodo de referencia y antes de entrar en las especificaciones de nuestro modelo en el apartado siguiente, es relevante destacar que la hipótesis a contrastar de nuestra tesis lleva implícita que la generación de valor en la sociedad adquiriente, solo se produce si se incrementa en comparación con la rentabilidad de aquellas entidades que no participan en operaciones

corporativas. Y esto en el periodo de cuatro años posteriores al evento y que reunimos en el denominado “grupo de control” o grupo de entidades con estrategias de crecimiento orgánico.

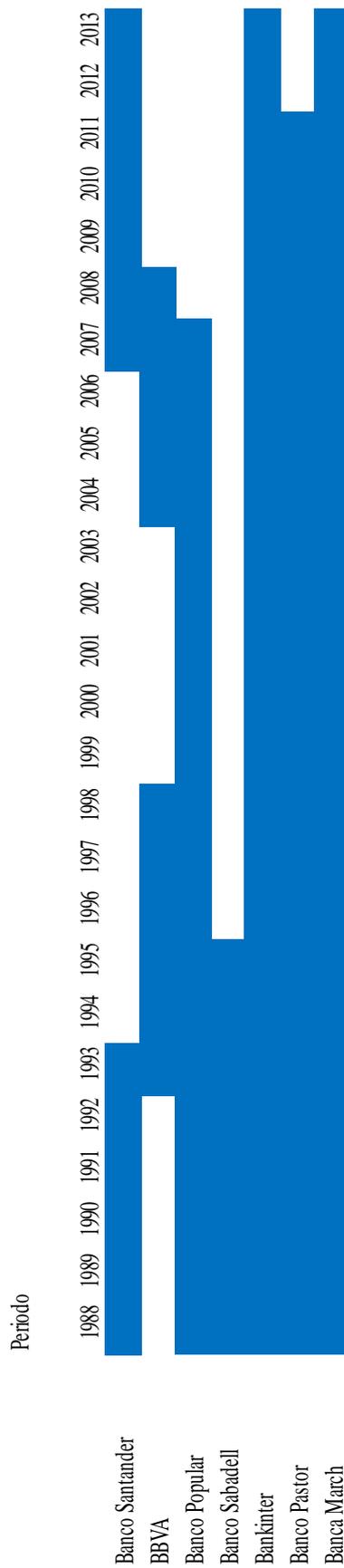
Las entidades que forman parte de grupo de control son aquellos bancos del sistema financiero español que no han participado en fusiones durante cuatro años seguidos. Son las que se incluyen en la tabla 3.5.

Como podemos observar sólo Bankinter y Banca March permanecen en el grupo de control durante todo el periodo de tiempo analizado. Banco Pastor en el año 2012 sale del grupo de control al ser adquirido por el Banco Popular. El Banco de Sabadell, sale del mismo en el año 1996 e inicia procesos de fusión sucesivos, sin dejar desde entonces periodos de más de cuatro años sin realizar operaciones corporativas. Banco Popular sale del grupo de control en el año 2008 y el Banco Santander y el BBVA entran y salen del grupo de control varias veces como puede comprobarse en la tabla 3.5.

Una vez analizadas las características y la composición de la muestra de las operaciones corporativas, el siguiente capítulo tratará las especificaciones del modelo econométrico a validar.

Tabla 3.5

GRUPO DE CONTROL



Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 al 2013.

### III.5.- Especificaciones del modelo

En este apartado, vamos a analizar las especificaciones del modelo y las variables seleccionadas que consideramos relevantes, con el objetivo de valorar las consecuencias de las fusiones y adquisiciones en la rentabilidad de la sociedad resultante, en comparación con estrategias de crecimiento orgánico.

En el modelo econométrico que vamos a utilizar, elegimos las variables de rentabilidad para medir los efectos de estas fusiones. Con este propósito se realizan dos análisis de rentabilidad. Uno utilizando la rentabilidad sobre fondos propios, en adelante R.O.E., y otro utilizando la rentabilidad sobre el activo R.O.A. Estas variables ya han sido utilizadas en otros trabajos como el de Sanfilippo (2004), aunque en su investigación calcula tanto la rentabilidad sobre el capital como la rentabilidad sobre el activo ajustándolas, ya que al tratar entidades financieras de países diferentes, debía ajustar sus ratios económicos a la fiscalidad y a los criterios contables, como el de amortización del fondo de comercio o activos intangibles de cada uno de los países. Por ello, para calcular el R.O.E. o el R.O.A. en vez de tomar el beneficio neto de la empresa, lo calcula utilizando el beneficio antes de impuestos, añadiendo provisiones y amortizaciones.

Por tanto, por un lado comparamos el R.O.E. generado por las entidades financieras que se van a fusionar antes de la operación, con el R.O.E. generado en los tres años siguientes en la entidad resultante. Y por otro comparamos el R.O.A. generado antes y después de la fusión, en los mismos términos que el anterior.

En nuestro modelo hemos introducido unas variables independientes y otras dummy temporales. Las variables que controlan las características de una entidad son el logaritmo neperiano del activo total, la ratio de capital, el logaritmo neperiano del número de empleados, la ratio de depósitos, la ratio de créditos, la ratio de

apalancamiento, la cuota de mercado de depósitos y préstamos y la ratio de eficiencia.

Las variables dummy temporales son F0 que tomará valor uno si la entidad ha realizado una operación corporativa de consolidación y cero en caso contrario, y F1, F2 y F3 que tomarán el valor uno, un año, dos años o tres años respectivamente, después de que la entidad haya realizado una operación y cero en caso contrario.

De esta manera quedaría el modelo de la siguiente forma definido para su análisis:

$$ROE_{it} = \mu_0 + \beta_1 ROE_{it-1} + \beta_2 LATM_{it} + \beta_3 K_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 C_{it} + \beta_7 RA_{it} + \beta_8 CP_{it} + \beta_9 CD_{it} + \beta_{10} RE_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} F0_{it} + \beta_{13} F1_{it} + \beta_{14} F2_{it} + \beta_{14} F3_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \mu_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 LATM_{it} + \beta_3 K_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 C_{it} + \beta_7 RA_{it} + \beta_8 CP_{it} + \beta_9 CD_{it} + \beta_{10} RE_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} F0_{it} + \beta_{13} F1_{it} + \beta_{14} F2_{it} + \beta_{14} F3_{it} + \varepsilon_{it}$$

Siendo:  $\mu_0$  el término inobservable

$\beta_i$  los coeficientes a estimar

$\varepsilon_{it}$  parámetro de error

Dónde: Activo > LATM > Logaritmo neperiano del activo total (LATM)

Capital > K > Fondos Propios / Activo Total

Empleados > E > Número de empleados

Depósitos > D > Depósitos / Activo total

Créditos > Créditos / Activo Total

Ratio de Apalancamiento > RA > Depósitos / Créditos

Cuota de Mercado en Préstamos > CP > Préstamos / Total préstamos Sistema Financiero

Cuota de Mercado en Depósitos > CD > Depósitos / Total Depósitos Sistema Financiero

Ratio de Eficiencia > RE > Gastos de Explotación/Beneficio después de impuestos

Producto Interior Bruto > P.I.B.

F0 it tomará el valor 1 si el banco ha realizado una operación de consolidación y 0 en caso contrario

F1 it tomará el valor 1 un año después de que el banco haya realizado una operación de consolidación y 0 en caso contrario

F2 it tomará el valor 1 dos años después de que el banco haya realizado una operación de consolidación y 0 en caso contrario

F3 it tomará el valor 1 tres años después de que el banco haya realizado una operación de consolidación y 0 en caso contrario

En primer lugar, tenemos la rentabilidad financiera sobre el capital, que es el beneficio después de impuestos dividido entre los fondos propios (R.O.E.). Además de esta rentabilidad utilizamos la rentabilidad sobre el activo total (R.O.A.), medido como el beneficio después de impuestos entre el activo total. Estas variables son utilizadas en trabajos como el de Hannan y Rhoades (1987) o Cyree, Wansley y Black (2000).

Las variables independientes seleccionadas, las hemos reunido en cinco grupos para su explicación. En primer lugar aquellas que reflejan el tamaño de la entidad, como son el activo total, el capital, los empleados, los depósitos y los créditos. En segundo término tenemos aquellas variables que tienen que ver con la gestión de la compañía, como son la ratio de apalancamiento y la ratio de eficiencia. En tercer lugar disponemos de las variables que referencian a la cuota de mercado tanto de

préstamos como de depósitos. Como cuarto grupo incluimos una variable país, como es la evolución del P.I.B. de España. Por último, las variables dummy temporales, necesarias en nuestro análisis para obtener los efectos temporales de las fusiones y adquisiciones.

Por lo que respecta al tamaño y características de la entidad, se incluyen el activo total, el capital, el número de empleados, los depósitos y los créditos. Estas variables han sido empleadas en multitud de trabajos de los que podemos destacar Stiroh y Strahan (2003), Rose (1999) o Berger y Humphrey (1993).

Para cada uno de los años estudiados, el tamaño de la entidad se mide como el logaritmo neperiano de su activo total (LATM). La utilización del logaritmo neperiano homogeniza y hace comparable esta variable y así ha sido utilizada en múltiples trabajos de fusiones y adquisiciones, tanto en una vertiente de análisis de rentabilidad como en la de reducción de costes (Hannan y Rhoades, 1987 y Akhavein, Berger y Humphrey, 1997). De igual forma utilizamos el logaritmo neperiano del número de empleados de los bancos.

El resto de variables de tamaño de la entidad que vamos a utilizar son las siguientes:

Capital “K” Fondos Propios / Activo Total

Depósitos “D” Depósitos / Activo total

Créditos “C” Créditos / Activo Total

Referente a ratios de gestión, hemos visto en el capítulo II que el tipo de negocio que desarrolle el banco en cuestión puede tener que ver con los resultados de las operaciones corporativas (Hanna y Rhoades, 1987 y Jackson y Gart, 1999) y por tanto hemos seleccionado para el análisis las siguientes ratios:

Ratio de Apalancamiento “RA” Depósitos / Créditos

Ratio de Eficiencia “RE” “Gastos de Explotación/Beneficio después de impuestos

Otro factor a tener en cuenta en el estudio sobre las fusiones bancarias por su relevancia son la cuota de mercado en préstamos así como la cuota de mercado en depósitos de las entidades seleccionadas y comprobar si ambas tienen resultados estadísticamente significativos:

La cuota de mercado en préstamos “CP” se calcula como el tanto por uno de los préstamos totales del sistema financiero de España que le corresponden a una entidad.

La cuota de mercado en depósitos “CD” se calcula como el tanto por uno de los depósitos totales del sistema financiero de España que le corresponden a una entidad.

Muchos estudios han empleado estas cuotas de mercado en sus análisis. Destacamos por su relevancia Hannan y Rhoades (1987) y Fuentes y Sastre (1999).

El cálculo de estas cuotas se realiza utilizando los datos que proporcionan las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 hasta el año 2013, publicadas anualmente por dicho organismo.

De todas las variables que pueden ser utilizadas para controlar la evolución del país seleccionamos el P.I.B.<sup>132</sup> generado por la economía española, como la ratio más representativa.

Por otro lado y sobre las variables dummy temporales, en nuestro estudio empírico las utilizamos ante el hecho de que una entidad haya participado en una fusión.  $F_{it}$

---

<sup>132</sup> El P.I.B. lo calcula y publica el Instituto Nacional de Estadística en su página web [www.ine.es](http://www.ine.es).

toma el valor 1 todos y cada uno de los años posteriores a que una entidad participe en un proceso de fusión y/o adquisición, y 0 en caso contrario.

Hay que tener en cuenta que si un banco realiza más de una operación corporativa en un mismo año, en nuestro análisis lo consideramos como una sola operación (Dickerson *et al.*, 1997).

Por tanto, para controlar el año en que la operación se realiza hemos introducido cuatro variables dummy temporales:

F0 it tomará el valor de 1 si el banco ha realizado una operación de consolidación y 0 en caso contrario.

F1 it tomará el valor 1 un año después de que el banco haya realizado una operación de consolidación y 0 en caso contrario.

F2 it tomará el valor 1 dos años después de que el banco haya realizado una operación de consolidación y 0 en caso contrario.

F3 it tomará el valor 1 tres años después de que el banco haya realizado una operación de consolidación y 0 en caso contrario.

### III.6.- Metodología empleada en el análisis

Nuestra investigación tiene como objetivo la realización de un análisis a posteriori de las consecuencias que las operaciones corporativas de fusión o adquisición tienen para los bancos analizados. En este sentido planteamos la siguiente hipótesis:

“Las fusiones bancarias no generan rentabilidad positiva en la sociedad resultante, en comparación con las estrategias de crecimiento orgánico”.

Para el contraste de la hipótesis anterior, se ha planteado un modelo propio de medición de valor para la sociedad resultante de la operación corporativa, que se basa en estimar usando el Método Generalizado de los Momentos G.M.M.<sup>133</sup> de datos de panel dinámico desarrollado por Arellano y Bond (1991).

Esta metodología de datos de panel ha sido empleada ampliamente en trabajos de investigación sobre fusiones y adquisiciones, como el de Focarelli y Pozzolo (2001), Dickerson *et al.*, (1997) y Sanfilippo (2004), entre otros, y es utilizado en aquellos trabajos de investigación donde se dispone de “N” observaciones (en nuestro caso bancos a analizar) a lo largo de múltiples observaciones temporales, como es el caso. Este modelo de datos de panel se refiere por tanto, a datos que combinan una doble dimensión, una temporal y otra transversal.

Según Arellano (2003)<sup>134</sup> las ventajas de datos de panel dinámico residen en que elimina la heterogeneidad inobservable individual y aunque el número de individuos sea elevado permite en un periodo muestral fijo, obtener estimaciones consistentes.

Un modelo de datos de panel se puede formular en términos genéricos como:

---

<sup>133</sup> G.M.M. Generalized Method of Moments.

<sup>134</sup> Arellano, M. (2003) en “*Panel data Econometrics*”.

$$\gamma_{it} = \eta_i + \beta x_{it} + v_{it}$$

$i = 1, 2, \dots, n$   
 $t = 1, 2, \dots, T$   
 $\gamma_{it}$  variable endógena dependiente  
 $x_{it}$  variables explicativas  
 $\beta_i$  coeficientes a estimar  
 $\eta_i$  término inobservable  
 $v_{it}$  término de perturbación

La especificación de un modelo econométrico de datos de panel dinámico desarrollado por Arellano y Bond (1991) quedaría reflejada con la siguiente expresión:

$$\gamma_{it} = \sum_{j=1}^q \delta_j \gamma_{i(t-j)} + \beta x_{it} + \eta_i + v_{it}$$

$\sum$  de  $j=1$  hasta  $q$   
 $i = 1, 2, \dots, n$   
 $t = q+1, \dots, T_j$   
 $\gamma_{it}$  variable endógena dependiente  
 $x_{it}$  variables explicativas  
 $\beta_i$  coeficientes a estimar  
 $\eta_i$  término inobservable  
 $v_{it}$  término de perturbación

La ecuación que planteamos en este trabajo, se representa de la siguiente forma:

$$\gamma_{it} = \mu_1 \gamma_{it-1} + \beta x_{it} + \eta_i + v_{it}$$

$i = 1, 2, \dots, n$   
 $t = 1, 2, \dots, T$   
 $\gamma_{it}$  variable endógena dependiente  
 $x_{it}$  variables explicativas  
 $\beta_i$  coeficientes a estimar  
 $\eta_i$  término inobservable  
 $v_{it}$  término de perturbación

Este modelo econométrico se clasificaría como dinámico, ya que una de las variables explicativas es el retardo de la variable dependiente.

En la estimación del modelo, el efecto individual  $\eta_i$  está correlacionado con los regresores, sería por tanto un modelo dinámico de efectos fijos. En este caso, la estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios del modelo daría lugar a estimaciones inconsistentes. Por ello, para eliminar el efecto individual, tomamos la ecuación en primeras diferencias.

$$\Delta\gamma_{it} = \mu_1 \Delta\gamma_{it-1} + \Delta x_{it} + \Delta v_{it}$$

$i = 1, 2, \dots, n$   
 $t = 1, 2, \dots, T$   
 $\gamma_{it}$  variable endógena dependiente  
 $x_{it}$  variables explicativas  
 $\eta_i$  término inobservable  
 $v_{it}$  término de perturbación

En este modelo M.C.O. y con una exogeneidad de los regresores  $x$  (no correlación con el término de error en ningún periodo), tenemos  $\Delta\gamma_{it-1}$ . Para resolver el problema de correlación con el término de error, y al disponer de un panel de datos y utilizar el método de Arellano y Bond (1991) que estima esta ecuación con el método G.M.M., usando como instrumentos para  $\Delta\gamma_{it-1}$  todos los retardos disponibles de  $\gamma$  hasta el segundo retardo, que estarán correlacionados con  $\Delta\gamma_{it-1}$  pero no con  $\Delta v_{it}$ .

Con este modelo y nuestra definición de variables de rentabilidad de R.O.E. y R.O.A. siguiente, procederemos a estimar los resultados

$$ROE_{it} = \mu_0 + \beta_1 ROE_{it-1} + \beta_2 LATM_{it} + \beta_3 K_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 C_{it} + \beta_7 RA_{it} + \beta_8 CP_{it} + \beta_9 CD_{it} + \beta_{10} RE_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} F0_{it} + \beta_{13} F1_{it} + \beta_{14} F2_{it} + \beta_{14} F3_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \mu_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 LATM_{it} + \beta_3 K_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 C_{it} + \beta_7 RA_{it} + \beta_8 CP_{it} + \beta_9 CD_{it} + \beta_{10} RE_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} F0_{it} + \beta_{13} F1_{it} + \beta_{14} F2_{it} + \beta_{14} F3_{it} + \varepsilon_{it}$$

## **III.7.- Resultados obtenidos**

A continuación y de acuerdo con el objetivo propuesto de examinar los efectos de las fusiones y adquisiciones bancarias españolas, vamos a analizar los resultados obtenidos en la contrastación de nuestra hipótesis, valorando en primer lugar los estadísticos descriptivos y como segundo punto veremos el resultado de la estimación.

### **III.7.1.- Estadísticos descriptivos**

Una vez planteada la hipótesis a demostrar y establecido el modelo econométrico, con el objetivo de examinar los resultados de las fusiones y adquisiciones de bancos españoles en el periodo considerado, vamos a analizar los estadísticos descriptivos fundamentales.

Los resultados obtenidos de los estadísticos descriptivos los observamos en la tabla 3.6, donde su primera columna refleja el resultado de todas las entidades financieras españolas que estamos considerando y hemos recogido en la tabla 3.2 del presente capítulo.

En la segunda columna de la tabla 3.6 realizamos el análisis para aquellas entidades que han participado alguna vez en un proceso de fusión o adquisición, en algún momento del periodo muestral ( $n^{135} = 104$ ) que va desde 1987 hasta el año 2013.

En la tercera columna reflejamos los resultados de los estadísticos descriptivos de las entidades que no han participado en procesos de fusión en el mismo periodo muestral ( $n = 76$ ).

---

<sup>135</sup> Siendo “n” el número de observaciones de nuestra muestra.

Tabla 3.6

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS  
Periodo 1987-2013

	Todas las entidades n=180		Entidades que participan en fusiones n= 104		Entidades que no participan en fusiones n= 76	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica
R.O.E.	0,12	0,07	0,131	0,073	0,11	0,065
R.O.A.	0,008	0,005	0,008	0,005	0,007	0,005
A.T.M.	76.415	116.107	120.004	135.940	15.108	16.216
Capital	0,076	0,03	0,076	0,022	0,075	0,037
Empleados	9.632	9.010	14.641	8.701	2.410	1.075
Depósitos	0,521	0,118	0,588	0,097	0,566	0,12
Créditos	0,551	0,167	0,512	0,142	0,612	0,168
Ratio Apalancamiento	1,098	0,267	1,053	0,218	1,154	0,313
Cuota Préstamos	0,02	0,022	0,032	0,024	0,006	0,005
Cuota Depósitos	0,023	0,024	0,036	0,025	0,006	0,004
Ratio de Eficiencia	0,526	0,119	0,488	0,11	0,561	0,123

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Los resultados obtenidos de los estadísticos descriptivos de nuestro modelo muestran que las medias de rentabilidad, tanto R.O.E. como de R.O.A., son algo superiores en aquellas entidades que han participado en operaciones corporativas, sobre aquellas entidades que no han participado en procesos corporativos.

El R.O.E. medio de todas las entidades participantes en el análisis, alcanzó una media de un 12%, siendo su desviación típica el 0.07. Si analizamos las entidades que han participado en procesos de concentración, presentan una media que se sitúa en el 13.1% y su desviación típica en el 0.073; sin embargo el R.O.E. de las entidades del grupo de control, que no han participado en procesos de fusión alcanza el 11%, siendo su desviación típica 0.065.

Cuando hablamos del R.O.A., nos encontramos una situación parecida. El R.O.A. medio es el 0.8% y su desviación típica 0.005. En cuanto a las entidades que participan en procesos de fusión, su R.O.A. medio es del 0.8%, en cambio el R.O.A. medio del grupo de control es un 0.7%, ligeramente inferior.

Para el resto de variables contempladas, capital, depósitos, créditos, ratio de apalancamiento y ratio de eficiencia, no se observan diferencias relevantes entre las entidades bancarias que participan en fusiones y las entidades que no participan.

El sistema financiero español entra en una gran crisis en el año 2007 que ha trastocado su estructura y composición y que al finalizar el periodo de tiempo que tomamos como referencia en nuestro modelo, diciembre 2013, no había terminado. Por ello hemos realizado un análisis adicional de estadísticos descriptivos de todas nuestras variables, pero restringiendo el estudio desde 1987 hasta el 2007 con el objetivo de observar si hay diferencias significativas en este periodo de tiempo con respecto al periodo completo de nuestro análisis que abarca desde 1987 hasta el 2013.

El resultado lo podemos visualizar en la tabla 3.7. El primer dato a destacar comparando esta con la tabla anterior es que cuando nos referimos a las ratios de rentabilidad como son el R.O.E. y el R.O.A. observamos que estos son superiores en el periodo pre-crisis R.O.E. 13% y R.O.A. 0.9% versus 12% y 0.8% respectivamente.

Si comparamos las variables de tamaño como son los Activos Totales Medios (A.T.M.), número de empleados, cuota de préstamos y cuota de depósitos, observamos cómo suben las medias de todas ellas debido al proceso de concentración ocurrido después del 2007.

Tabla 3.7

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS  
Periodo 1987-2007 (periodo pre-crisis)

	Todas las entidades n=140		Entidades que participan en fusiones n= 80		Entidades que no participan en fusiones n= 60	
	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica	Media	Desv. Típica
R.O.E.	0,13	0,07	0,155	0,05	0,11	0,06
R.O.A.	0,009	0,005	0,011	0,004	0,007	0,006
A.T.M.	48.227	73.571	74.459	87.478	10.125	10.025
Capital	0,077	0,033	0,077	0,023	0,081	0,04
Empleados	8.871	8.921	13.888	8.988	2.300	1.001
Depósitos	0,499	0,11	0,488	0,098	0,519	0,128
Créditos	0,522	0,154	0,481	0,124	0,578	0,169
Ratio Apalancamiento	1058	0,27	1,006	0,21	1,123	0,328
Cuota Préstamos	0,018	0,03	0,026	0,021	0,006	0,004
Cuota Depósitos	0,02	0,021	0,03	0,022	0,006	0,003
Ratio de Eficiencia	0,544	0,117	0,521	0,107	0,587	0,127

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Por tanto estas diferencias que observamos en las medias de las variables entre el periodo pre-crisis y el periodo completo, tanto en las relativas a rentabilidad como en los estadísticos descriptivos de tamaño y resto de variables (capital, depósitos, créditos, ratio de apalancamiento y ratio de eficiencia) existen, pero no son relevantes.

Si nos centramos en analizar los resultados de la tabla 3.7 sin compararla con la anterior, podemos observar que se obtienen las mismas conclusiones que tras el análisis de los estadísticos descriptivos reflejados en la tabla 3.6, tanto en lo que respecta a las entidades que participan en procesos de fusión como en las que no participan en los mismos.

Los resultados de la tabla 3.7 indican que el R.O.E. medio de todas las entidades participantes en el análisis alcanzó de media un 13%, siendo su desviación típica el 0.07. Los datos de las entidades que han participado en procesos de concentración arrojan una media que se sitúa en el 15.5% y su desviación típica en el 0.05. Sin embargo el R.O.E. de las entidades del grupo de control, que no han participado en

procesos de fusión alcanza el 11%, siendo su desviación típica 0.065. Cuando hablamos del R.O.A., nos encontramos una situación parecida. El R.O.A. medio es el 0.9% y su desviación típica 0.005. Las entidades que participan en procesos de fusión presentan un R.O.A. medio del 1.1%, en cambio el R.O.A. medio del grupo de control es un 0.7%, ligeramente inferior. En definitiva, es ligeramente superior tanto la media como la desviación típica del R.O.E. como el R.O.A. en aquellas entidades que han participado en procesos de fusión, sobre aquellas entidades que no han participado en procesos corporativos.

La tabla 3.8 muestra las correlaciones muestrales de las variables implicadas en el análisis, estando numeradas del 1 al 16 y son las siguientes:

1. R.O.E.
2. R.O.A.
3. Log (Activo total)
4. Capital / Activo total
5. Log (Empleados)
6. Depósitos / Activo total
7. Créditos / Activo total
8. Ratio de apalancamiento
9. Cuota de mercado en préstamos
10. Cuota mercado depósitos
11. Ratio de eficiencia
12. P.I.B. Español
13. F0 indicador de fusión en periodo corriente
14. F1 indicador de fusión en periodo d-1
15. F2 indicador de fusión en periodo d-2
16. F3 indicador de fusión en periodo d-3

Tabla 3.8

CORRELACIONES ENTRE LAS VARIABLES INDEPENDIENTES

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1	1,00															
2	0,75	1,00														
3	-0,01	-0,21	1,00													
4	-0,16	0,39	-0,33	1,00												
5	0,17	0,03	0,85	-0,20	1,00											
6	-0,11	-0,06	-0,39	0,04	-0,45	1,00										
7	-0,13	-0,26	-0,03	-0,21	-0,29	0,65	1,00									
8	-0,05	-0,21	0,32	-0,26	-0,05	-0,25	0,65	1,00								
9	-0,02	0,11	0,88	-0,07	0,85	-0,44	-0,20	0,15	1,00							
10	-0,05	-0,12	0,86	-0,05	0,86	-0,43	-0,26	0,06	0,97	1,00						
11	-0,26	-0,37	-0,30	-0,09	-0,28	0,40	-0,04	-0,08	-0,22	-0,23	1,00					
12	-0,21	-0,43	0,65	-0,30	0,20	0,19	0,66	0,59	0,35	0,36	-0,14	1,00				
13	0,06	-0,03	0,25	-0,03	0,29	-0,09	-0,01	0,04	0,25	0,22	-0,02	0,10	1,00			
14	-0,19	-0,14	0,28	0,03	0,29	-0,07	0,03	0,06	0,27	0,24	0,01	0,12	0,24	1,00		
15	-0,12	-0,08	0,26	-0,03	0,29	-0,07	0,06	0,11	0,25	0,21	-0,07	0,14	0,05	0,24	1,00	
16	-0,15	-0,15	0,28	-0,07	0,25	-0,12	0,04	0,15	0,24	0,22	-0,02	0,15	0,08	0,03	0,24	1,00

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Las correlaciones que podemos observar en la tabla 3.8 son relativamente pequeñas, a excepción de aquellas relacionadas con el tamaño de los bancos, como el activo total (correlación activo total con empleados 0.85, con cuota de préstamos 0.88 y con cuota de depósitos 0.86) el número de empleados y las cuotas de mercado de préstamos y depósitos. La correlación más alta de la tabla 3.8 se da entre la cuota de mercado en préstamos y la cuota de mercado en depósitos (0.97). Esta correlación casi perfecta podría dar lugar a estimaciones poco precisas en el resultado del análisis de nuestro modelo econométrico que veremos en el apartado siguiente del presente capítulo. Por ello vamos a eliminar del análisis la cuota de mercado en depósitos, de tal manera que el modelo queda de la siguiente manera para su análisis:

$$ROE_{it} = \mu_0 + \beta_1 ROE_{it-1} + \beta_2 LATM_{it} + \beta_3 K_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 C_{it} + \beta_7 RA_{it} + \beta_8 CP_{it} + \beta_{10} RE_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} FO_{it} + \beta_{13} F1_{it} + \beta_{14} F2_{it} + \beta_{14} F3_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \mu_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 LATM_{it} + \beta_3 K_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 C_{it} + \beta_7 RA_{it} + \beta_8 CP_{it} + \beta_{10} RE_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} FO_{it} + \beta_{13} F1_{it} + \beta_{14} F2_{it} + \beta_{14} F3_{it} + \varepsilon_{it}$$

Completamos el estudio de los estadísticos descriptivos con un análisis de la descomposición de la varianza en la tabla 3.9. Nuestro objetivo es valorar la dispersión de la variable con respecto a la media de la distribución, sabiendo que cuanto mayor es la varianza más dispersos están los datos con respecto a la media. Con esta finalidad descomponemos la varianza en dos, siendo el “componente entre”, la variabilidad atribuible a las diferencias entre bancos y el “componente dentro”, la variabilidad atribuible a diferencias para un mismo banco a lo largo del tiempo.

En la tabla 3.9 se muestran los resultados alcanzados y podemos observar que en la mayoría de las variables, el “componente dentro” es el que representa mayor porcentaje de variabilidad total. En el caso del R.O.E. llega al 74.40; en el caso del R.O.A al 81.55; en la ratio de apalancamiento al 83.22 y en la ratio de eficiencia al 75.86.

El “componente entre” es superior en las variables relativas al tamaño como son el número de empleados (87.95), la cuota de mercado en préstamos (72.02) y la cuota de mercado en depósitos (77.06). En estos tres casos la heterogeneidad entre entidades explica un porcentaje mayor de la variabilidad.

Tabla 3.9

DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIANZA

		Componente "entre"	Componente "dentro"
1.	R.O.E.	25,60	74,40
2.	R.O.A.	18,45	81,55
3.	Activo Total	45,03	54,97
4.	Capital	39,02	60,98
5.	Empleados	87,95	12,05
6.	Depósitos	53,60	46,40
7.	Créditos	31,20	68,80
8.	Ratio de apalancamiento	16,78	83,22
9.	Cuota de mercado en préstamos	72,02	27,98
10.	Cuota mercado depósitos	77,06	22,94
11.	Ratio de eficiencia	24,14	75,86

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

El analizar los efectos de las fusiones bancarias nos lleva a no dividir la muestra de todos los bancos entre los que han participado en procesos de fusión y los que no, debido a que el periodo de investigación sería muy amplio, veintisiete años, y los efectos de una operación corporativa si bien pueden tardar en producirse, un plazo de veintisiete años sería elevado. Por ello dividimos la muestra en dos grupos tratamiento y control. El primero de ellos, está formado por las observaciones correspondientes a los bancos que han estado inmersos en procesos corporativos en el año corriente y en los tres años siguientes. El grupo de control lo forman las entidades que no han participado en procesos de fusión en esos mismos años.

El establecimiento de cuatro años como referencia para valorar los efectos de las fusiones y adquisiciones, ha sido ya utilizado en diversas investigaciones como la Sanfilippo (2004). Existen otros trabajos que analizan los resultados en hasta diez años (Bernad *et al.*, 2009). No obstante es necesario reconocer que cuanto más amplio sea el momento en que evaluamos el resultado de una operación corporativa, más aventurado será atribuir el efecto en la rentabilidad exclusivamente a la fusión.

Con esta muestra así dividida, se aprecia en la tabla 3.10 un contraste de diferencia de medias para las variables de rentabilidad definidas anteriormente de R.O.E. y R.O.A. en los dos grupos muestrales.

Tabla 3.10

CONTRASTE DE DIFERENCIA DE MEDIAS

	Media		Desviación Típica		p-valor
	Tratamiento	Control	Tratamiento	Control	
R.O.E.	0,101	0,130	0,081	0,065	0,024
R.O.A.	0,0064	0,0089	0,0051	0,0049	0,030

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Los resultados de las estimaciones se recogen en la tabla 3.10 de contraste de diferencia de medias, donde se aprecia que para un nivel de significación del 5%

existe una diferencia en los rendimientos medios entre el grupo de control y el grupo de tratamiento, siendo el rendimiento en el grupo de control superior al grupo de tratamiento.

La media de R.O.E. en el grupo de tratamiento es del 10.1% contra el 13% del grupo de control. Si analizamos el R.O.A, observamos que en el grupo de control también que el R.O.A. medio es superior pasando del 0.89% al 0.64%.

Si valoramos la dispersión entre las entidades que forman parte del grupo de tratamiento, se aprecia que su desviación típica es mayor que en el grupo de entidades de control, tanto si lo analizamos para el R.O.E. (0.081 versus 0.065) como en el R.O.A. (0.0051 versus 0.0049).

### **III.7.2.- Resultados de la estimación**

En esta sección vamos a contrastar la hipótesis propuesta. Recordemos, “Las fusiones bancarias no generan rentabilidad positiva en la sociedad resultante, en comparación con las estrategias de crecimiento orgánico”.

Las variables necesarias para el análisis ya han sido presentadas anteriormente y recordemos son las siguientes, R.O.E., R.O.A., Activo, Capital, Empleados, Depósitos, Créditos, Apalancamiento, Cuota de Mercado en Préstamos, Ratio de Eficiencia, el P.I.B. y Variables Temporales.

En la tabla 3.11 mostramos los resultados de nuestro análisis.

Tabla 3.11

## RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN

	ROE	ROA
R.O.E. <sub>-1</sub>	0,33 (0,070) *** [0,000]	
R.O.A. <sub>-1</sub>		0,339 (0,053) *** [0,000]
log A.T.M.	-.0,132 (0,029)*** [0,000]	-.0,007 (0,001)*** [0,000]
Capital/ ATM	-.0,858 (0,278)*** [0,004]	0,012 (0,014) [0,317]
log Empleados	0,059 (0,029)* [0,055]	0,003 (0,001)** [0,029]
Depósitos / A.T.M.	-.0,005 (0,090) [0,901]	0,029 (0,007)*** [0,001]
Créditos / A.T.M.	-.0,003 (0,110) [0,971]	-.0,010 (0,007) [0,110]
Ratio apalancamiento	0,015 (0,039) [0,711]	0,006 (0,002)*** [0,001]
Cuota de mercado préstamos	1,399 (0,832)* [0,08]	0,071 (0,032)** [0,016]
Ratio de eficiencia	-.0,111 (0,049)** [0,032]	-.0,007 (0,004)** [0,035]
P.I.B.	0,150 (0,046)*** [0,001]	0,007 (0,003)*** [0,003]
F0t	0,012 (0,009) [0,261]	0,0001 (0,001) [0,759]
F1t	-.0,055 (0,027)** [0,040]	-.0,004 (0,002)* [0,06]
F2t	-.0,031 (0,011)** [0,038]	-.0,003 (0,001) [0,324]
F3t	-.0,039 (0,036) [0,183]	-.0,002 (0,002) [0,264]
Número observaciones	166	166
Autocorrelación (orden 1) residuos (p-valor)	0,041	0,091
Autocorrelación (orden 2) residuos (p-valor)	0,17	0,49
Test Sargan	0,53	0,988

Error estándar entre paréntesis; p-valor entre corchetes

\*, \*\*, \*\*\* significativo al 10, 5 y 1% respectivamente

Fuente: Elaboración propia, con datos de las Memorias de Supervisión Bancaria del Banco de España de los años 1987 a 2013.

Como podemos observar los resultados para el R.O.E. permiten comprobar un empeoramiento de la rentabilidad diferida en el tiempo desde el punto de vista de la sociedad resultante de la operación corporativa. Así lo confirma el hecho de que las variables F1 y F2 sean negativas y significativas al 95%. El signo negativo nos indica que, a igualdad de otros factores, haber participado en un proceso de fusión o adquisición está asociado a una reducción de la rentabilidad en el periodo siguiente de 5,5 puntos porcentuales y de 3,1 puntos porcentuales dos años después de la misma.

Sin embargo cuando valoramos el tercer año, si bien nos encontramos una reducción del R.O.E. de 3,9 puntos porcentuales, esta no es significativa y por tanto no podríamos confirmar nuestra hipótesis de partida.

Partiendo de la hipótesis de que las ganancias o pérdidas de rentabilidad que se producen tras la operación de fusión tardan más de un año en producirse (Rose, 1992), podemos observar que en F0 el incremento de rentabilidad es marginal (1.2%) pero no significativo.

Por tanto se confirmaría la hipótesis, para la sociedad resultante de la fusión, que la rentabilidad tendría un signo negativo y relevante en los dos años siguientes a la realización de la operación corporativa.

Los resultados para el R.O.A. solo muestran resultados significativos y al 90% en la evolución del mismo en el primer año. Bajaría en 0.4 puntos porcentuales, si la entidad ha participado en algún proceso de fusión el año inmediatamente anterior. En el periodo segundo y tercero posterior a la operación corporativa, si bien baja la rentabilidad sobre el activo total en las entidades que han estado involucradas en procesos de fusión o adquisición, estas cifras no son relevantes.

Con respecto al periodo en el que se realiza la fusión o adquisición, observamos que el resultado en términos de rentabilidad prácticamente no varía y además no es sobresaliente.

En ambas medidas, la rentabilidad del periodo anterior es un factor relevante para explicar la rentabilidad del periodo corriente, como así reflejan las cifras de la tabla 3.10, con niveles de significación al 99%, tanto en R.O.E. como en R.O.A.

En la parte inferior de la tabla 3.11 podemos observar la validez de los instrumentos, analizando el p-valor de los contrastes de auto correlación. El p-valor obtenido muestra evidencia de auto correlación de orden 1 al 5% de significación en el R.O.E. y al 10% en el R.O.A. En cambio no existe auto correlación de orden 2 en ninguno de los dos casos. Por tanto se asegura la consistencia de las estimaciones obtenidas.

En la última parte de la tabla 3.11, mostramos el p-valor del contraste de Sargan de restricciones de sobre identificación. Los valores obtenidos que muestra confirman la validez de los instrumentos utilizados.

En definitiva y a modo de conclusión de este capítulo, los resultados del contraste de la hipótesis planteada en el análisis de las fusiones y adquisiciones entre entidades bancarias en el sistema financiero español ponen de manifiesto, la rentabilidad de la sociedad resultante de la operación corporativa disminuye, medida en términos de R.O.E., en los dos años posteriores a la misma como consecuencia de esta integración, lo que demostraría la hipótesis de partida.

# CONCLUSIONES

## CONCLUSIONES:

Como se ha analizado a lo largo de esta tesis, existe un gran número de investigaciones sobre fusiones y adquisiciones en el sector bancario que muestran un efecto positivo en los bancos resultantes de la operación corporativa (Halpen, 1993; Berger y Humphrey, 1991; Rhoades, 1998; Humphrey y Vale, 2004; entre otros), y también se registran muchas investigaciones que no obtienen evidencias significativas de dicha mejora (Díaz, Sanfilippo y López, 2008; Vander Venet, 1996; Amel *et al.*, 2004; entre otros). Otros trabajos valoran la falta de consenso de las investigaciones achacando las diferencias, a la especificidad de las muestras utilizadas, peculiaridades de cada mercado, y tiempo de análisis entre otras razones (Bernad, Fuentelsaz y Gómez, 2009).

Encontramos varias explicaciones para estos diferentes resultados. Según Beccalli y Frantz (2009), la ausencia de mejores prácticas y directrices para la planificación y la ejecución de adquisiciones cada vez de mayor volumen y complejas (DeLong y

DeYoung, 2007), la necesidad de tiempo, hasta cinco años, para medir las mejoras en el eficiencia (Focarelli y Panetta, 2003), las dificultades de la integración de las instituciones ampliamente diferentes (Altunbas e Ibáñez, 2004; Vander Venet, 2002), el aumento de los costes asociados a los cambios en los perfiles de riesgo después de la fusión y las estrategias empresariales (Demsetz y Strahan, 1997; Hughes *et al.*, 1999).

El sistema financiero español en los años analizados, ha sufrido una fuerte concentración en línea con lo ocurrido tanto en la Unión Europea como en los Estados Unidos, concentración acelerada por la crisis económica del año 2007 que llevó incluso a la práctica desaparición de uno de los actores principales en el sistema financiero como eran las cajas de ahorros.

Esta concentración bancaria, no ha reducido la competencia si atendemos a lo que nos indica el Índice Herfindahl-Hirschman, que si bien ha subido en el año 2013 hasta los setecientos treinta y nueve puntos, se mantiene holgadamente por debajo de los mil quinientos, lo que indica que es un mercado poco concentrado. Son Bikkler, Spierdijk y Finnie (2007) quienes concluyen tras analizar las concentraciones bancarias en setenta y seis países que no afectan a la competencia.

Mediante la realización de la presente tesis doctoral, hemos pretendido analizar en profundidad las fusiones y adquisiciones acontecidas en los bancos del sistema financiero español desde 1987 hasta el 2013 y los efectos de las mismas en la rentabilidad de la sociedad resultante de la operación corporativa.

Como hemos señalado en el capítulo II los factores explicativos que impulsan estos procesos de fusiones podemos agruparlos en los siguientes: en primer lugar la desregulación, entendiendo esta como la eliminación de las restricciones por parte de las autoridades para realizar operaciones corporativas, no como la eliminación de la regulación en si (Berger *et al.*, 1999). La Primera y la Segunda Directiva de

Coordinación Bancaria y los propios tratados de la Unión Europea, vienen a corroborar lo anterior.

En segundo término el incremento de la presión competitiva, que va forzando la consolidación del sector.

Como tercer punto, no se producirían estos procesos si no existiera un acceso a los mercados financieros en condiciones favorables para los participantes como indican Kaplan y Zingales (1997) ya que estos requieren una movilización muy grande de dinero.

En cuarto lugar y especialmente relevante en esta última crisis financiera, la necesidad de recapitalizar bancos por parte de las autoridades financieras de los países ha sido determinante en este gran desarrollo de las fusiones en España.

Finalmente y como quinto aspecto podemos reflejar cómo el progreso tecnológico influye como factor explicativo en las fusiones de los bancos. Por un lado observamos cómo al cliente se le contacta cada vez desde más canales. En épocas anteriores sólo eran las oficinas bancarias, en la actualidad internet, la banca telefónica, y los servicios bancarios a través del móvil, entre otros accesos a la clientela muy relevantes. Son además canales de relación con los clientes, más baratos que el coste de las propias oficinas, lo que hace que si un banco no invierte en el desarrollo de estos canales, puede quedarse fuera de la competencia en precios. Por otro lado la tecnología está llevando a un abaratamiento en progresión geométrica de los costes de procesamiento y almacenaje de la información, lo que supone que los bancos que invierten en esta información tendrán una ventaja competitiva clara sobre el resto. Por tanto el avance tecnológico impulsa la concentración bancaria sobre todo en aquellos bancos que no tienen capacidad para invertir en la misma.

La desintermediación financiera, la innovación en productos y servicios, y la entrada de nuevos competidores son, entre otros, factores que Group of Ten (2001) marcan también como explicativos del incremento de fusiones y adquisiciones.

Tras los factores explicativos, hemos llevado a cabo un análisis de las diferentes vías metodológicas que han sido utilizadas en la literatura académica para realizar estas investigaciones sobre fusiones y adquisiciones. Se han podido clasificar grandes grupos, suponiendo diferentes acercamientos para analizar la rentabilidad de las operaciones. Estos son los estudios de evento, los estudios con datos contables, los estudios por el método del caso y los estudios mediante encuestas a ejecutivos.

Cada uno de estos estudios tiene sus propias características básicas.

Los estudios de evento analizan los retornos anormales para el accionista en un periodo alrededor del anuncio de la transacción de fusión o adquisición. La concepción de retorno anormal ya sea positivo o negativo, se mide por lo que el inversor obtiene en el periodo de tiempo considerado por encima o por debajo de un valor de referencia. Este valor de referencia puede ser el que se obtiene por el modelo de C.A.P.M.. José Manuel Campa e Ignacio Hernando (2005) utilizan este acercamiento en sus investigaciones.

Su fortaleza radica en que analiza la reacción del mercado al anuncio de la fusión en un periodo determinado. Los datos que introduce en el modelo son indiscutibles, ya que es la cotización de la acción en ese momento indicado y es pública y fácilmente accesible, y se entiende que el mercado, en la cotización de una acción, lo que valora es el valor presente de los futuros flujos de caja de la compañía y además estos flujos futuros los proporcionan analistas externos e independientes a las propias compañías en sus análisis de recomendación de compra o venta que realizan de las mismas (Pilloff y Santomero, 1996).

Su debilidad radica, por un lado, en que varían los resultados dependiendo de la fecha seleccionada de la cotización de la acción que se considere (Bruner, 2001) y por otro la asunción de que cuando el mercado valora bien los flujos de caja, y con ello de un valor correcto a la acción de la compañía, no es consistente por dos motivos principales. En primer lugar ni el mercado ni los analistas disponen de la información completa para conseguir una valoración correcta de la compañía y por otra parte aunque tuvieran esta información no disponen de tiempo para valorarla, (Pilloff y Santomero, 1996).

Respecto de los estudios con datos contables, se refieren a los resultados financieros en los estados contables de las compañías, antes y después del evento de fusión o adquisición, y los comparan con un grupo de control que no se ha fusionado o que no ha sido adquirido. Ignacio Fuentes (2003) utiliza en su estudio esta metodología.

La fortaleza de este tipo de trabajos radica en que se valoran datos contables, que deben ser reales y auditados, por tanto se presupone su veracidad.

Su debilidad aparece, por ejemplo, cuando se trata de fusiones internacionales, en que las normas contables pueden hacer valorar datos no comparables ya que los criterios contables no son iguales entre países. Otra de sus debilidades consiste en que los datos contables reflejan muy bien la historia de la compañía, pero no lo que está sucediendo, ni los intangibles de la misma.

En cuanto a los estudios por el método del caso, se basan en investigar en profundidad un caso o casos concretos, utilizando el método inductivo de investigación. Stephen Rhoades (1998) investiga utilizando este método.

Su fortaleza reside en la profundidad de las investigaciones y si bien no se pueden generalizar sus resultados, su análisis permite obtener nuevos patrones de comportamiento, utilizando las técnicas de los otros dos métodos anteriores.

Finalmente las encuestas a ejecutivos, valoran los resultados de las fusiones y adquisiciones encuestando a los altos ejecutivos que participan en las mismas, mediante un cuestionario estandarizado. Bruner (2001) valora las operaciones de fusión o adquisición desde esta perspectiva.

Su fortaleza reside en que pueden dar información profesional y cercana a la realidad, ya que en la encuesta o entrevista que se efectúa a los altos ejecutivos de las empresas, se puede preguntar sobre factores tanto cualitativos como cuantitativos, que afectan, han afectado o afectarán a la empresa, muy difíciles de inducir con el análisis de los datos financieros y contables que facilitan las empresas.

Su debilidad es doble. Por un lado el porcentaje de respuesta que se suele dar a este tipo de encuestas es pequeño. Resultados positivos medios entre el 2% y el 10% son considerados aceptables (Bruner, 2001). Por otra parte, el punto de vista del resto de los intervinientes o afectados, como son los accionistas, los empleados, los proveedores o la sociedad, no tienen por qué coincidir con el de los directivos. Problemas como los de agencia son generalizados en las fusiones y adquisiciones y pueden restar credibilidad a este tipo de investigaciones.

Si valoramos las motivaciones para realizar una operación corporativa, podríamos agrupar estas en dos. En primer lugar aquellas operaciones que buscan como objetivo alcanzar un determinado rendimiento económico, entendido este como reducción de costes, mejora de la rentabilidad del accionista, mejora de la eficiencia, de la posición competitiva o de la cuota de mercado, entre otras (Seth, 1990). Como segundo punto aquellas operaciones corporativas que buscan el beneficio personal de aquellos directivos que las impulsan (Cuervo, 1999).

El primer grupo que busca la creación de valor (Bruner, 2001), se puede explorar de diferentes maneras. Una consiste en la búsqueda de diversificación, tanto geográfica, como de producto y según el compendio de Bruner (2001) de ciento veintiocho

trabajos, las fusiones motivadas por esta razón destrazan valor. Otra forma es la posible aparición de sinergias; estas son una motivación de las más esgrimidas para realizar una fusión o adquisición. Cuando se valoran estas operaciones en estudios de eventos (Campa y Hernando, 2004) se la da mucha importancia por parte del mercado y se demuestra que una alta expectativa de sinergias en una operación corporativa, está relacionada con un incremento de cotización de la acción en el día del anuncio de la transacción.

En tercer término aparecen las empresas que buscan incrementar su poder de mercado. Estas según Bruner (2001), no pagan al accionista un retorno superior que las empresas comparables que no están inmersas en procesos de concentración.

En cuarto lugar la mejora de la gestión, en el sector financiero. Esta ha sido una de las motivaciones principales esgrimidas. La banca ha sufrido en los últimos años una transformación sin precedentes tanto desde el punto de vista normativo, como desde el punto de vista tecnológico, y desde el punto de vista de la competencia. Y una de las maneras de afrontar esta situación ha sido participar en una operación corporativa que te permita reenfocar tu negocio tradicional y reestructurar tu organización (Group of Ten, 2001).

El segundo grupo de motivaciones para realizar una operación corporativa son las de carácter no económico y son aquellas que buscan el beneficio personal de aquellos directivos que las impulsan (Mueller, 1969). Es el fenómeno del conflicto de agencia. El conflicto de agencia tiene su origen en la separación entre propiedad y control, entre accionistas y directivos, en la relación entre ambos, ya que es posible que los directivos no siempre actúen anteponiendo los intereses de los segundos a su propio interés (Jensen y Meckling, 1976).

Uno de los aspectos más relevantes dentro del conflicto de agencia son las compensaciones económicas de los directivos, ya que muchas veces están ligadas al

crecimiento de la organización. Por ello pueden estar incentivados a promover operaciones corporativas, que no provocarán los efectos económicos deseados por los accionistas, pero si favorecen a los directivos y sus remuneraciones (Cuervo, 1999).

El proceso de consolidación de sistema financiero español, al igual que en los Estados Unidos y en la Unión Europea, ha sido muy relevante en las últimas décadas, como se señala en el capítulo I, produciéndose una reducción considerable de los participantes en el mercado. Las investigaciones que estudian el caso de España, son menos abundantes que las americanas y europeas y por lo general concluyen que por un lado la competencia bancaria se ha reducido (Fuentes y Sastre, 1998) o que no hay muestras evidentes de mejora en las ratios de rentabilidad (Fuentes, 2003).

Cabe la pregunta sobre la razón por la cual la consolidación del sistema financiero internacional ha sido y continúa siendo tan importante, si no se han logrado demostrar las ganancias de la misma. Son varias las explicaciones que podemos ofrecer sobre este fenómeno. Pilloff y Santomero (1986)<sup>136</sup> exponen que la naturaleza de los datos contables tomados en un corto periodo de tiempo, de uno a tres años, no reflejan los beneficios de las operaciones de fusión o adquisición afirmando también que en el caso de estudios de eventos, el periodo de tiempo elegido debería de variar en cada operación, o incluso que los investigadores excluyen datos relevantes en sus investigaciones para así poder tener una base de datos limpia.

También se podría concluir que los ejecutivos tienen una visión poco real de sus capacidades y talento (Roll, 1986)<sup>137</sup>, que les lleva a creer que ellos son capaces de obtener beneficio de las compras de otra institución. Sin embargo, en la realidad, ellos no son más capaces que otros (Pilloff y Santomero, 1996).

---

<sup>136</sup> Pilloff y Santomero (1983) en “*The Value Effects of Bank Mergers and Acquisition*”.

<sup>137</sup> Roll,R. (1986) en “*The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*”.

En definitiva, nuestro estudio se ha basado en datos contables y se circunscribe al ámbito español y dentro de todas las operaciones corporativas del sistema financiero, sólo a las que la sociedad resultante es un banco. Con este punto de partida planteamos nuestra hipótesis.

La oportunidad de este trabajo se debe igualmente a que dada la importancia y el volumen de fusiones y adquisiciones bancarias que se han dado en España desde 1987, y las que se están produciendo en la actualidad tras la crisis y posterior quiebra del banco americano de Lehman Brothers, el panorama competitivo en el sistema financiero español ha cambiado. Esta tesis viene a cubrir una laguna de la investigación actual sobre los efectos de las fusiones bancarias, ya que el resultado de las mismas, no se ha estudiado en profundidad desde el punto de vista del efecto en la rentabilidad de la sociedad resultante, en comparación con otras estrategias de crecimiento orgánico, de un número notable de fusiones y en un largo periodo de tiempo (1987-2013). Este estudio es muy relevante ya que como mencionan entre otros Jemison y Sitkin (1986) y Buono y Bowditch (1989), la materialización de los beneficios potenciales derivados de fusiones y adquisiciones, que se establecen como objetivo y justificación de estas operaciones corporativas, no se encuentra exenta de dificultades y es probable que estas operaciones multipliquen la complejidad de una organización resultante de dicha operación corporativa y generen problemas de agencia.

Nuestra investigación ha intentado dar un paso más en el conocimiento, analizando en profundidad las fusiones y adquisiciones de bancos en España en el periodo 1987 a 2013 y así incluir todos los procesos de fusión desde la del Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya, hasta la actualidad.

Es importante destacar como cautela en esta investigación algo que es común en todos los procesos de análisis de fusiones y adquisiciones. Se trata de la imposibilidad de reproducir el escenario alternativo a la fusión, lo que nos limita la generalización de las conclusiones.

Otra debilidad radica en el uso de los datos contables como predictivos del futuro de una compañía, ya que los mismos reflejan exactamente el pasado de la misma, pero ni sus intangibles actuales ni futuros.

Hemos analizado treinta y dos procesos de fusión, donde han participado veintisiete entidades siendo adquirientes y cuarenta y ocho entidades siendo adquiridas, utilizando datos contables de los balances individuales de la sociedad resultante de la fusión.

El contraste de nuestra hipótesis de generación de valor en la sociedad resultante solo se produce si se incrementa la rentabilidad en comparación con la de aquellas entidades que no participan en operaciones corporativas, en el periodo de cuatro años posteriores al evento corporativo y que agrupamos en el denominado “grupo de control” o grupo de entidades con estrategias de crecimiento orgánico.

Las entidades que forman parte de grupo de control son aquellos bancos del sistema financiero español que no han participado en fusiones durante cuatro años seguidos.

Dentro del modelo econométrico empleado hemos elegido el R.O.E. y el R.O.A. como las variables de rentabilidad para medir los efectos de las fusiones y adquisiciones, comparando ambas variables en los tres años siguientes a la fusión en la sociedad resultante con las mismas variables y su evolución en el grupo de control.

La metodología utilizada para el contraste de la hipótesis es un modelo propio de medición de la rentabilidad en la sociedad resultante de la operación corporativa que se basa en estimar usando el Método Generalizado de los Momentos (G.M.M.<sup>138</sup>) de datos de panel dinámico desarrollado por Arellano y Bond (1991).

---

<sup>138</sup> G.M.M. *Generalized Method of Moments*.

Esta metodología de datos de panel, ha sido utilizada ampliamente en trabajos de investigación sobre fusiones y adquisiciones como el de Focarelli y Pozzolo (2001), Dickerson *et al.*, (1997), Sanfilippo (2004), entre otros. Y es utilizado en aquellos trabajos de investigación donde disponemos de “N” observaciones (en nuestro caso bancos a analizar) a lo largo de múltiples observaciones temporales, como es el caso. Este modelo de datos de panel se refiere, por tanto, a datos que combinan una doble dimensión, una temporal y otra transversal.

La ecuación sujeta a análisis ha sido la siguiente:

$$ROE_{it} = \mu_0 + \beta_1 ROE_{it-1} + \beta_2 LATM_{it} + \beta_3 K_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 C_{it} + \beta_7 RA_{it} + \beta_8 CP_{it} + \beta_9 CD_{it} + \beta_{10} RE_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} F0_{it} + \beta_{13} F1_{it} + \beta_{14} F2_{it} + \beta_{14} F3_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \mu_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 LATM_{it} + \beta_3 K_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 C_{it} + \beta_7 RA_{it} + \beta_8 CP_{it} + \beta_9 CD_{it} + \beta_{10} RE_{it} + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} F0_{it} + \beta_{13} F1_{it} + \beta_{14} F2_{it} + \beta_{14} F3_{it} + \varepsilon_{it}$$

Los resultados obtenidos del análisis del R.O.E y R.O.A. reflejan que son algo superiores en aquellas entidades que han participado en operaciones corporativas, sobre aquellas entidades que no han participado en procesos corporativos.

El R.O.E. medio de todas las entidades participantes en el análisis alcanzó de media un 12%, siendo su desviación típica el 0.07. Las entidades que han participado en procesos de concentración presentan una media que se sitúa en el 13.1% y su desviación típica en el 0.073. Sin embargo el R.O.E. de las entidades del grupo de control, que no han participado en procesos de fusión alcanza el 11%, siendo su desviación típica 0.065.

Cuando hablamos del R.O.A., nos encontramos una situación parecida. El R.O.A. medio es el 0.8% y su desviación típica 0.005. Las entidades que participan en

procesos de fusión, su R.O.A. medio es del 0.8%, en cambio el R.O.A. medio del grupo de control es un 0.7%, ligeramente inferior.

La hipótesis sobre la que trabajamos nos hace dividir la muestra entre los bancos que participan en procesos corporativos en el año corriente y los tres años siguientes (grupo tratamiento) y el grupo de control, los que no han participado en los mismos, así y con un nivel de significación del 5% sí que existe una diferencia en los rendimientos medios entre el grupo de control y el grupo de tratamiento, siendo el rendimiento en el grupo de control superior al grupo de tratamiento.

La media de R.O.E. en el grupo de tratamiento es del 10.1% contra el 13% del grupo de control. Si analizamos el R.O.A., observamos que en el grupo de control también que el R.O.A. medio es superior pasando del 0.89% al 0.64%.

Si valoramos la dispersión entre las entidades que forman parte del grupo de tratamiento, observamos que su desviación típica es mayor que en el grupo de entidades de control, tanto si lo analizamos para el R.O.E. (0.081 versus 0.065) como en el R.O.A. (0.0051 versus 0.0049).

Por último, el contraste de nuestra hipótesis con nuestro modelo econométrico, nos ofrece que para el R.O.E. los resultados permiten observar un empeoramiento de la rentabilidad diferida en el tiempo desde el punto de vista de la sociedad resultante de la operación corporativa. Así lo confirma el hecho de que las variables F1 y F2 sean negativas y significativas al 95%. El signo negativo nos indica que, a igualdad de otros factores, haber participado en un proceso de fusión o adquisición está asociado a una reducción de la rentabilidad en el periodo siguiente de 5,5 puntos porcentuales y de 3,1 puntos porcentuales dos años después de la misma.

Sin embargo cuando analizamos el año tercero, si bien nos encontramos una reducción del R.O.E. de 3,9 puntos porcentuales, esta no es significativa y por tanto no podríamos confirmar nuestra hipótesis de partida.

Partiendo de la hipótesis de que las ganancias o pérdidas de rentabilidad que se producen tras la operación de fusión tardan más de un año en producirse (Rose, 1992), podemos observar que en F0 el incremento de rentabilidad es marginal (1.2%) pero no significativo. Por tanto se confirmaría la hipótesis para la sociedad resultante de la fusión de que la rentabilidad medida sobre el capital de la sociedad resultante tendría un signo negativo y significativo en los dos años siguientes a la realización de la operación corporativa.

Esta investigación deja abiertas varias vías para seguir trabajando en el mundo de las fusiones y adquisiciones bancarias en España. Una de las líneas que se abren es la de la investigación sobre el tipo de operación corporativa. Los indicadores que hemos utilizado en nuestro estudio, ofrecen información sobre el grado de participación de las entidades en operaciones corporativas, sin embargo, no recogen información sobre el tipo de operación, si es fusión en una nueva entidad o absorción.

La segunda vía de investigación destacable consistirá en tener en cuenta en los trabajos el tamaño de la operación corporativa, ya que pueden existir diferencias de rentabilidad o en otras medidas de gestión de las entidades, dependiendo si el volumen de la operación es muy grande, como por ejemplo la fusión entre el Banco Bilbao Vizcaya y Argentaria producida en 1999 o es una operación más pequeña, como por ejemplo la absorción de la filial Solbank por parte del Banco Sabadell en el año 2000.

En tercer lugar se nos abre la posibilidad de investigar sobre la intensidad de la operación corporativa, es decir sobre el número de operaciones en que una entidad está participando. Por ejemplo, en el año 2.000, la entidad BBVA absorbe en enero a

Banco de Alicante, en abril a Banca Catalana y en septiembre a Banco de Comercio. El Banco Sabadell, ese mismo año, absorbe a una de sus filiales, Solbank. Lo que nos hace pensar que la intensidad de estas operaciones no es la misma y que sería bueno en futuros análisis tener en cuenta estos factores.

Como cuarta idea sería interesante introducir en el análisis el momento del año en que se produce la operación corporativa, ya que toda operación corporativa requiere un tiempo para completarse y por tanto no es lo mismo que el Banco Sabadell que adquiere el Banco Guipuzcoano a finales del año 2000, o que el Banco Santander absorba a su filial Hispamer en enero del 2003. Los efectos en la rentabilidad, cuando consideramos años naturales, no deben de ser lo mismo si la operación se hace a principios del año que si se hace a finales. Sería, como en el caso anterior, muy conveniente analizar este efecto también.

Un quinto posible proyecto interesante consistiría en valorar el tiempo necesario para evaluar el éxito o fracaso de un proceso de fusión. En nuestra investigación lo hemos establecido en cuatro años como lo realizan Fuentes y Sastre (1998) del Banco de España en sus análisis.

Finalmente un sexto planteamiento apunta en la idea de completar esta investigación efectuando un análisis con los datos de los balances a nivel consolidado, en vez de a nivel individual, completando el análisis de fusiones y adquisiciones del sistema financiero español y su expansión internacional.

# ANEXOS

## Listado de Gráficos

Gráfico 1.1	Fusiones y adquisiciones bancarias desde 1985 al 2013	Página 13
Gráfico 1.2	Distribución por países de las fusiones y adquisiciones financieras en la Unión Europea (1998-2013)	Página 23
Gráfico 1.3	Número de entidades financieras en España	Página 34
Gráfico 1.4	Número de entidades financieras en España por estructura jurídica	Página 35
Gráfico 1.5	Cuotas de mercado de las entidades de crédito y sus grupos consolidados	Página 37
Gráfico 1.6	Número de bancos y cajas de ahorros en España	Página 38
Gráfico 1.7	Reestructuración de las cajas de ahorros españolas	Página 40
Gráfico 1.8	Número de oficinas del sistema financiero español por cada 1000 habitantes	Página 43
Gráfico 1.9	Número de oficinas bancarias año 2010	Página 44
Gráfico 1.10	Índice Herfindahl-Hirshman	Página 47
Gráfico 3.1	Número de entidades del sistema financiero español	Página 99
Gráfico 3.2	Cuota de Mercado de las entidades de crédito y sus grupos consolidados	Página 102

## Listado de Tablas

Tabla 1.1	Adquisiciones de “supervivencia” en el sector bancario mundial	Página 16
Tabla 1.2	Entidades financieras rescatadas en otoño del 2008 en el sector bancario mundial	Página 17
Tabla 1.3	Número de fusiones y adquisiciones realizadas por entidades de crédito de la Unión Europea	Página 20
Tabla 1.4	Número de fusiones y adquisiciones realizadas por entidades de crédito en cada país	Página 21
Tabla 1.5	P.I.B. del año 2007	Página 22
Tabla 1.6	Número de oficinas del sistema financiero español	Página 42
Tabla 3.1	Recursos públicos comprometidos en las actuaciones de reestructuración por entidad	Página 104
Tabla 3.2	Bancos del sistema financiero español	Página 112
Tabla 3.3	Fusiones y adquisiciones de bancos y cajas de ahorros españolas	Páginas 113, 114, 115, 116
Tabla 3.4	Fusiones y adquisiciones de bancos españoles analizados	Página 118
Tabla 3.5	Grupo de control	Página 120
Tabla 3.6	Estadísticos descriptivos periodo 1987 – 2013	Página 131
Tabla 3.7	Estadísticos descriptivos periodo 1987 – 2007 (periodo pre-crisis)	Página 133
Tabla 3.8	Correlaciones entre las variables independientes	Página 135
Tabla 3.9	Descomposición de la varianza	Página 136
Tabla 3.10	Contraste de diferencia de medias	Página 137
Tabla 3.11	Resultado de la estimación	Página 139

# BIBLIOGRAFÍA

## BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A. y Jaffe, J. (2000): “The Post-Merger Performance Puzzle”. Cary Cooper and Alan Gregory, Stamford Press.
- Akhavein, J.; Berger, A. y Humphrey, D. (1997): “The effects of Bank Megamergers on efficiency and prices: Evidence from the profit function”. *Review of Industrial Organization*, 12, 95-139.
- Akhigbe, A.; Madura, J. y Whyte, A.M. (2004): “Partial anticipation and the gain to bank merger targets”. *Journal of Financial Services Research*, 26, 55-71.
- Allen, L. y Cebenoyan, S. (1991): “Bank Acquisitions and ownership structure: Theory and evidence”. *Journal of Banking and Finance*, 15, 425-448.
- Altunbas, Y.; Gardener, E., Molyneux, P. y Moore, B. (2001): “Efficiency in European Banking”. *European Economic Review*, 45, 1931-1955.
- Altunbas, Y.; Gardener, E. y Molyneux, P. (2000): “Cost Economies and Efficiency in EU Banking Systems”. *Strategic Challenges in European Banking*, 8-40.
- Altunbas, Y.; Molyneux, P. y Thornton, J. (1997): “Big Bank Mergers in Europe: An analysis of cost implications”. *Económica*, 64, 317-329.
- Altunbas, Y. e Ibañez, D. (2004): “Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe. The role of strategic similarities”. *European Central Bank, Working Paper Series*, 398.

- Altunbas, Y. y Chakravarty, S. (2001): “Frontier Cost Functions and Bank Efficiency”. *Economics Letters*, 72, 233-240.
- Altunbas, Y. y Molyneux, P. (1996): “Economies of Scale and scope in European Banking”. *Applied Financial Economics*, 6, 367-375.
- Altunbas, Y. y Molyneux, P. (2001): “Technical Change in European Banking”. *Bank Strategies and Challenges in the New Europe*, 19-45.
- Álvarez, P. e Iglesias-Sarria, C. (1992): “La banca extranjera en España en el periodo 1978-1990”. Banco de España, Servicio de Estudios, *Estudios Económicos*, 47.
- Amel, D.; Barnes, C.; Panetta, F. y Salleo, C. (2004): “Consolidation and the Efficiency in the Financial Sector: A review of the International Evidence”. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2493-2519.
- Amihud, Y.; DeLong, G. y Saunders, A. (2002): “The effects of cross-border mergers on bank risk and value”. *Journal of International Money and Finance*, 21, 857-877.
- Anuario (2014): Unión Nacional de Cooperativas de Crédito.
- Anuarios Estadísticos de la Banca en España (1993-2013). Asociación Española de Banca.
- Anuarios Estadísticos de la Banca Privada en España (1987-1992). Consejo Superior Bancario.
- Arellano, M. (2003): “Panel Data Econometrics”. Oxford University Press.

- Arellano, M. y Bond, S. (1991): “Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations”. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arellano, M. y Bover, O. (1990): “La econometría de datos de panel”. *Investigaciones Económicas*, 14, 3-45.
- Arellano, M. y Bover, O. (1995): “Another look at the instrumental variables estimator of error components models”. *Journal of Econometrics*, 68, 29-51.
- Asimakopoulos, I. y Athanasoglou, P. (2009): “Revisiting the merger and acquisition performance of European Banks”. Economic Research Department, Bank of Greece.
- Aspachs-Bracons, O.; Bulach, M.; Gual, J. y Jodar-Rosell, S. (2011): “Hacia una nueva arquitectura financiera”. *Revista de Economía*, 5.
- Ballabriga, F. (1991): “Instrumentación de la metodología VAR”. *Servicios de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo*, 9108.
- Banco Central Europeo (2004): “Report on EU banking structures”, noviembre.
- Banco Central Europeo (2007): “Financial Integration in Europe”, marzo.
- Banco Central Europeo (2015): “Financial Integration in Europe”, abril.
- Banco Central Europeo (2008): “Fusiones y Adquisiciones Bancarias transfronterizas e inversores Institucionales”, Working Paper.

- Banco Central Europeo (2015): “Banking structural statistical indicators”, julio.
- Banco de España (2008): “Informe de Estabilidad Financiera”. Banco de España, noviembre.
- Banco de España (2008): “Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea”. Banco de España, Boletín Económico, octubre.
- Barea, J., Juliá y J. Monzón, J. (1999): “Grupos empresariales de la economía social en España”. Centro Internacional de Investigación e Información sobre la Economía Pública, Social y Cooperativa.
- Beccalli, E. y Frantz, P. (2009): “M&A Operations and Performance in Banking”. Journal of Financial Services Research, 36, 203-226.
- Becher, D. (2000): “The Valuation Effects of Bank Mergers”. Journal of Corporate Finance, 6, 189-214.
- Beitel, P.; Schiereck, y D. Wahrenburg, M. (2004): “Explaining M&A Success in European Banks”. European Financial Management, 10, 109-139.
- Belmonte, L. (2007): “El sector de las Cooperativas de Crédito en España (1995-2003). Un estudio por Comunidades Autónomas”. Consejo Económico y Social de Andalucía.
- Benito, E. (2008): “Size Growth and Bank Dynamics”. Banco de España, Documento de Trabajo, 801.

- Bernad, C.; Fuentelsaz, L. y Gómez, J. (2009): “El efecto del horizonte temporal en el resultado de las fusiones y adquisiciones: el caso de las cajas de ahorros españolas”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 18, 49-68.
- Berger, A. y DeYoung, R. (2000): “The Effects of Geographic Expansion on Bank Efficiency”. *Journal of Financial Services Research*, Working Paper.
- Berger, A.; DeYoung, R.; Genay, H. y Udell, G. (2000): “The Globalization of Financial Institutions: evidence from cross-border banking performance”. *Brooking-Wharton Papers on Financial Services*, Working Paper.
- Berger, A. y Hannan, T. (1997): “Using efficiency measures to distinguish among alternative explanations of the structure-performance relationship in banking”. *Managerial Finance*, 23, 6-32.
- Berger, A.; Hancock, D. y Humphrey, D. (1993): “Bank efficiency derived from the profit function”. *Journal of Banking and Finance*, 17, 317-347.
- Berger, A. y Humphrey, D. (1991): “The dominance of inefficiencies over scale and product mix economies in banking”. *Journal of Monetary Economics*, 28, 117-48.
- Berger, A. (2003): “The economic effects of technological progress: Evidence from the banking industry”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 35, 141-176.
- Berger, A.; Hanweck, G. y Humphrey, D. (1987): “Competitive viability in banking, scale, scope, and product mix economies”. *Journal of Monetary Economics*, 20, 501-520.

- Berger, A.; Saunders, A.; Scalise, J. y Udell, G. (1998): “The effects of bank mergers and acquisition on small business lending”. *Journal of Financial Economics*, 50, 187-229.
- Berger, A.; Goldberg, L. y White, L. (2001): “The effects of dynamic changes in Bank Competition on the supply of small business credit”. *European Finance Review*, 5, 115-139.
- Berger, A. (1998): “The efficiency effects of bank mergers and acquisitions: a preliminary look at the 1990s data”. *Bank Mergers and Acquisitions*, 3, 79-111.
- Berger, A. (2000): “The integration of the financial services industry: Where are the efficiencies?”. *North American Actuarial Journal*, 4, Working Paper.
- Berger, A. y Humphrey, D. (1993): “Megamergers in Banking and the Use of Cost Efficiency as an Antitrust Defense”. *The Antitrust Bulletin*, 37, 541-600.
- Berger, A.; Demsetz, R. y Strahan, P. (1999): “The consolidation of financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future”. *Journal of Banking and Finance*, 23, 135-194.
- Berger, A.; Cummins, J.; Weiss, M. y Zi, H. (2000): “Conglomeration versus strategic focus: evidence from the insurance industry”. *Journal of Financial Intermediation*, 9, 323-362.
- Berger, A.; Demirguc-Kunt, A.; Levine, R y Haubrich, J. (2004): “Bank Concentration and Competition: An Evolution in the Making”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36, 433-451.

- Bikker, J. y Haaf, K. (2002): “Competition, Concentration and Their Relationship: An Empirical Analysis of the Banking Industry”. *Journal of Finance*, 26, 2191-2214.
- Bikker, J.; Spierdijk, L. y Finnie, P. (2007): “The Impact of Market Structure, Contestability and Institutional Environment on Banking Competition”. *Utrecht School of Economics, Tjalling Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series*, 7-29.
- Black, S. y Strahan, P. (2002): “Entrepreneurship and Bank Credit Availability”. *The Journal of Finance*, 57, 2807-2833.
- Bliss, R. y Rosen, R. (2000): “CEO compensation and Bank Mergers”. *Journal of Financial Economics, Working Paper*.
- Blundell, R. y Bond, S. (1998): “Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models”. *Journal of Econometrics*, 87, 115-143.
- Borio, C. y Filosa, R. (1994): “The Changing Borders of Banking: Trends and Implications”. *Bank for International Settlements, Working Paper*, 43.
- Brouthers, K.; Van Hastenburg, P. y Van den Ven, J. (1998): “If most mergers fail, Why are they so popular?”. *Long Range Planning*, 31, 347-353.
- Bruner, R. (1988): “The Use of excess cash and Debt Capacity as a Motive for Merger”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 199-217.
- Bruner, R. (2001): “Does M&A Pay? A survey evidence for the Decision-Maker”. *University of Virginia, Darden School of Business*.
- Bruner, R. (2004): “Applied Mergers and Acquisitions”. *University of Virginia, Darden School of Business*.

- Bonaccorsi, E. y Gobbi, G. (2007): “Winners or Losers? The Effects of Banking Consolidation on Corporate Borrowers”. *The Journal of Finance*, 62.
- Buono, F. y Bowditch, J. (1989): “The Human Side of Mergers and Acquisitions”. *Human Resource Management*, 28, 301-304.
- Campa, J. y Hernando, I. (2004): “Sa holder Value Creation in European M&As”. *European Financial Management*, 10, 47-81.
- Campa, J. y Hernando, I. (2005): “M&A Performance in the European Financial Industry”. IESE Business School, Working Paper, 588.
- Campa, J. y Hernando, I. (2007): “The Reaction by industry insiders to M&A in the European Financial Industry”. Banco de España, Documento de Trabajo, 713.
- Campa, J. y Hernando, I. (2009): “Cash, Access to Credit, and Value Creation in M&A”. Banco de España, Documento de Trabajo, 915.
- Carbó, S. y Humphrey, D. (2002): “Nueva evidencia empírica sobre las economías de escala en el sector bancario”. *Papeles de Economía Española*, 94, 163-169.
- Carbó, S. y Humphrey, D. (2004): “Predicted and actual costs from individual bank mergers”. *Journal of Economics and Business*, 56, 137- 157.
- Carbó, S. y Lopez, R. (2004): “Los nuevos negocios bancarios en la Unión Europea”. *Perspectivas del Sistema Financiero*, 80, 1-15.

- Carbó, S. y Rodríguez-Fernández, F., (2007): “Dimensiones de la competencia en la industria bancaria de la Unión Europea”. Banco de España, Boletín de Estabilidad Financiera, 13.
- Carbó, S.; Hagendorff, J. y Nieto, M. (2008): “The impact of M&A on Risk in Spain (1986-2007)”. Banco de España, Boletín de Estabilidad Financiera 25.
- Carbó, S.; López, R. y Rodríguez, F. (2003): “Medición de la competencia en mercados bancarios regionales”. Revista de Economía Aplicada, 32, 5-33.
- Carbó, S.; Humphrey, D. y Rodríguez, F. (2003): “Bank deregulation is better than mergers”. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 13, 429-449.
- Carow, K.; Kane, E. y Narayanan, R. (2006): “How Have Borrowers Fared in Banking Megamergers?” Journal of Money, Credit and Banking, 38.
- Caves, R. (1989): “Mergers, Takeovers and Economic Efficiency”. International Journal of Industrial Organization, 7, 151-174.
- Cervera, I. (2011): “El objetivo financiero empresarial en las últimas décadas: de la maximización del beneficio a la creación de valor para el accionista”. ICADE, Revista cuatrimestral de las facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, 83-84.
- Confederación Española de Cajas de Ahorros CECA: “Anuario Estadístico de las Cajas de Ahorros”. Del 2006 al 2014.
- Confederación Española de Cajas de Ahorros CECA (2011): “Proceso de Reestructuración de las Cajas de Ahorros: Informe de Avances”, mayo.

- Confederación Española de Cajas de Ahorros CECA (2015): "Proceso de Reestructuración de las Cajas de Ahorros: Informe de Avances", febrero.
- Chamberlain, S. (1992): "The effect of Bank Ownership Changes on Subsidiary-Level Earnings". *Bank Mergers and Acquisitions*, 3, 137-172.
- Colarte, T. y Rodríguez, J. (2006): "Resultados económicos y financieros de las fusiones en España: un Análisis Empírico con información contable". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 129, 275-303.
- Cortes, F. (2003): "Caracterización del Sector Bancario en España". *Boletín Económico del ICE*, 2753.
- Cornell, B. y Shapiro, A. (1987): "Corporate stakeholders and corporate finance". *Financial Management*, 16, 5-14.
- Cornett, M. y Tehranian, H. (1992): "Changes in Corporate Performance associated with Bank Acquisitions". *Journal of Financial Economics*, 31, 273-295.
- Cornett, M.; Hovakimian, G.; Palia, D. y Tehranian, H. (2003): "The Impact of manager-shareholder conflict on acquiring bank returns". *Journal of Banking and Finance*, 27, 103-131.
- Cuervo, A. y Calvo, A. (1998): *Manual del Sistema Financiero Español*". Ariel.
- Cuervo, A. (1999): "Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos no explícitos como determinantes del éxito". *Economistas*, 82, 20-31.

- Cuervo, A. (2004): “Dinámica empresarial y consolidación sectorial”. *Universia Business Review*, 1, 96-105.
- Cuervo, A.; Fernández, A. y Gómez, S. (2002): “Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor”. *Revista Vasca de Economía*, 50, 54-73.
- Cybo-Ottone, A. y Murgia, M. (1997): “Mergers and Acquisition in the European Banking Markets”. University of Pavia, Working Paper.
- Cybo-Ottone, A. y Murgia, M. (2000): “Merger and Shareholder Wealth in European Banking”. *The Journal of Banking and Finance*, 24, 709-734.
- Cyree, K.; Wansley, J. y Black, H. (2000): “Bank Growth Choices and Changes in Market Performance”. *Financial Review*, 35, 49-66.
- Degryse, H.; Masschelein, N. y Mitchell, J. (2004): “SMEs and bank lending relationships: The impact of mergers”. National Bank of Belgium, Working Paper Research, 46.
- DeLong, G. (2001): “Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers”. *Journal of Financial Economics*, 59, 221-52.
- DeLong, G. y DeYoung, R. (2007): “Learning by Observing: Information Spillovers in the Execution and valuation of Commercial Banks M&As”. *Journal of Finance*, 62.
- Demir, M. (2008): “Cross-Border Bank Acquisitions and Company performance: The case of emerging markets”. A Thesis submitted to the Graduate School of Social Sciences of Middle East Technical University.

- Demirgüç-Kunt, A. y Huizinga, H. (1999): “Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence”. *The World Bank Economic Review*, 13, 379-408.
- Demsetz, R. y Strahan, P. (1995): “Historical patterns and recent changes in the relationship between bank holding company size and risk”. *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, 1, 13-27.
- Demsetz, R. y Strahan, P. (1997): “Diversification, size, and risk at bank holding companies”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29, 300-313.
- DeYoung, R. (1993): “Determinants of Cost Efficiencies in Bank Mergers”. *Office of the Comptroller of the Currency. E&PA, Working Paper*, 93.
- DeYoung, R. (1997): “Bank mergers, X-efficiency, and the market for corporate control”. *Managerial Finance*, 23, 32-47.
- DeYoung, R. (2002): “Learning by doing, scale efficiencies, and financial performance at internet only banks”. *Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper*.
- Díaz, B.; Sanfilippo, S y López, C. (2008):”Influencia de la prima sobre el valor en las fusiones y adquisiciones bancarias en Europa”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 81-106.
- Díaz, B. y Sanfilippo, S. (2006): “Determinantes de la prima pagada en las fusiones y adquisiciones de entidades de crédito europeas”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 15, 27-50.
- Díaz, B.; Garcia, M. y Sanfilippo, S. (2004): “Bank acquisition and performance: evidence from a panel of European Credit Entities”. *Journal of Economics and Business*, 56, 377-404.

- Dickerson, A.; Gibson, H. y Tsakalotos, E. (1997): "The impact of acquisitions on company performance: evidence from a large panel of UK firms". Oxford Economic Papers, 49, 344-361.
- Directiva 77/780/CEE (1977) para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las Entidades de Crédito y a su ejercicio. Primera Directiva.
- Directiva 89/646/CEE (1989) para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las Entidades de Crédito y a su ejercicio y por la que se modifica la Directiva 77/780/CEE. Segunda Directiva.
- Donaldson, G. y Lorsch, J. (1983): "Decision Making at the Top. The Shaping of Strategic Direction". Basic Books.
- Donaldson, G. (1994): "Corporate Restructuring: Managing the Change Process Within". Harvard Business School Press.
- Erel, I. (2006): "The Effect of Bank Mergers on Loan Prices: Evidence from the U.S.". CESIFIN, European Central Bank, Working Paper.
- Escrivá, J.; Fuentes, I.; Gutiérrez, F. y Sastre, M. (1997): "El Sistema Bancario Español ante la Unión Monetaria Europea". Banco de España, Servicio de Estudios, Estudios Económicos, 59.
- European Central Bank (1999a): "Banking in the euro area: Structural features and trends". European Central Bank, Working Paper.
- European Central Bank (1999b): "The effects of technology on the EU banking systems". European Central Bank, Working Paper.

- European Central Bank (2000a): “ECB mergers and acquisitions involving the EU banking industry”. European Central Bank, Working Paper.
- European Central Bank (2000b): “EU banks’ income structure”. European Central Bank, Working Paper.
- European Central Bank (2004): “EU Banking Structures”. European Central Bank, Working Paper.
- European Central Bank (2007): “EU Banking Structures”. European Central Bank, Working Paper.
- European Central Bank (2010): “EU Banking Structures”. European Central Bank, Working Paper.
- European Commission (2005): “Cross-border consolidation in the EU financial sector”. Commission Working Document.
- Fishman, M.: “Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions”. *The Journal of Finance*, 44, 41-57.
- Fixler, D. y Zieschang, K. (1993): “An index number approach to measuring bank efficiency: An application to mergers”. *Journal of Banking and Finance*, 17, 437-450.
- Focarelli, D. y Panetta, F. (2003): “Are mergers beneficial to consumers? Evidence from the market for bank deposit”. *The American Economic Review*, 93, 1152-1172.
- Focarelli, D.; Panetta, F. y Salleo, C. (2002): “Why do banks merge?”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34, 1047-1066.

- Focarelli, D. y Pozzolo, A. (2001): “The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries”. *Journal of Banking and Finance*, 25, 2305-2337.
- Fonteyne, W. (2006): “De la Unión Monetaria a la Financiera”. *Finanzas y Desarrollo*, 44-55.
- Francis, B.; Hasan, I. y Wang, H. (2008): “Bank Consolidation and New Business Formation”. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1598-1612.
- Freeman, E. (1984): “Strategic Management: A Stakeholder Approach”. Cambridge University Press.
- Fuentes, I. y Sastre, T. (1998): “Merger and Acquisitions in the Spanish Banking Industry: Some Empirical Evidence”. Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo, 9924.
- Fuentes, I., (2003): “Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España”. Banco de España, Boletín Económico del Banco de España.
- Fuentes, I. (2015): “Evolución de la actividad y de la estructura del Mercado de crédito en España”. Boletín Económico del Banco de España.
- Garbó-Valverde, S; Hagendorff, J. y Nieto, M. (2013): “The impact of M&AS on bank risk in Spain (1986-2007)”. Banco de España, Boletín de Estabilidad Financiera, 25.
- Garicano, L. y Lastra, R. (2010): “Towards a new Architecture for Financial Stability: Seven Principles”. *Journal of International Economic Law*, 13, 597-621.

- Golubov, A.; Petmezas, D. y Travlos, N. (2012): “When It Pay Your Investment Banker: New Evidence on the Role of Financial Advisors in M&A”. The Journal of Finance, 67.
- Gómez, R (2004): “Evolución Científica y Metodología de la Economía: Escuelas de Pensamiento”. Universidad Nacional de Educación a Distancia.
- Gorton, G. y Rosen, R. (1995): “Corporate control, portfolio choice, and the decline of banking”. The Journal of Finance, 50, 1377-1420.
- Group of Ten (2001): “Report on consolidation in the financial sector”. [www.bis.org](http://www.bis.org).
- Grubb, T. y Lamb, R. (2000): “Capitalize on Merger Chaos”. Free Press.
- Gual, J. (2007): “Time to rethink merger policy?”. Documentos de Economía, 4, la Caixa.
- Guillén, M. y Tschoegl, A. (2007): “La internacionalización de la banca española”. Universia Business Review. Especial 150 Aniversario Banco Santander.
- Hadlock, C. y Lumer, G. (1997): “Compensation, Turnover, and Top Management Incentives: Historical Evidence”. The Journal of Business, 2, 153-187.
- Hagendorff, J. (2008): “Comparing Bank Mergers in the Europe and the USA: Bidding Bank Performance”. The University of Leeds, Centre for Advanced Studies in Finance.

- Hagendorff, J.; Collins, M. y Keasey, K. (2007): “Bank deregulation and acquisition activity: the cases of the US, Italy and Germany”. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15, 199-209.
- Hagendorff, J.; Hernando, I.; Nieto, M. y Wall, L. (2010): “What do premiums paid for Bank M&A Reflect? The case of the European Union”. Banco de España, Documento de Trabajo, 1011.
- Halpen, P. (1993): “Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions”. *Journal of Finance*, 38, 297-317.
- Hannan, T. y Pilloff, S. (2006): “Acquisition Targets and Motives in the Banking Industry”. *Finance and Economics Discussion Series*, Washington Federal Reserve.
- Hannan, T.; Timothy, H. y Wolken, J. (1989): “Return to Bidders and targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry”. *Journal of Financial Services Research*, 3, 5-16.
- Hannan, T. y Rhoades, S. (1987): “Acquisition Targets and Motives: The case of banking industry”. *The Review of Economics and Statistics*, 69, 67-74.
- Haynes, M. y Thompson, S. (1999): “The productivity effects of bank mergers: Evidence from the UK building societies”. *Journal of Banking and Finance*, 23, 825-846.

- Hayward, M. y Hambrick, D. (1997): “Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris”. *Administrative Science Quarterly*, 42, 103-127.
- Hernando, I.; Nieto, M. y Wall, L. (2008): “Determinants of Domestic and Cross-Border Bank Acquisitions in the European Union”. Banco de España, Documento de Trabajo, 823.
- Houston, J.F. y James, C. (1995): “CEO compensation and bank risk: Is compensation in banking structured to promote risk taking?”. *Journal of Monetary and Economics*, 36, 405-432.
- Houston, J.F. y Ryngaert, M. (1994): “The Overall Gains from Large Bank Mergers”. *Journal of Banking and Finance*, 18, 1155-1176.
- Houston, J.F. y Ryngaert, M. (1996): “The value added by bank acquisitions: Lessons from Wells Fargo’s acquisition of first interstate”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 74-82.
- Houston, J.F. y Ryngaert, M. (1997): “Equity issuance and adverse selection: A direct test using conditional stock offers”. *Journal of Finance*, 52, 197-219.
- Houston, J.F.; James, C. y Marcus, D. (1997): “Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking”. *Journal of Financial Economics*, 46, 135-164.
- Houston, J.F.; James, C. y Ryngaert, M. (2001): “Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders”. *Journal of Financial Economics*, 60, 285-331.

- Hubbard, R. y Palia, D. (1995): “Executive pay and performance: Evidence from the US banking industry”. *Journal of Financial Economics*, 39, 105-130.
- Hughes, J. (1993): “Mergers and economic performance in the UK: A survey of the empirical evidence 1950-1990”. *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.
- Hughes, J.; Lang, W.; Mester, L. y Moon, Ch. (1999): “The Dollars and Sense of Bank Consolidation”. The Wharton School, University of Pennsylvania, The Working Paper Series.
- Hughes, J.; Lang, W.; Mester, L.; Moon, Ch. y Pagano, M. (2003): “Do Bankers Sacrifice Value to Build Empires? Managerial Incentives, Industry Consolidation, and Financial Performance”. *Journal of Banking and Finance*, 27, 417-447.
- Hughes, J.; Mester, L. y Moon, Ch. (2000): “Are all scale economies in banking elusive or illusive: evidence obtained by incorporating capital structure and risk taking into models of bank production”. The Wharton School, University of Pennsylvania, The Working Paper Series.
- Huizinga, H.; Nelissen, J. y Vander Vennet, R. (2001): “Efficiency effects of bank mergers and acquisitions in Europe”. Ghent University, Working Paper, 106.
- Humphrey, D. y Vale, B. (2004): “Scale Economies, Bank Mergers and Electronic Payments: A Spline Function Approach”. *Journal of Banking and Finance*, 28, 1671-1696.
- Jackson, R. y Gart, A. (1999): “Determinants and Non-Determinants of Bank Merger Premiums”. *The Mid-Atlantic Journal of Business*, 4, 149-157.

- Jemison, D. y Sitkin, S. (1986): “Corporate Acquisition: A Process Perspective.”. *Academy of Management Review*, 1, 145-163.
- Jensen, M. y Murphy, K. (1990): “CEO incentives - It's not how much you pay, but how”. *Harvard Business Review*, 68, 36-49.
- Jensen, M. (1993): “The modern industrial revolution, exit and control systems”. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976): “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. y Ruback, R. (1983): “The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence”. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Jensen, M. (1986): “Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers”. *The American Economic Review*, 76, 71-92.
- Jensen, M. (1988): “Takeovers: Their causes and consequences”. *Journal of Economic Perspectives*, 4, 323-329.
- Josep Liso, J.; Balaguer, T. y Soler, M. (1996): “El sector bancario europeo panoramas y tendencias”. *Servicios de Estudios de la Caixa*, 6.
- Josep Liso, J.; Balaguer, T., y Soler, M. (1999): “El sector bancario europeo panoramas y tendencias (2ªparte)”. *Servicios de Estudios de la Caixa*, 16.
- Kaplan, S. y Zingales, L. (1997): “Do investment cash-flow sensitivities provide useful measures of financing constraints”. *The Quarterly Journal of Economics*, Massachusetts Institute of Technology.

- Karceski, J.; Ongena, S. y Smith, D. (2005): “The impact of bank consolidation on commercial borrower welfare”. *The Journal of Finance*, 60, 2043-2082.
- Kole, S. y Lehn, K. (2000):”Workforce Integration and the Dissipation of Value in Mergers”. National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 239-286.
- Kwan, S., y Wilcox, J. (1996): “Hidden cost reductions in Bank Mergers: Accounting for more productive banks”. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper.
- Lepetit, L.; Patry, S. y Rous, P. (2004): “Diversification versus Specialization: An Event Study of M&A in the European Banking Industry”. *Applied Financial Economics*, 14, 663-669.
- Levine, R. (2003): “Finance and Growth: Theory and Evidence”. *Handbook of Economic Growth*, Elsevier Science.
- Linder, J. y Crane, D. (1992): “Bank Mergers: Integration and Profitability”. *Journal of Financial Services research*, 7, 35-55.
- London School of Economics (2002): “Quantification of the Macroeconomic Impact of Integration of EU Financial Markets”. PricewaterhouseCooper y Oxford Economic Forecasting,
- Lubatkin, M. (1983): “Mergers and the Performance of the Acquiring Firm”. *Academy of Management Review*, 8, 218-225.
- Martínez, J. (2010): “Fusiones y otros medios de reestructuración como medio de evitar el concurso de una entidad de crédito”. Universidad Complutense, Working Paper.

- Martínez, A. (1998): “Las fusiones de cajas españolas: un estudio empírico”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 97, 1061-1093.
- Maudos, J. y Fernandez de Guevara, J. (2008): “El Sector Bancario Español en el contexto internacional”. Fundación BBVA.
- Melián, A.; Palomo, R. Sanchis, J. y Soler, F. (2006): “La investigación en materia de cooperativas de crédito y de grupos cooperativos”. *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 56, 25-64.
- Melle, M. y Maroto, J. (1999): “Una aplicación del gobierno de empresas: Incidencia de las administraciones Públicas en las decisiones asignadas de las Cajas de Ahorros españolas”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* 8, 9-35.
- Memorias de Supervisión Bancaria en España (2001-2014). Banco de España.
- Mercieca, S.; Schaeck, K. y Wolfe, S. (2009): “Bank Market Structure, Competition, and SME Financing Relationships in European Regions”. *Journal of Financial Services Research*, 36.
- Mishkin, F. (1996): “Bank consolidation: A central banker’s perspective”. National Bureau of Economic Research, Working Paper, 5849.
- Moeller, S.; Schlingemann, F. y Stulz, R. (2005): “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in Recent Merger Wave”. *The Journal of Finance*, 2.
- Montero, A. (1994): “Estrategia competitiva de la banca ante el Mercado Único”. *Perspectivas del Sistema Financiero*, 45, 87-93

- Moral, C. (2000): “Los Mercados Financieros”. International Technical & Financial Institute.
- Moral, C. (2011): “Las crisis económicas. Una opción de posible metodología para su estudio. Antecedentes y factores financieros de influencia en la crisis iniciada en 2008”. Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, 83-84, ICADE.
- Moral, C. (2017): “Una breve revisión del sistema crediticio español, con especial referencia temporal desde la creación de la revista ICADE y efectos de la reciente crisis económica sobre el sector bancario”. Universidad Pontificia Comillas, Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, ICADE.
- Mork, R.; Shleifer, A. y Vishny, R (1990): “Do managerial objectives drive bad acquisitions?”. Journal of Finance, 45, 31-48.
- Mork, R.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1988): “Characteristics of hostile and friendly takeovers”. Corporate Takeovers: Causes and Consequences, University of Chicago Press.
- Mork, R.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1989): “Alternative mechanism for corporate control”. The American Economic Review, 4, 842-852.
- Mueller, D. (1969): “A Theory of Conglomerate Mergers”. The Quarterly Journal of Economics, 83, 643-659.
- Pathan, S. y Faff, R. (2013): “Does board structure in banks really affect the performance?”. Journal of Banking and Finance, 37, 1573-1589.

- Palomo, R. (2004): “Banca cooperativa y economía social en Europa”. Unión Nacional de Cooperativas de Crédito, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Fondo Social Europeo.
- Palomo, R. y Sanchis, J. (2010): “Efectos de las fusiones sobre la concentración y la eficiencia bancaria: el caso de las Cajas Rurales y los retos de la crisis financiera”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 146, 289-319.
- Peek, J. y Rosengren, E. (1996): “Small Business Credit Availability: How Important is Size of Lender?” *Financial System Design: The Case for Universal Banking*.
- Penas, M. y Unal, H. (2004): “Gains in bank mergers: evidence from the bond markets”. *Journal of Financial Economics*, 74, 149-180.
- Pérez, D.; Salas-Fumas, V. y Saurina, J. (2005): “Banking Integration in Europe”. Banco de España, Documento de Trabajo, 519.
- Peristiani, S. (1993): “The effect of mergers of bank performance”. Federal Reserve Bank of New York, *Studies on Excess Capacity in Financial Sector*, 90-120.
- Peristiani, S. (1997): “Do mergers improve the x-efficiency and scale efficiency of U.S. Banks? Evidence from the 1980s”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 3, 326-337.
- Pheby, J. (1988): “Methodology and Economics”. Ed. MacMillan Press.
- Pilloff, S. (1996): “Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institution”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 28, 294-310.

- Pilloff, S. y Santomero, A. (1996): “The Value of Bank Mergers and Acquisitions”. The Wharton Financial Institutions Center, Working Paper, 29.
- Popper, K. (2002): “La miseria del historicismo”. Traducción de Pedro Schwartz, Alianza Editorial.
- Porter, M. (1990): “The Competitive Advantage of Nations”. Harvard Business School.
- Pueyo, J. (2006): “El comportamiento de la Gran Banca en España (1921-1974)”. Banco de España, Estudios de Historia Económica, 48.
- Revell, J. (1988): “Las fusiones y el papel de los grandes bancos”. Papeles de Economía Española, 36, 90-112.
- Revell, J. (1989): “El futuro de las cajas de ahorros. Estudio de España y el resto de Europa”, Fundación FIES.
- Revell, J. (2000): “Dimensión bancaria en la UE”. Papeles de Economía Española, 84-85, 108-117.
- Rhoades, S. (1982): “Structure-performance studies in banking: An updated study an evaluation”. Federal Reserve Bulletin, 68, 477-487.
- Rhoades, S. (1985): “Market share as a source of market power: Implications and some evidence”. Journal of Economics and Business, 37, 343-363.
- Rhoades, S. (1990): “Billion dollar bank acquisitions: A note on the performance effects”. Board of Governors of the Federal Reserve System, Working Paper.

- Rhoades, S. (1993): “Efficiency effects of horizontal (in-market) bank mergers”. *Journal of Banking and Finance*, 17, 411-422.
- Rhoades, S. (1994): “A summary of merger performance studies in banking, 1980-1993, and the assessment of the operating performance and the event study methodologies”. Federal Reserve Board, Staff Study, 1967.
- Rhoades, S. (1995): “Market share, inequality, the HHI and other measures of the firm-corporation of a market review of industrial organization”. *Review of Industrial Organization*, 10, 657-674.
- Rhoades, S. (1996): “Competition and bank mergers: Directions for analysis from available evidence”. *Antitrust Bulletin*, 41, 339-364.
- Rhoades, S. (1998): “The Efficiency Effects of Bank Mergers: An Overview of Case Studies of Nine Mergers”. *Journal of Banking and Finance*, 22, 273-291.
- Rhoades, S. (2000): “Bank mergers and banking structure in the United States, 1980-98”, Federal Reserve Board, Staff Studies, 174.
- Rhoades, S.: “Determinants of premiums paid in bank acquisitions”. *Atlantic Economic Journal*, 15, 20-30.
- Robertson, D. y Wright, S. (2003): “Dividends, Total Cash flows to Shareholders and Predictive Return Regressions”. University of Cambridge.
- Roll, R. (1986): “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”. *The Journal of Business*, 59.

- Rose, P. (1987): “The impact of mergers in banking: Evidence from a nationwide sample of federally chartered banks”. *Journal of Economics and Business*, 39, 289-312.
- Rose, P. (1992): “Interstate banking: Performance, market share, and market concentration”, *Antitrust Bulletin*, 37, 601-630.
- Rose, P. (1999): “The local and statewide market-share advantages of interstate banking firms”. *Antitrust Bulletin*, 44, 285-312.
- Rossi, S. y Volpin, P.F. (2003): “Cross-country determinants of mergers and acquisitions”. *Journal of Financial Economics*, 74, 277-304.
- Sanfilippo, S. (2004): “Fusiones y Adquisiciones Bancarias: Características e implicaciones de las operaciones realizadas por las Entidades de Crédito Europeas”. Departamento de Administración de Empresas, Universidad de Cantabria, Working Paper.
- Sanfilippo, S. y García, M. (2005): “Consecuencias de las fusiones y adquisiciones entre las entidades de crédito de Europa continental”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 131.
- Sanfilippo, S.; García, M. y Torre, B. (2007): “Fusiones y Adquisiciones bancarias: Importancia de la Gestión y el Tamaño en las entidades Europeas”. *Tribuna de Economía*, 837.
- Sapienza, P. (2002): “The effects of banking mergers on loan contracts”. *The Journal of Finance*, 57, 329-368.
- Scharfstein, D. y Stein, J. (1990): “Herd behavior and Investment”. *The American Economic Review*, 81, 465-479.

- Schipper, K y Thompson, R. (1983): “Evidence on the Capitalized value of Merger Activity for Acquiring Firms”. *Journal of Financial Economics*, 11, 85-119.
- Seth, A. (1990): “Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues”. *Strategic Management Journal*, 2, 99-115.
- Shleifer, A. y Vishny, W. (1997): “A survey of corporate governance”. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Shleifer, A. y Summers, L. (1988): “Breach of trust in hostile takeovers”. *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
- Siems, T. (1996):” Bank mergers and shareholder wealth: Evidence from 1995s megamergers deals”. *Financial Industry Studies of the Federal Reserve Bank of Dallas*, 1-12.
- Smith, R. y Walter, I. (1998): “Global patterns of merger and acquisition activity in the financial service industry”. *Bank Mergers & Acquisitions*, The New York University Salomon Series on Financial Markets and Institutions, 3, 32-36.
- Spindt, P.A.y Tarhan, V. (1991): “Are There Synergies in Bank Mergers?” *Freeman School of Business*, Tulane University.
- Spong, K. y Shoenhair, J. (1992): “Performance of banks acquired on an interstate basis”. *Federal Reserve Bank of Kansas City, Financial Industry Perspectives*, 1992, 15-32.
- Srinivasan, A. y Vall, L. (1992): “Cost savings associated with bank mergers”. *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper*, 92.

- Stein, J. (2002): “Information production and capital allocation: Decentralized versus hierarchical firms”. *The Journal of Finance*, 57, 1891-1921.
- Steiner, P. (1975): “Mergers, Motives, Effects, Policies”. University of Michigan Press.
- Stiroh, K y Strahan, P. (2003) “Competitive dynamics of deregulation: Evidence from U.S. banking”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 35, 801-828.
- Stiroh, K. y Poole, J. (2000): “Explaining the rising concentration of banking assets in the 1990s”. Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, 6, 1-6.
- Strahan, P. y Weston, J. (1997): “Small Business Lending and the Changing Structure of the Banking Industry”. Federal Reserve Bank of New York, Working Paper.
- Tourrani-Rad A. y Van Beek L. (1999): “Market valuation of European bank mergers”. *European Management Journal*, 17, 532-540.
- Tribunal de Cuentas (2016): “Informe de fiscalización del proceso de reestructuración bancaria, ejercicios 2009 a 2015”. Número 1.190.
- Ulrich, H.; Roglinger, M.; Moser, F. y Heidemann, J. (2013): “Big Data: A Fashionable Topic with (out) Sustainable Relevance for Research and Practice”. FIM Research Center Finance and Information Management, University of Augsburg.

- Vander Venet, R. (1994): “Concentration, efficiency, and entry barriers as determinates of EC bank profitability”. *Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money*, 3, 21-46.
- Vander Venet, R. (1996): “The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions”. *Journal of Banking and Finance*, 20, 1531-1558.
- Vander Venet, R. (1999): “Causes and consequences of EU bank takeovers”. *The new European Financial Landscape*, Ghent University.
- Vander Venet, R. (2002): “Cost and profit efficiency of financial conglomerates and universal banks in Europe”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34, 254-282.
- Vander Venet, R. (2003): “Cross-border mergers in European banking and bank efficiency”. *Foreign Direct Investment in the Real and Financial Sector of Industrial Countries*, 295-321.
- Vester, J. (2002): “Lessons learned about integrating acquisitions”. *Research Technology Management*, 45, 33-41.
- Vives, X. (1988): “Concentración bancaria y competitividad”. *Papeles de Economía Española*, 36, 62-75.
- Welpe, R. (2004): “Dynamic Organizational Capabilities in the Post-acquisition management: A study of the European banking Industry”. Gallen University.
- Windmeijer, F. (2005): “A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators”. *Journal of Econometrics*, 126, 25-51.

- Zurita, Jaime (2014): “Análisis de la concentración y competencia en el sector bancario”. BBVA Research, Documento de Trabajo, 14.