



Facultad de Ciencias Humanas y Sociales
Grado en Relaciones
Internacionales

Trabajo Fin de Grado

**Internacionalización reciente
de entidades financieras
españolas: claves para la
creación de valor**

Análisis de los casos de
CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter
en sus adquisiciones europeas en el periodo 2015-2020

Estudiante: María Batalla Álvarez
Director: Laura Fernández Méndez

Madrid, abril 2024

Resumen: Las entidades financieras han realizado adquisiciones domésticas e internacionales como parte de su estrategia de crecimiento y diversificación. Tras la crisis financiera, el número de adquisiciones internacionales por entidades financieras europeas ha sido limitado, a pesar de los esfuerzos y recomendaciones de las instituciones europeas para una mayor unión bancaria en Europa. Las adquisiciones internacionales no siempre han sido exitosas, desde la perspectiva de creación de valor para el accionista. Analizando las experiencias de tres entidades españolas que adquirieron otras entidades europeas entre 2015 y 2020 (CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter) y valorando la estrategia de selección del target, el valor pagado y la ejecución de la integración se extraen las claves para la creación de valor para el accionista en adquisiciones internacionales. Estas son: la proximidad cultural y geográfica del país combinada con un tamaño asumible por la entidad adquiriente, que el valor pagado por el target sea igual o inferior - en cuanto a *Price to Book Value* - al del adquiriente y que la ejecución sea rápida y con bajo riesgo (también ligado al tamaño relativo de la empresa adquirida y la adquiriente). Estos elementos deberían tenerse en cuenta en las políticas europeas para favorecer una mayor unión bancaria y favorecer la competitividad internacional de los bancos europeos.

Palabras clave: Banca, M&A, Internacionalización, Unión Bancaria Europea, Creación de valor, Sinergias; CaixaBank, Banco Sabadell, Bankinter

Abstract: Financial institutions have carried out domestic and international acquisitions as part of their growth and diversification strategy. Following the financial crisis, the number of international acquisitions by European financial institutions has been limited, despite the efforts and recommendations of European institutions for greater banking union in Europe. International acquisitions have not always been successful from a shareholder value creation perspective. Analyzing the experiences of three Spanish entities that acquired other European entities between 2015 and 2020 (CaixaBank, Banco Sabadell and Bankinter) and assessing the strategy and selection of the target, the value paid and the execution of the integration, the keys to the creation of shareholder value in international acquisitions are extracted. These are: the cultural and geographical proximity of the country combined with a size that can be assumed by the acquiring entity, that the value paid for the target is equal to or lower - in terms of price-to-book value - than that of the acquirer, and that the execution is fast and low risk (also linked to the relative size of the acquired company and the acquirer). These elements should be taken

into account in European policies to promote greater banking union and the international competitiveness of European banks.

Key Words: Banking, M&A, Internationalization, European Banking Union, Value creation, Synergies; CaixaBank, Banco Sabadell, Bankinter

Índice de contenido

Introducción.....	7
CAPÍTULO 1. RACIONAL DE LAS ADQUISICIONES BANCARIAS TRANSFRONTERIZAS Y EVOLUCIÓN RECIENTE.....	10
I. Definición y teorías más destacadas	11
II. La internacionalización bancaria: teorías y actividad reciente.....	12
III. Formas de internacionalización.....	19
IV. Retos de la internacionalización	23
V. El Sector Bancario Español.....	25
a. Perspectiva histórica: evolución y situación tras la crisis financiera	25
b. Internacionalización de la banca española	31
CAPÍTULO 2. CASOS DE ESTUDIO.....	37
I. Planteamiento de los distintos casos de estudio.....	40
a. CaixaBank compra BPI (2017-2018).....	40
i) Selección del target, país y racionalidad de la operación.....	40
ii) Condiciones económicas y sinergias esperadas	42
b. Sabadell compra TSB (2015-2018).....	44
i) Selección del target, país y racionalidad de la operación.....	44
ii) Condiciones económicas y sinergias esperadas	48
c. Bankinter compra Barclays Portugal (2015-2016).....	49
i) Selección del target, país y racionalidad de la operación.....	49
ii) Condiciones económicas y sinergias esperadas	52
II. Análisis comparativo	53
a. Riesgos ex-ante - Selección del banco target.....	53
b. Riesgos ex-ante - Selección del país de destino	55
c. Riesgos ex-ante – Condiciones de la operación	56
d. Riesgos ex-post – Ejecución de la operación.....	57
CAPÍTULO 3. ANÁLISIS DE RESULTADOS	61
I. Definición y relevancia de métricas de análisis.....	62
a. Evolución de los beneficios	62

b. Retorno sobre el capital (ROE)	63
c. Beneficio por acción (BPA)	64
II. Análisis de Métricas	64
a. CaixaBank	65
b. Sabadell	66
c. Bankinter	67
d. Comparativa de métricas y bancos.....	68
CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES Y FUTURAS TENDENCIAS.....	71
I. Conclusiones	72
II. Futuras tendencias	73
Bibliografía	75

Índice de tablas y gráficos

Ilustración 1. Activos totales de bancos adquiridos en transacciones de mercado en Europa 1999-2020 (Miles de Millones de dólares).....	17
Ilustración 2. Modelo de compatibilidad de F&A entre pares de países de la eurozona (2014-2020; Índice).....	24
Ilustración 3. Reestructuración Bancaria Española (2007-2020).....	28
Ilustración 4. Principales bancos españoles por volumen de depósitos en España (2022)	31
Ilustración 5. Exposición internacional de los sectores bancarios - peso de la inversión en el exterior del sector financiero en relación al total de inversión (%), 2018.....	33
Ilustración 6. Grado de concentración geográfica del negocio exterior de la banca, 2018. Índice de Herfindahl.....	34
Ilustración 7. Distribución geográfica del negocio exterior del sector bancario español	35
Ilustración 8. Objetivo de sinergias anuales (MM€) antes de impuestos en la integración de BPI.....	43
Ilustración 9. Mercado bancario minorista en Reino Unido 2015	47
Ilustración 10. Calendario de Migración Tecnológica Banco Sabadell - TSB	48
Ilustración 11. Calendario de integración de Barclays Portugal en Bankinter (2015)....	51
Ilustración 12. Comparativa de la evolución del beneficio neto (Mill €)	69
Ilustración 13. Comparativa de la evolución del ROE de las tres entidades.....	69
Ilustración 14. Comparativa de la evolución porcentual del BPA de las tres entidades.	70
Tabla 1. Ránking de los bancos más grandes del mundo - 2023	16
Tabla 2. Modalidades de entrada en mercados internacionales	21
Tabla 3. Ranking de activos, empleados y sucursales de bancos españoles (2023)	30
Tabla 4. Fechas clave en las operaciones de internacionalización analizadas	39
Tabla 5. Negocio de BPI en Portugal y Peso en CaixaBank.....	41
Tabla 6. Sinergias identificadas en la integración de BPI por parte de CaixaBank.....	43
Tabla 7. Negocio de TSB en R. Unido y peso vs Sabadell (2014)	45
Tabla 8. Negocio de Barclays en Portugal y peso vs Bankinter 2014	50
Tabla 9. Análisis de riesgos en la selección del target.....	54
Tabla 10. Análisis de riesgos en el país de destino (Modelo CAGE).....	56

Tabla 11. Análisis de condiciones económicas de adquisición.....	57
Tabla 12. Análisis de riesgo de ejecución.....	59
Tabla 13. Resumen de riesgos en operaciones de M&A y probabilidad de crear valor .	59
Tabla 14. Evolución de métricas de creación de valor CaixaBank y BPI (2015-2019)..	65
Tabla 15. Evolución de métricas de creación de valor Sabadell (2014-2019).....	67
Tabla 16. Evolución del Beneficio Neto de Bankinter (2014-2019).....	68
Tabla 17. Comparativa del resultado de la valoración estratégica de creación de valor y las métricas financieras	70

Introducción

La necesidad de una mayor unión bancaria europea surgió después de la gran crisis financiera de 2008 y la posterior crisis de deuda soberana. En una unión monetaria como es la eurozona, se demostró que había una gran interrelación entre el sector financiero y la economía, que se contagiaba a terceros países extendiendo la gravedad de la crisis financiera. Por ello, las autoridades europeas han favorecido los elementos que deben llevar a una mayor unión bancaria, estableciendo distintas características entre las que destacan un mayor número de reglas comunes a las distintas entidades que operan en la eurozona y un tratamiento igual de las actividades bancarias domésticas y supranacionales con el fin de reducir la ligazón entre la salud financiera de las entidades y los países en los que estas se ubican. Las autoridades, incluidas la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, pretendían favorecer la creación de más entidades paneuropeas, reducir la fragmentación bancaria y aumentar el tamaño de las entidades europeas para tener más entidades de mayor tamaño como ocurre en Estados Unidos o en Asia.

Sin embargo, tras la crisis financiera del 2008, el número de transacciones entre bancos de distintos países europeos ha sido muy limitado y no siempre exitoso. Las entidades financieras realizan adquisiciones (tanto domésticas como internacionales) con el fin de crear valor para el accionista, ya sea porque pueden generar un mayor crecimiento de su negocio con la entidad adquirida o generar sinergias de costes con la combinación de entidades. Esto es, que, o bien los ingresos de la entidad combinada sean mayores a la suma de las entidades, o que los costes de la combinada sean menores a la suma de ambas, lo que proporciona una mayor rentabilidad y retorno para el accionista. La diversificación de una entidad no debería ser el elemento por el cual se internacionalizan las empresas si el accionista lo puede realizar por sí mismo.

En Europa, tras la crisis financiera, estas adquisiciones transfronterizas han sido más limitadas en los últimos años y no todas han resultado exitosas desde un punto de vista de creación de valor para el accionista, como se verá a lo largo del trabajo.

Teniendo lo anterior en cuenta, **el propósito de este trabajo es determinar los factores que son claves para la creación de valor en una adquisición bancaria internacional**

a partir de las experiencias de tres entidades españolas que adquirieron otras entidades europeas entre 2015 y 2020 (CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter). Para ello, se analizarán los elementos clave a tener en cuenta para una adquisición transaccional exitosa que aumente el beneficio por acción. Estos son: (i) la proximidad cultural y geográfica del país, así como el tamaño asumible por la entidad adquiriente, (ii) el valor pagado por el target y (iii) el tiempo y riesgo de la ejecución de la operación. Estos elementos deberían tenerse en cuenta en las políticas europeas para favorecer una mayor unión bancaria y favorecer la competitividad internacional de los bancos europeos, que en general tienen un menor tamaño que los grupos norteamericanos y asiáticos. Disponer de grandes entidades sólidas es clave no sólo para poder capear mejor una eventual crisis financiera, sino para dotar de los mejores servicios a los clientes y, también, para poder realizar las inversiones necesarias que permitan prestar esos servicios en un entorno donde la tecnología, la regulación y las preferencias de los clientes cambian cada vez más rápido.

Para ello se presenta en primer lugar cuál debería ser el **racional de la internacionalización mediante adquisiciones en el sector bancario**, repasando las transacciones de los últimos años tras la gran crisis financiera de 2008, las características que pueden presentar estas transacciones internacionales y la motivación de las mismas, según han estudiado distintos autores. También se describe el punto de partida del sector bancario español y europeo con el fin de entender el contexto y las necesidades de las entidades.

En segundo lugar, se analizan **tres casos de entidades españolas** que han adquirido entidades internacionales en el periodo 2015 a 2020: la adquisición de BPI en Portugal por CaixaBank, la de TSB en Reino Unido por Banco Sabadell y la de Barclays en Portugal por Bankinter. En cada uno de los casos se estudian tres aspectos:

- **La estrategia y selección del *target*** incluyendo la motivación de la adquisición por la adquiriente (tanto estratégicas como económicas), las características del país de destino y de su sistema financiero y las características de la entidad adquirida en relación a su adquiriente.
- **Las condiciones económicas de la adquisición**, incluyendo el valor pagado.

- **La ejecución de la integración**, considerando como se desarrolló la ejecución incluyendo plazos, costes y extracción de sinergias.

En tercer lugar, se **analizan los resultados de cada una de las adquisiciones**, valorando si se alcanzaron los objetivos marcados y valorando la evolución de la rentabilidad de la entidad combinada, así como el valor creado para el accionista

Finalmente, se extraen las conclusiones de los factores que contribuyen a una adquisición exitosa y con creación de valor. También se extraen posibles implicaciones sobre las políticas europeas de cara a favorecer una mayor unión bancaria, así como elementos que deberían considerarse en futuros trabajos de investigación.

**CAPÍTULO 1. RACIONAL DE LAS ADQUISICIONES BANCARIAS
TRANSFRONTERIZAS Y EVOLUCIÓN RECIENTE**

La internacionalización es un fenómeno que realizan empresas de distintos sectores impulsadas por diversos factores que van más allá de la simple expansión geográfica, incluyendo la diversificación de riesgos o la adaptación a un entorno financiero y comercial globalizado.

En este capítulo se explora, en primer lugar, las teorías de los procesos de internacionalización en general y, en segundo lugar, cómo aplican estas teorías en el sector bancario, así como las motivaciones de internacionalización en banca. En tercer lugar, se analizan las distintas tipologías de los procesos de internacionalización, con especial foco en el sector bancario, examinando las diversas formas que pueden adoptar las entidades para expandirse globalmente, destacando las particularidades y desafíos asociados a cada enfoque. En cuarto lugar, se analizan los retos que representa la ejecución de estrategias de internacionalización y los modelos para analizarlas. Comprender estos desafíos es esencial para evaluar la efectividad de las estrategias de internacionalización que se abordará en los siguientes capítulos.

Para concluir, antes de profundizar en el siguiente capítulo en los tres casos de entidades españolas que realizaron adquisiciones internacionales en el periodo 2015-2020, se describe la situación del sector bancario español tras la gran crisis financiera y los retos que tuvo la banca en su búsqueda de rentabilidad. Se analiza la estructura y el tamaño de los principales bancos españoles, proporcionando una panorámica del sector, siendo esto clave para poder comprender la relevancia de los casos de estudio tratados en los próximos capítulos. También se hace un recorrido por las distintas fases de internacionalización de la banca española para proporcionar un contexto a los tres casos que se analizan en este estudio.

I. Definición y teorías más destacadas

La internacionalización es un fenómeno que lleva dándose desde hace siglos y del cual han participado todo tipo de entidades y empresas pertenecientes a sectores muy diversos. La internacionalización de la empresa puede definirse como “un proceso mediante el cual ésta desarrolla una parte de sus actividades (venta de sus productos, compra de suministros, producción, etcétera) en otros países distintos al país de origen de la empresa” (Fanjul, 2021, p.2). Este enfoque estratégico no solo busca ampliar mercados,

sino también diversificar riesgos y aprovechar oportunidades de crecimiento fuera de las fronteras nacionales, basándose en las capacidades que han adquirido a nivel doméstico. De hecho, estudios que han analizado factores de éxito en estrategias de internacionalización sugieren que la capacidad de las empresas para explotar y adaptar sus conocimientos y capacidades a nuevos mercados son más relevantes que otros como la eficiencia o la reducción de costes (Dunning, 1977, Caves, 1982). Por consiguiente, las empresas pueden adaptar sus estrategias para aprovechar al máximo las ventajas de operar en un contexto globalizado, optimizando su posición competitiva y aumentando la creación de valor económico.

Las dos grandes teorías que explican la internacionalización de las empresas son la **teoría de internalización** (Rugman, 1981; Buckley y Casson, 1999) y el **paradigma ecléctico** (Dunning, 1988). La teoría de la internalización sugiere que es necesario que existan imperfecciones en los mercados para justificar la internacionalización y que, además, los costes de internalizar operaciones para una empresa sean inferiores a los derivados de imperfecciones del mercado. El paradigma ecléctico recoge las investigaciones anteriores y establece que la inversión directa en el extranjero se da si se cumplen tres tipos de ventajas: de propiedad (ventajas de ser propietario de una tecnología u otras capacidades), de internalización (ventajas derivadas de internalizar en la empresa las operaciones internacionales en vez de acudir al mercado, por ejemplo mediante licencias o franquicias) y de localización (ventajas de localizar parte de la actividad en un determinado país de destino en el que se pueden obtener beneficios relacionados con la obtención de recursos naturales, mano de obra más barata, entre otros).

En definitiva, el denominador común de estas teorías es que la internacionalización requiere de una fuente de ventaja competitiva la cual únicamente puede ser mantenida en la empresa mediante inversiones.

II. La internacionalización bancaria: teorías y actividad reciente

Las instituciones bancarias han experimentado la necesidad u oportunidad de rediseñar sus estrategias para asegurar su crecimiento y competitividad y, en algunos casos, su supervivencia en un mercado financiero globalizado y con factores geopolíticos cada vez más relevantes. A nivel doméstico, supone ajustes en la combinación de productos que

ofrecen, en los clientes a los que se dirigen o en el modelo operativo en el que se basan, con una incidencia cada vez mayor de la tecnología. También han supuesto, en algunas entidades, la expansión geográfica de sus operaciones, partiendo siempre de capacidades y experiencias en los mercados domésticos que consideran pueden ser exportados a otros mercados. Béjar (2017, p. 173), en su artículo sobre la internacionalización de la banca, define la internacionalización bancaria como “el proceso por el cual los agentes que conforman en sistema financiero de un país se ven obligados, si quieren defender su posición competitiva, a superar los límites nacionales para buscar mercados a escala mundial”.

El interés de los economistas sobre la internacionalización bancaria no emerge hasta la década de los setenta, siendo explicada inicialmente por razonamientos estáticos. Aliber (1976) plantea una primera aproximación teórica al argumentar que los grupos bancarios eficientes podrían optar por establecer filiales en el extranjero para aprovechar mayores márgenes de intermediación bancaria y reorganizar sus balances. Este movimiento se justifica mediante los diferenciales de tipos de interés entre países. En el contexto de modelos oligopólicos de inversión directa en el exterior, Grubel (1977) resalta que, en su expansión internacional, los bancos pueden exitosamente transferir habilidades y recursos empresariales previamente desarrollados a nivel nacional, en línea con la teoría de Dunning (1988).

Rugman (1981) aplica la teoría de internalización al sector bancario, destacando la preferencia de los grupos bancarios por controlar internamente las transacciones de productos intermedios para reducir costes, aumentar flexibilidad y proteger recursos intangibles. Asimismo, Kim (1993) sugiere que la internalización de la actividad internacional en el sector bancario supera imperfecciones de mercado como restricciones a la movilidad de capitales, diferentes regulaciones bancarias y la intangibilidad de servicios que requieren un flujo directo de información banco-cliente.

No obstante, es fundamental comprender las motivaciones detrás de la elección de los bancos de internacionalizarse y proporcionar una justificación para este proceso. Autores como Benston, Haweck y Humphrey (1982), Yannopoulos (1983), o más recientemente, García Blandón (2000) o Béjar (2017) han estudiado y argumentado las motivaciones principales, que quedan englobadas en las siguientes líneas argumentales. Por un lado, (i)

como resultado de la búsqueda de la explotación de nuevos recursos y la **diversificación del riesgo** ante la apertura internacional de la economía; por otro lado, (ii) como resultado de la búsqueda de crecimiento estratégico debido a la **percepción de mayor seguridad y ventajas asociadas al tamaño**. Estos dos elementos son diferenciales en la internacionalización de las entidades financieras respecto a otros sectores. Por un lado, las entidades financieras son gestores de riesgos (crediticio, de tipo de interés, de tipo de cambio) por lo que una diversificación que permita una mejor gestión de dichos riesgos supone una ventaja competitiva tanto para la rentabilidad, como desde la perspectiva del valor de la acción, ya que los inversores modifican sus preferencias en función de las perspectivas de tipos de interés en distintas economías. Por otro lado, las entidades financieras tienen unos costes regulatorios y tecnológicos muy elevados, por lo que la capacidad de distribuir este coste fijo en un mayor tamaño es clave. En este sentido, en mercados maduros, el crecimiento inorgánico se presenta como una de las mejores formas para dar un gran salto en tamaño de forma rápida.

La internacionalización de las empresas, particularmente en el sector bancario, se basa en la búsqueda estratégica de crecimiento y una mejor gestión del riesgo, donde el tamaño de la entidad se relaciona más con la diferenciación que con las economías de escala tradicionales. Benston, Haweck y Humphrey (1982) argumentan que, en el sector bancario, las economías de escala son limitadas, ya que dejan de operar para tamaños relativamente pequeños. Por lo tanto, la expansión internacional según estos autores, a diferencia de lo expuesto por Kim (1993), se justifica menos por la búsqueda de eficiencias operativas y más por la necesidad de diferenciarse en un mercado altamente competitivo. En este sentido, Yannopoulos (1983) distingue entre dos tipos de diferenciación: la aparente y la percibida. La primera se refiere a las condiciones en las que se otorgan préstamos y depósitos, mientras que la segunda se relaciona principalmente con el riesgo asociado a los depósitos bancarios. Yannopoulos argumenta que las entidades financieras más grandes son percibidas como más seguras, lo que les confiere una ventaja competitiva significativa en el mercado. Neven (1990) incide en este punto de la seguridad e indica que la reputación de una entidad es una de las principales posibilidades de diferenciación en banca, ya que considera que hay una elevada estandarización de los servicios bancarios. Este enfoque subraya la importancia del tamaño de los bancos en términos de diferenciación percibida, lo que puede impulsar su expansión internacional en busca de un crecimiento sostenible. En consecuencia, cuando

el crecimiento en el mercado doméstico alcanza su límite, la internacionalización se presenta como una estrategia viable para capitalizar estas ventajas asociadas al tamaño y a la percepción de seguridad. Argumenta que los bancos, al considerarse *"too big to fail"*, se ven impulsados a expandirse más allá de las fronteras nacionales en busca de un crecimiento continuo y una mayor consolidación en el mercado global (Benston, Haweck y Humphrey, 1982; Yannopoulos, 1983).

En un contexto de desarrollo económico como el posterior a la gran crisis financiera de 2008, donde la demanda de financiación superaba el ahorro interno disponible, era imperativo buscar oportunidades de rentabilidad y expansión en el extranjero (Béjar, 2017). Cuatro vectores delinear este proceso de globalización financiera. En primer lugar, se encuentra la búsqueda de dimensión (como indicaban los autores anteriores). En segundo lugar, destaca el acercamiento a mercados en expansión, lo que conlleva el desplazamiento de los mercados tradicionales y maduros. Asimismo, se busca la explotación global de recursos, capacidades organizativas, comerciales y tecnológicas disponibles. Por último, se resalta la importancia de una diversificación adecuada del riesgo como un factor clave para la sostenibilidad y el crecimiento en un entorno globalizado (Béjar, 2017). Además, esta estrategia de globalización bancaria se concibe también como un medio para diversificar los beneficios, considerando las diferentes escalas de riesgo asociadas a los distintos países y mercados en los que operan las instituciones financieras. Este enfoque estratégico permite no solo maximizar los rendimientos, sino también mitigar los riesgos inherentes a la actividad bancaria en un entorno internacional altamente dinámico y cambiante.

Por lo tanto, considerando lo anterior, la internacionalización bancaria podría definirse como el proceso mediante el cual las entidades financieras expanden sus actividades más allá de las fronteras nacionales, en respuesta a un contexto económico, político y social caracterizado por la globalización y una mayor complejidad e interdependencia, para aprovechar oportunidades de crecimiento y rentabilidad (fundamentalmente derivadas del tamaño y de una mejor gestión del riesgo), aprovechando las capacidades que disponen en el mercado doméstico.

Este replanteamiento estratégico ha permitido a muchas entidades aumentar su tamaño y su rentabilidad, siendo varias las entidades españolas que han sido pioneras en procesos

de internacionalización y que hoy son parte de los grandes grupos bancarios internacionales, como el Banco Santander que ocupa la posición 17 entre los bancos más grandes del mundo o el BBVA, que ocupa la posición 46, según se puede ver en la Tabla 1. En dicha tabla también se puede apreciar que las instituciones europeas (tanto de la eurozona como de otros países como Reino Unido o Suiza) son sólo 9 entre las 30 más relevantes, destacando los bancos asiáticos y norteamericanos.

Esta situación, unida a la teoría económica que dice que el tamaño en banca es un aspecto relevante, como quedó demostrado con la crisis financiera de 2008 donde los bancos de menor tamaño sufrieron más, unido al importante papel que juega la banca en la transmisión de riesgos entre países, ha llevado a las autoridades europeas a promover la Unión Bancaria Europea a partir de 2008 y a fomentar, con un escaso éxito hasta la fecha, las fusiones transnacionales de entidades financieras en la eurozona.

Tabla 1. Ránking de los bancos más grandes del mundo - 2023

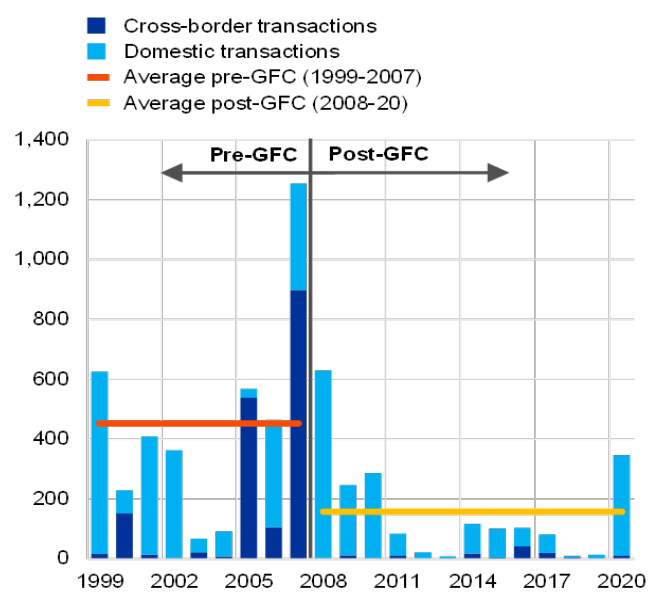
Posición	Entidad	País de Origen	Activos Totales (Miles de Millones de Dólares)	Geografía
1	Industrial and Commercial Bank of China Ltd. (1398-SEHK)	China	5,742.86	
2	China Construction Bank Corp. (939-SEHK)	China	5,016.81	
3	Agricultural Bank of China Ltd. (1288-SEHK)	China	4,919.03	
4	Bank of China Ltd. (3988-SEHK)	China	4,192.12	
5	JPMorgan Chase & Co. (JPM-NYSE)	EEUU	3,665.74	
6	Bank of America Corp. (BAC-NYSE)	EEUU	3,051.38	
7	Mitsubishi UFJ Financial Group Inc. (8306-TSE)	Japón	2,967.91	
8	HSBC Holdings PLC (HSBA-LSE)	R. Unido	2,864.59	Europa
9	BNP Paribas SA (BNP-ENXTPA)	Francia	2,849.61	Europa
10	Crédit Agricole Group	Francia	2,542.61	Europa
11	Citigroup Inc. (C-NYSE)	EEUU	2,416.68	
12	Postal Savings Bank of China Co. Ltd. (1658-SEHK)	China	2,039.56	
13	Sumitomo Mitsui Financial Group Inc. (8316-TSE)	Japón	2,006.75	
14	Mizuho Financial Group Inc. (8411-TSE)	Japón	1,909.35	
15	Bank of Communications Co. Ltd. (3328-SEHK)	China	1,883.72	
16	Wells Fargo & Co. (WFC-NYSE)	EEUU	1,881.02	
17	Banco Santander SA (SAN-BME)	España	1,853.86	Europa
18	Barclays PLC (BARC-LSE)	R. Unido	1,823.84	Europa
19	JAPAN POST BANK Co. Ltd. (7182-TSE)	Japón	1,719.92	
20	UBS Group AG (UBSG-SWX)	Suiza	1,679.36	Europa
21	Groupe BPCE	Francia	1,636.35	Europa
22	Société Générale SA (GLE-ENXTPA)	Francia	1,588.99	Europa
23	Royal Bank of Canada (RY-TSX)*	Canada	1,544.17	
24	The Toronto-Dominion Bank (TD-TSX)*	Canada	1,524.83	
25	China Merchants Bank Co. Ltd. (600036-SHSE)	China	1,470.00	

26	Goldman Sachs Group Inc. (GS-NYSE)	EEUU	1,441.80	
27	Deutsche Bank AG (DBK-XTRA)	Alemania	1,428.65	Europa
28	Industrial Bank Co. Ltd. (601166-SHSE)	China	1,343.54	
29	China Citic Bank Corp. Ltd. (998-SEHK)	China	1,239.28	
30	Shanghai Pudong Development Bank Co. Ltd. (600000-SHSE)**	China	1,184.28	
46	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA (BBVA-BME)	España	762.15	Europa

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de S&P Global (2023)

En Europa, tras la crisis financiera, las fusiones internacionales se redujeron. Si bien las autoridades europeas consideran que la eficiencia y la estabilidad del sistema bancario europeo se beneficiaría de una mayor consolidación (European Central Bank, 2019), reduciendo la sobrecapacidad existente y la baja rentabilidad de las entidades tras la crisis financiera, el número total de fusiones se redujo y estas fueron principalmente domésticas, como se ve en el siguiente gráfico (Ilustración 1).

Ilustración 1. Activos totales de bancos adquiridos en transacciones de mercado en Europa 1999-2020 (Miles de Millones de dólares)



Fuente: Figueiras et al. (2021)

Uno de los motivos es la dificultad que encuentran las entidades en encontrar una pareja atractiva. Si previo a la crisis financiera uno de cada seis intentos de adquisición o fusión no llegaba a término, posteriormente esta ratio es uno de cada tres (Figueiras et al., 2021). Por ello, la actividad de fusiones y adquisiciones ha sido doméstica en un 80%

posteriormente a la crisis, ya que los retos de encontrar pareja y los riesgos de ejecución son menores¹.

La motivación en las fusiones de entidades bancarias europeas tras la crisis financiera no difiere mucho de lo que ha descrito la teoría económica que se ha expuesto anteriormente, aunque con un mayor énfasis en la búsqueda de rentabilidad que quedó muy deteriorada con los bajos tipos de interés tras la crisis económica (KPMG, 2021; Figueiras et al., 2021):

- **Rentabilidad y crecimiento** (cuota / poder de mercado), siguiendo las recomendaciones del ECB (*European Central Bank*) y que se pueden materializar a través de:
 - Capacidad de **inversión tecnológica** (poder estar al día con las *fintechs* y la inversión en *IT* requerida, a la vez que diluir dicha inversión en un volumen de activos mayor).
 - **Potencial de reducción de costes y mejora de eficiencia** (sinergias en oficinas, personal).
 - Crecimiento en **cuota de mercado**.
- **Diversificación de ingresos** (navegar diferencias de tipos de interés, en un contexto de tipos de interés negativos en la eurozona) y del **riesgo** (diferencias entre tasas de morosidad entre distintas entidades y países).

En este sentido, los datos econométricos sugieren que las fusiones internacionales mejoran la rentabilidad de la entidad combinada (Figueiras et al., 2021). Esta mejora se incrementó tras la crisis financiera, como consecuencia de que las transacciones implicaban adquirir bancos que estaban en posiciones de costes o de liquidez peores que en etapas anteriores y que la posibilidad de extraer sinergias era mayor. Sin embargo, los datos también indican que hay una elevada varianza en la media, lo que demuestra que el riesgo de estas operaciones de M&A, en particular en las internacionales, es elevado (Figueiras et al., 2021), como se verá en apartados posteriores.

¹ Ver en el apartado “IV. Retos de la internacionalización” en este mismo capítulo, como la selección del target y el precio es uno de los desafíos para ejecutar una estrategia de internacionalización.

III. Formas de internacionalización

Conocer las distintas formas de internacionalización es clave a su vez para entender la dinámica de la que se viene hablando. Hay distintos enfoques que catalogan las modalidades de internacionalización según el propósito y las expectativas. Existen dos ámbitos para catalogar las distintas formas de internacionalización que existen. Por un lado, uno puede determinar su proceso de internacionalización en base al enfoque, que daría lugar a las estrategias oportunistas y graduales (Sierra, 2007). Por otro lado, la elección de la forma de internacionalizarse puede ser en base al tipo de crecimiento empleado (Duran y Maza, 1995).

Sierra (2007) destaca las **estrategias oportunistas y graduales** de internacionalización, las cuales ofrecen distintas perspectivas y procesos para expandir las operaciones en mercados internacionales. Por estrategia oportunista se entiende la entrada en mercados internacionales mediante fusiones o adquisiciones, totales o parciales, de empresas locales. Ello da lugar a una única entrada que busca capitalizar oportunidades específicas de forma rápida y directa. Además, este enfoque puede ser especialmente efectivo cuando se identifican empresas locales que complementan las operaciones existentes de la empresa, permitiendo una expansión rápida y eficiente en nuevos mercados internacionales. Por el contrario, la estrategia gradual radica en un proceso exploratorio y secuencial. En las etapas iniciales se emplean estrategias de bajo coste, como asociaciones estratégicas, con el propósito de ir acumulando experiencia. A medida que se acumula experiencia y se comprenden mejor las dinámicas del mercado extranjero, la empresa progresa hacia fases más avanzadas. En estas etapas posteriores, se incrementa la presencia física en el extranjero mediante métodos organizativos más complejos que implican un mayor control sobre las operaciones internacionales. Si bien puede requerir más tiempo y recursos para alcanzar resultados significativos, la estrategia gradual suele ser más sostenible a largo plazo y puede ofrecer una base más sólida para el crecimiento internacional continuo. Ejemplos de estrategias graduales pueden ser las fases iniciales de internacionalización de Santander y BBVA, mientras que las oportunistas pueden ser las adquisiciones posteriores de estas dos entidades en Estados Unidos o la adquisición de TSB por Banco Sabadell, como se describe más adelante.

Por otra parte, teniendo en cuenta el modo de entrada utilizado en el crecimiento internacional de la empresa, se pueden establecer dos tipos de internacionalización: los basados en un **crecimiento externo** o en un **crecimiento interno**. En el crecimiento interno, la empresa utiliza sus recursos propios para crear valor internacional, con la puesta en marcha de una filial o sucursal en un país extranjero e incluso con la prestación de servicios por otros canales, en otros mercados diferentes al local. Mientras que, en el crecimiento externo, la empresa emplea recursos ajenos a la entidad, implicando a otras entidades locales, con las que se firman acuerdos de colaboración y alianzas, o bien, sobre las que se realizan fusiones y adquisiciones, o tomas de participación mayoritarias y minoritarias (Duran y Maza, 1995).

Sin embargo, en ambas perspectivas se consideran como opción estas **cinco modalidades de entrada en un país** para internacionalizarse: (i) exportaciones, (ii) acuerdos contractuales, (iii) *joint venture*, (iv) adquisición, (v) *greenfield investment*. A continuación, se define cada una de ellas:

- i. **Exportación:** Proceso de transferir bienes o servicios fabricados en un país a otro con la intención de venderlos o intercambiarlos.
- ii. **Acuerdo contractual:** Acuerdo formal entre dos o más partes que establece los términos y condiciones bajo los cuales se llevará a cabo una transacción o actividad comercial específica.
- iii. **Joint Venture:** Acuerdo temporal (alianza estratégica) entre dos o más empresas, mediante el cual se crea una nueva empresa (inversión) jurídicamente independiente de los socios. Una de las características principales es que el beneficio obtenido se divide entre ambas.
- iv. **Adquisición:** Compra total o parcial de una empresa por parte de otra, adquiriendo el control de la misma en función de la cantidad adquirida. Se puede materializar mediante la compra de activos, acciones o bien, fusionando las dos empresas.
- v. **Greenfield Investment:** Se produce cuando una empresa decide iniciar su actividad desde cero en otro país.

Las empresas analizan cuidadosamente las diversas modalidades de entrada al nuevo mercado, considerando factores como el coste, el control y el riesgo asociado a cada una.

Basándose en su enfoque de internacionalización y las características del mercado objetivo, las empresas eligen la modalidad de entrada que mejor se ajuste a sus objetivos y recursos. Una vez seleccionada, proceden a implementarla y adaptarla según las condiciones y exigencias del mercado objetivo, realizando ajustes y modificaciones necesarias para maximizar su éxito en la expansión internacional.

La Tabla 2 describe las diferentes modalidades de entrada al mercado internacional y su impacto en factores clave como el riesgo, el retorno, el control y el grado de integración:

Tabla 2. Modalidades de entrada en mercados internacionales

	Exportación	Acuerdo Contractual	Joint Venture	Adquisición	Greenfield Investment
Riesgo	<i>Bajo</i>	<i>Bajo</i>	<i>Moderado</i>	<i>Alto</i>	<i>Alto</i>
Retorno	<i>Bajo</i>	<i>Bajo</i>	<i>Moderado</i>	<i>Alto</i>	<i>Alto</i>
Control	<i>Moderado</i>	<i>Bajo</i>	<i>Moderado</i>	<i>Alto</i>	<i>Alto</i>
Integración	<i>Negligible</i>	<i>Negligible</i>	<i>Bajo</i>	<i>Moderado</i>	<i>Alto</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ghemawat (2003)

Se observa que las modalidades de entrada varían en términos de riesgo y retorno asociados, así como en el nivel de control que la empresa puede ejercer sobre sus operaciones en el mercado extranjero. Además, se destaca cómo cada modalidad afecta al grado de integración de la empresa en el nuevo mercado. En general, las estrategias de exportación y los acuerdos contractuales presentan menor riesgo y retorno, con un control moderado por parte de la empresa, mientras que la adquisición y la inversión *greenfield* conllevan un mayor riesgo y retorno potencial, pero también un mayor grado de control e integración en el mercado objetivo.

En banca, al ser un mercado de servicios y no de bienes, la exportación no se puede aplicar. Son comunes los acuerdos contractuales con terceras entidades para bancos que no tienen acceso a determinados mercados (e.g., Bancos corresponsales para hacer transferencias internacionales), pero no determinan que una entidad sea internacional ya

que hoy en día prácticamente todas las entidades tienen este tipo de acuerdos en un entorno de mercados financieros globales.

Las *joint ventures* entre entidades financieras no son muy comunes, ya que apenas presentan ventajas respecto a las fusiones. La tecnología necesaria, el elevado grado de regulación financiera y la protección de la información financiera hace que no sea muy común un proceso de *joint venture* que no culmine en fusión. Sí que son utilizadas las *joint ventures* por entidades financieras en su relación con otros proveedores de servicios (gestoras de fondos, aseguradoras, etc.) tanto a nivel doméstico como internacional para desarrollar dichos productos (Ghemawat, 2003). Algunos ejemplos de esto son la *joint venture* doméstica de Mutua Madrileña con CaixaBank en España para la comercialización de seguros (SegurCaixa Adeslas) o la internacional de Banco Sabadell con Amundi para la comercialización de fondos de inversión.

Las entradas *greenfield* en un tercer país por bancos no son tan comunes como las adquisiciones, dada la complejidad regulatoria del sector financiero (necesidad de licencia bancaria para operar) y los lentos movimientos en cuotas de mercado en el sector bancario. No obstante, hay algunos ejemplos de entidades españolas como la reciente entrada de BBVA en Italia con su banca online en 2021, llegando a tener 2.500 M€ en depósitos en el país en 2023 (menos del 1% del tamaño que tiene en España con 216.000 M€ en depósitos o los 92.500 M€ que tiene en México), la entrada de Sabadell en México en 2016 o, en 1999, la entrada de ING en España.

En definitiva, el enfoque más común para realizar la internacionalización de la actividad bancaria es la adquisición total o parcial de una entidad en el país de destino, pudiendo proceder posteriormente a distintos niveles de integración con la entidad adquiriente que darán lugar a distintos niveles de sinergias o beneficios de la integración. Existen varias entidades españolas que han realizado este enfoque en el pasado proporcionando un crecimiento importante, principalmente en América, previo a la crisis financiera. Santander adquirió distintas entidades en Latinoamérica en la década de los 2000 como Banespa en Brasil, Serfin en México o Banco Santiago en Chile y, posteriormente, Abbey en Reino Unido. BBVA por su parte Bancomer en México, Banco Francés en Argentina y, posteriormente, Garanti Bank en Turquía.

IV. Retos de la internacionalización

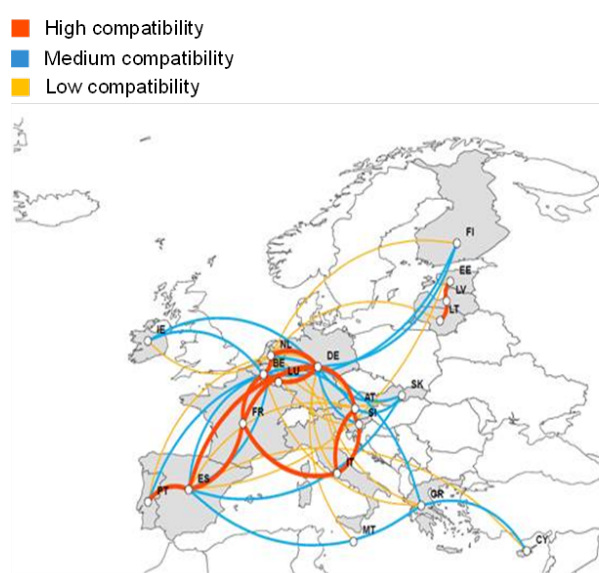
Los procesos de internacionalización no están exentos de complejidad y suponen siempre un desafío para materializarse con éxito. Existen tres grandes tipologías de retos en la internacionalización, dos riesgos ex-ante: precio de la operación/selección de la entidad a adquirir y selección del país de destino (distancias materiales e inmateriales entre geografías) y un riesgo ex-post derivado de la ejecución de la operación:

- **Precio de la operación / Selección de la entidad a adquirir (en el caso de M&A) – Riesgo ex-ante:** Una adecuada valoración económica y el encaje estratégico son claves para el éxito posterior de la operación.
- **Selección del país de destino / distancias materiales e inmateriales entre países – Riesgo ex-ante.** Estas dificultades pueden ser tanto de tipo logístico, como de tipo cultural. El **modelo CAGE** (Ghemawat, 2003) proporciona un marco útil para analizar las distintas dimensiones y que incluyen:
 - **Distancia cultural:** incluye elementos como el idioma, la etnia, la religión, los valores y las normas que no siempre se tienen en cuenta en las valoraciones económicas al seleccionar un país de destino.
 - **Distancia administrativa:** incluye elementos como la existencia o no de una historia común u hostilidades políticas o históricas, el disponer de una moneda común, acervo jurídico común, entre otras. Esto es muy relevante en el sector bancario que está altamente regulado.
 - **Distancia geográfica:** elementos como la distancia física entre países, disponer de fronteras comunes, diferencias climáticas, tamaño físico del país o dispersión se incluyen aquí.
 - **Distancia económica:** diferencias en las economías de los países origen y destino (riqueza, tamaño de la economía), así como las diferencias en costes de los recursos (financieros, infraestructuras o capital humano entre otros)
- **Ejecución del proceso de internacionalización – Riesgo ex-post.** En este sentido gestionar adecuadamente los riesgos que entraña la internacionalización es clave para salvaguardar el éxito y conseguir los objetivos que se pretenden. Materializar las sinergias que garanticen el éxito de una operación generalmente requiere de un análisis muy detallado y un plan

de ejecución bien elaborado. Adicionalmente, gestionar adecuadamente los riesgos que van surgiendo en un entorno no estático es clave. Esto implica no solo la monitorización del riesgo de crédito y de mercado en cada país, sino también la atención al riesgo operacional asociado con la gestión de una entidad bancaria con una presencia global. La complejidad aumenta debido a las diferencias en los entornos macroeconómicos, regulatorios, contables y tecnológicos entre los distintos países (Gil, 2005).

Mientras que los riesgos primero y tercero son comunes a un proceso de fusiones y adquisiciones (F&A) doméstico (aunque con mayor nivel de reto en un entorno internacional), el segundo riesgo es específico de los procesos de F&A internacionales. La investigación económica ha desarrollado incluso índices de compatibilidad en base a la frecuencia de las transacciones bancarias que se han desarrollado y, en Europa, han establecido tres grupos de compatibilidad como se ve en la Ilustración 2 (Figueiras et al., 2021): **Países del centro de Europa**, incluyendo, Bélgica, Alemania, Países Bajos y Austria; **Francia y países vecinos**; **España y Portugal**

Ilustración 2. Modelo de compatibilidad de F&A entre pares de países de la eurozona (2014-2020; Índice)



Fuente: Figueiras et al. (2021)

En conclusión, los retos de la internacionalización son diversos y requieren una gestión cuidadosa por parte de los responsables empresariales. La comprensión de las tres dimensiones descritas anteriormente, la definición de un plan concreto de ejecución y la

gestión efectiva de los riesgos en el proceso son clave para proporcionar valor para el accionista. Este esquema se utilizará posteriormente para analizar los casos de las entidades seleccionadas.

V. El Sector Bancario Español

El sistema bancario español, ha experimentado una notable evolución y transformación para convertirse en un componente fundamental de la economía española y europea. Las instituciones financieras españolas han desempeñado un papel crucial en el desarrollo económico del país, ofreciendo una amplia gama de servicios financieros a individuos, empresas y organizaciones, que operan tanto en España como en el exterior. De hecho, parte de la internacionalización de la banca española ha sido consecuencia de seguir la actividad de sus clientes, inicialmente con procesos de expansión en Latinoamérica en los inicios de este siglo y posteriormente en otras geografías. Con una variedad de bancos comerciales, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y entidades financieras especializadas, el sistema bancario español está sujeto a regulaciones estrictas por parte de organismos como el Banco de España, el Banco Central Europeo y la Autoridad Bancaria Europea para garantizar la estabilidad y solidez del sistema financiero en su conjunto. Esta es una de las diferencias principales de la banca con otros sectores: el elevado nivel de regulación a la que está sometida, que se ha incrementado tras la crisis financiera.

a. Perspectiva histórica: evolución y situación tras la crisis financiera

Durante las últimas dos décadas, el sistema bancario español ha atravesado un período de cambios significativos, influenciados por una serie de eventos económicos y financieros de gran envergadura. Los dos más significativos para el sistema bancario han sido la entrada de España en la Unión Europea en 1985 y la crisis financiera de 2008.

La entrada de España en la Comunidad Económica Europea en 1985 marcó un hito importante en la evolución del sector bancario, ya que impulsó una mayor integración con los estándares financieros y operativos europeos. Este proceso de integración tuvo dos consecuencias: una consolidación del sector derivada en parte de los cambios normativos en el sistema de cajas y un proceso de internacionalización de los dos

principales grupos bancarios que emergieron: Santander y BBVA. Las cajas de ahorro, instituciones financieras de carácter regional, fueron objeto de una serie de cambios regulatorios que las llevaron a asimilar prácticas y normativas similares a las de los bancos comerciales. Esta convergencia en la estructura y operación del sistema bancario español sentó las bases para una ola de fusiones y adquisiciones en la década de 1990, que reconfiguró significativamente el panorama bancario del país. La unión en 1989 del Banco Vizcaya y el Bilbao para formar el Banco Bilbao Vizcaya (BBV), seguida de la creación de Argentaria en 1991 y su posterior fusión con BBV en 1999 para dar origen al Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), fue un hito importante en este proceso de consolidación. Asimismo, la unión en 1991 del Banco Central e Hispanoamericano para formar el Banco Central Hispano, que luego se integró en el Banco Santander en 1999, contribuyó a crear el otro gran grupo bancario español (Aceña, 2013). En paralelo, estas dos grandes entidades comenzaron a expandir sus operaciones más allá de las fronteras nacionales, principalmente en Latinoamérica, y a adaptarse a un entorno financiero cada vez más globalizado.

Posteriormente, la crisis financiera de 2008, cuyas repercusiones fueron notables en España, supuso otra transformación radical. Ante el colapso de los mercados financieros y la posterior recesión económica, numerosas entidades bancarias españolas se vieron sumidas en dificultades financieras, especialmente las cajas de ahorros, que resultaron gravemente afectadas por la exposición a activos tóxicos y la burbuja inmobiliaria.

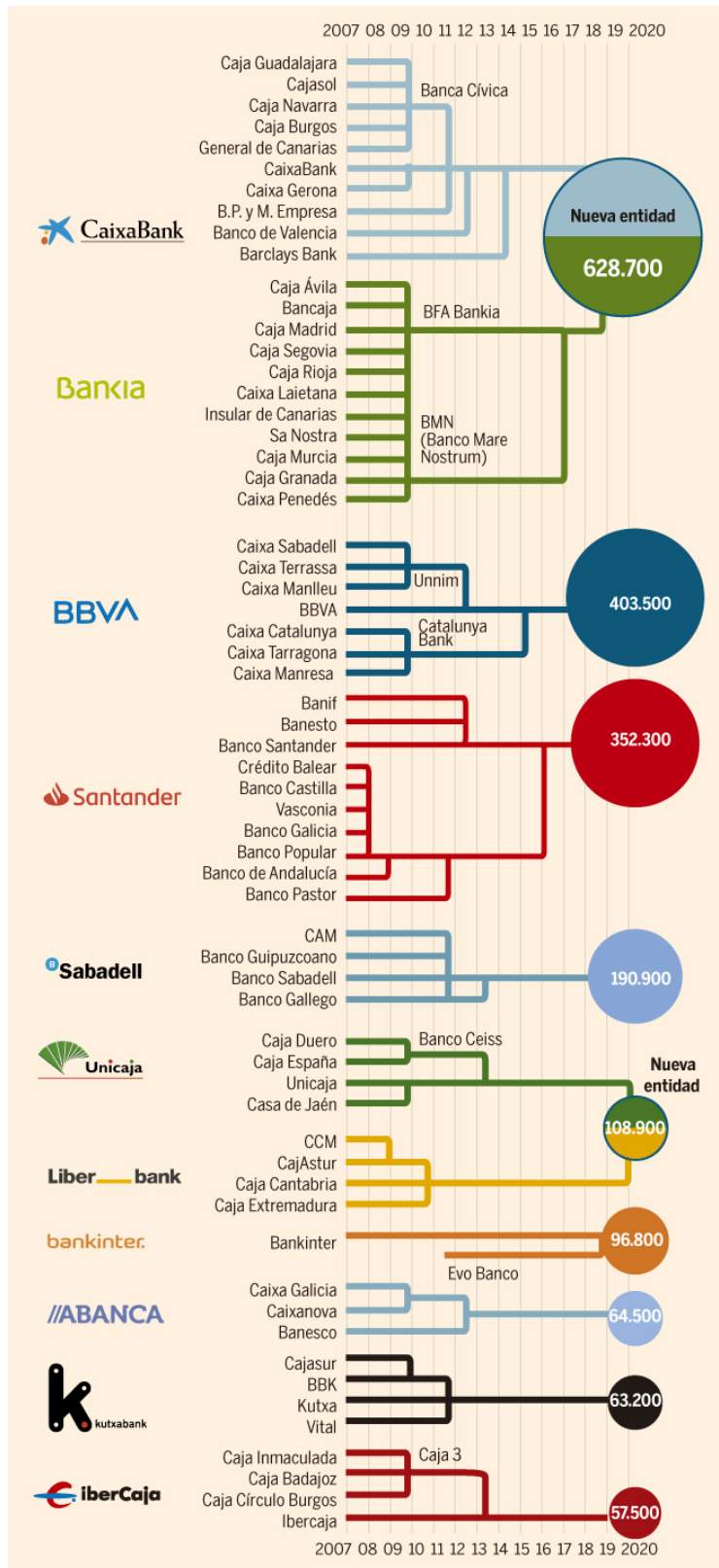
La crisis financiera obligó a una serie de medidas de reestructuración en el sector bancario español. La intervención del Banco de España en entidades financieras en dificultades, la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) marcaron el inicio de un proceso de reestructuración bancaria que se prolongó durante varios años y que se caracterizó por un aumento de la regulación al que se vieron sometidas las entidades, tanto doméstica como europeas. En Europa, el Banco Central Europeo comenzó a asumir actividades de supervisión de las entidades de mayor tamaño y se sentaron las bases de la unión bancaria europea creándose distintos mecanismos para aplicar estándares comunes y prevenir crisis bancarias, como son el Mecanismo Único de Supervisión o el

Mecanismo Único de Resolución de entidades financieras, quedando pospuesta la creación de un sistema único de garantía de depósitos² (Aceña, 2013).

Este escenario condujo a un proceso de reestructuración y consolidación en el sector, marcado por una serie de fusiones y adquisiciones destinadas a fortalecer la solidez financiera y mejorar la eficiencia operativa de las entidades bancarias y que llevó a una concentración sin precedentes. En 2007, las cinco principales instituciones financieras de España (Santander, BBVA, CaixaBank, Bankia y Sabadell) controlaban el 40,4% del total de activos, pero a lo largo de la última década, esta proporción se incrementó en 30 puntos porcentuales (Aceña, 2013). La Ilustración 3 muestra la evolución completa de las entidades domésticas desde 2007 a 2018 a consecuencia de la crisis financiera:

² El fondo único de garantía de depósitos constituiría el tercer pilar de la Unión Bancaria, pero no ha sido desarrollado por falta de acuerdo político.

Ilustración 3. Reestructuración Bancaria Española (2007-2020)



Fuente: Sampedro (2021)

Además, la crisis llevó a una mayor apertura hacia los mercados internacionales por parte de los bancos españoles, quienes buscaron diversificar sus fuentes de ingresos y reducir su dependencia del mercado doméstico que soportaba elevadas tasas de morosidad y activos problemáticos. La crisis financiera también llevó a una etapa de tipos de interés muy bajos en los que el margen de intereses (principal línea de ingresos de las entidades financieras) se vio muy reducido, incidiendo negativamente en la rentabilidad.

Asimismo, en este periodo, el ritmo de transformación tecnológica se aceleró enormemente tras la crisis, incrementándose el nivel de adopción digital de los consumidores, disparándose la tenencia de dispositivos inteligentes (teléfonos, tabletas) y las posibilidades de operaciones en *apps* de distinta índole, con *fintechs* retando el modelo de negocio de los bancos tradicionales. Esta transformación tecnológica suponía un desafío para las entidades en cuanto a las grandes necesidades de inversión en un periodo de rentabilidad limitada. Sin embargo, también presenta una oportunidad para mejorar la eficiencia de las entidades con la automatización de procesos tanto internos como de autoservicio por parte de los clientes.

En la actualidad, la estructura bancaria española está dominada por cinco grandes entidades bancarias que suponen la mayor parte del negocio en el país, concentrando más del 75% de los depósitos bancarios en el país, mientras que el resto del mercado lo conforman tanto bancos internacionales como entidades nacionales de menor tamaño. Actualmente, los cinco bancos líderes en España son Santander, BBVA, CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter, cuyo tamaño relativo se ve en la Tabla 3 y la Ilustración 4.

Tabla 3. Ranking de activos, empleados y sucursales de bancos españoles (2023)

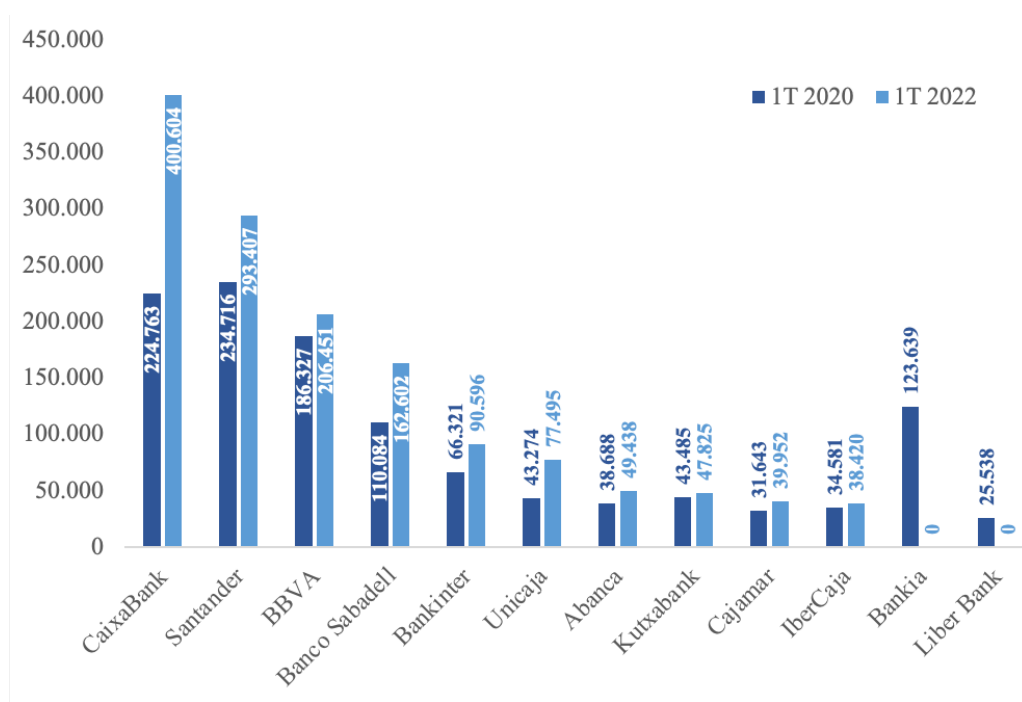
Entidad	Activos en el Mundo	Empleados Mundo	Sucursales Mundo	Activos en España
Santander	1 797 062	212 764	8 518	483 603
BBVA	775 558	121 486	5 949	457 624
CaixaBank	607 167	44 863	4 191	562 423
Banco Sabadell	235 173	19 316	1 420	183 918
Bankinter	113 012	6 541	445	103812
Unicaja	97 153	7 523	957	
Abanca	74 829	6 808	729	-
Kutxabank	63 040	5 025	693	
BCC / Grupo Cajamar	60 965	5 205	842	
Ibercaja Banco	53 689	4 914	893	

Fuente: Elaboración propia a partir de AEB e Informes financieros de entidades

Estas entidades han consolidado su posición en el mercado, lo que no sólo refleja una mayor concentración sino también una menor competencia interna en la banca española (Roldán, 2019). Esta tendencia se ha reflejado en el índice Herfindhal³, que ha alcanzado niveles históricamente altos en los últimos años (con un valor de 1.138 hacia finales de 2018), indicando un escenario de creciente concentración en el sector bancario privado español (Aceña, 2013). Esta enorme concentración puede verse en la Ilustración 4, que refleja el tamaño relativo del volumen de depósitos de las principales entidades en España y como esta concentración se ha incrementado a un más tras la adquisición de Bankia por parte de CaixaBank que puso fin a la reestructuración del sector en España tras la crisis financiera. Desde una composición fragmentada y regionalizada se ha conseguido una consolidación con unos pocos gigantes financieros.

³ Este índice mide la concentración del mercado, en particular como están las empresas dominantes vs las no dominantes. Lo importante es el valor de la cuota de mercado de las empresas dominantes y el número de estas. (Morales-Paredes & Ruiz-Paredes, 2017)

Ilustración 4. Principales bancos españoles por volumen de depósitos en España (2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de artículo *Ranking de los principales bancos de España en 2020, según volumen de activos totales*. Sobrino (2022)

b. Internacionalización de la banca española

La internacionalización de la banca española ha sido un fenómeno destacado en las últimas décadas. Este proceso ha sido impulsado por diversos factores, como la maduración del negocio, el estrechamiento de márgenes y la fuerte competencia en el mercado nacional. En respuesta a estos desafíos, los bancos españoles han buscado oportunidades de crecimiento en el extranjero, adquiriendo bancos en Latinoamérica y Europa. Al exportar sus plataformas tecnológicas, capacidad de gestión y visión del negocio bancario, estas entidades buscan aprovechar el potencial de crecimiento en países menos bancarizados y diversificar el riesgo (Gil, 2005). Este proceso de internacionalización aún continúa, reflejando la voluntad de los bancos españoles de adaptarse a un entorno financiero globalizado y aprovechar las oportunidades que ofrece.

Dicho proceso puede ser subdividido en tres etapas distintas (Sierra, 2007):

- Una primera etapa, de larga duración, pero con una actuación internacional limitada. Los bancos españoles apenas incursionaron en mercados extranjeros y se centraron en el mercado nacional.

- Una segunda etapa, se aprecia una intensificación de la actividad internacional enfocada principalmente en Latinoamérica. Durante este período, bancos españoles, como Santander o BBVA, buscaron oportunidades de crecimiento en países de la región, aprovechando su potencial de desarrollo y sus mercados menos bancarizados. Inversiones y adquisiciones consolidaron la presencia de la banca española en la región.
- Una tercera etapa, donde la banca española empezó a mostrar interés por expandirse hacia otros mercados, especialmente dentro de la Unión Europea y en la economía estadounidense. Esta fase se caracteriza por una estrategia de diversificación geográfica, con un enfoque en la búsqueda de nuevos mercados y oportunidades de crecimiento fuera de Latinoamérica. En esta etapa entran nuevas entidades, además de BBVA y Santander, en el proceso de internacionalización.

El objetivo de este trabajo es entender esta última etapa, tras la crisis de 2008, cuando los procesos de internacionalización se expandieron a otros competidores y a nuevas geografías. Hubo tres factores que impulsaron a las mayores entidades a expandir su presencia en el extranjero, lo que contribuyó a aumentar la internacionalización del sector bancario español en los años posteriores a la crisis de 2008: (i) incremento de la regulación con los costes asociados a la misma, (ii) rentabilidad limitada por un entorno de bajos tipos de interés y morosidad todavía elevada, (iii) necesidad de mayor inversión en tecnología derivada de los avances tecnológicos y de los nuevos competidores.

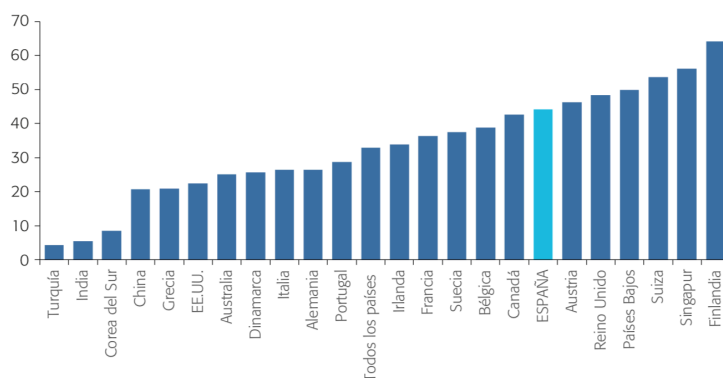
Por otro lado, el foco geográfico cambió. Los países menos desarrollados, como los latinoamericanos, requerían capital, gestión, tecnología y productos financieros para satisfacer una creciente demanda de servicios financieros, ofreciendo márgenes significativos (Argimón, 2019), pero había una desaceleración económica incipiente además de mayor inestabilidad. La necesidad de reducir riesgos políticos, regulatorios y de tipo de cambio reenfocó el crecimiento hacia países desarrollados (KPMG, 2016).

Así pues, predominaron más las adquisiciones en Europa (algunos ejemplos son las compras por Banco Santander: SEB en Alemania, Zachodsky en Polonia, Williams &

Glynn en R. Unido o Totta en Portugal⁴; BBVA con la adquisición de Garanti en Turquía, CaixaBank con la adquisición de BPI en Portugal, Banco Sabadell con la adquisición de TSB en R. Unido o Bankinter con la adquisición de los activos de Barclays en Portugal) y en Estados Unidos (adquisición de Sovereign Bank por Santander, consolidación de otras entidades por parte de BBVA tras la adquisición de Compass en 2007).

La evolución de los procesos de internacionalización pone de manifiesto dos hechos relevantes. En primer lugar, ha contribuido a que España se sitúe entre aquellos países con mayor exposición internacional de su sector bancario, como se ve en el gráfico siguiente, lo que significa que una parte significativa de sus operaciones y activos se encuentra fuera de las fronteras nacionales (Maudos, 2019). Las inversiones en países extranjeros por parte del sector bancario español, como se aprecia en la Ilustración 5, son el 44% del total, con un porcentaje supera el de otros países relevantes de la eurozona, como Alemania (27%), Italia (26%) o Francia (36%).

Ilustración 5. Exposición internacional de los sectores bancarios - peso de la inversión en el exterior del sector financiero en relación al total de inversión (%), 2018



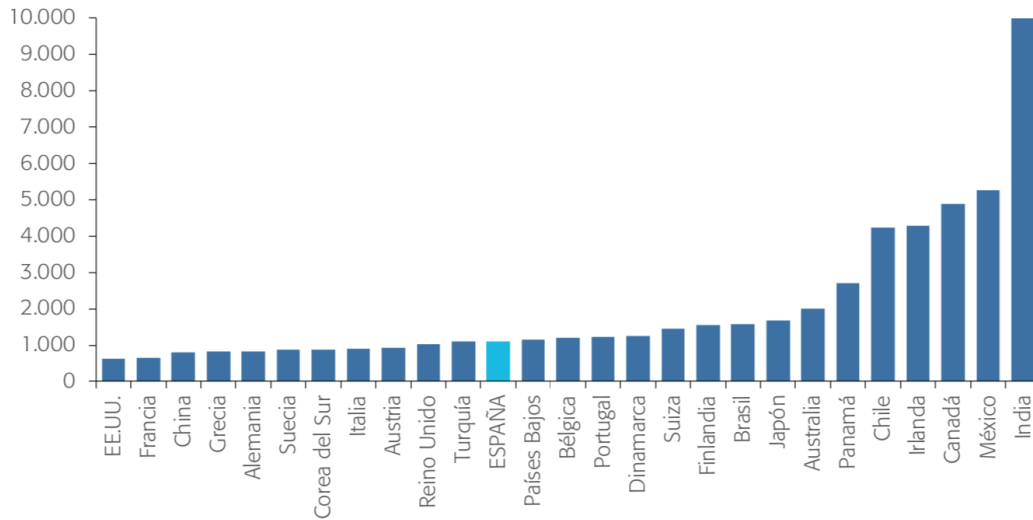
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bancos de Pagos Internacionales (BIS)

No obstante, y, en segundo lugar, la diversificación geográfica de los bancos españoles es menor a la de países como Alemania, Italia o Francia, como se ve en la Ilustración 6, pues su negocio se encuentra muy focalizado en tres geografías: Latinoamérica, Europa y Estados Unidos (Maudos, 2019). A pesar de la tercera etapa de internacionalización que

⁴ La adquisición de Totta en Portugal fue consecuencia de la adquisición de Banco Popular en España, ya que Totta era filial de este último.

se ha mencionado previamente, donde se han ido abarcando nuevas geografías, existe recorrido en diversificación.

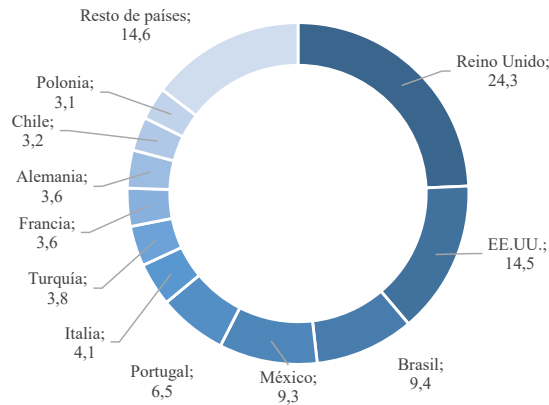
Ilustración 6. Grado de concentración geográfica del negocio exterior de la banca, 2018. Índice de Herfindahl



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bancos de Pagos Internacionales (BIS)

Por último, hay que destacar donde se encuentran los activos de las entidades españolas en el exterior, destacando el peso de Reino Unido (con las inversiones de Santander y Sabadell), Estados Unidos (aunque la salida reciente de BBVA de este país ha reducido significativamente la presencia allí) y continuando por los dos grandes países iberoamericanos (Brasil y México). En quinto lugar, destaca Portugal, como se ve en el siguiente gráfico. Es destacable que los dos principales países sean anglosajones, a pesar de las diferencias culturales que existen con dichos países.

Ilustración 7. Distribución geográfica del negocio exterior del sector bancario español



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bancos de Pagos Internacionales (BIS)

Para concluir, cabe destacar que la estrategia de expansión y globalización adoptada por los grandes bancos españoles ha resultado en promedio altamente beneficiosa si se les compara con aquellos que no han optado por ella. La rentabilidad alcanzada por los conglomerados bancarios españoles consolidados superó en un 43% la obtenida por los bancos en el ámbito nacional en 2018. Esta rentabilidad superior se explica principalmente por el elevado margen de intereses que las sucursales de bancos españoles logran en sus operaciones en otros países, dado que el margen de intereses de los grupos consolidados, del 2,01%, más que duplica el obtenido en el negocio nacional en España que se sitúa en el 0,93% (Maudos, 2019). Independientemente de este dato, que puede ser transitorio en función de la evolución relativa de los tipos de interés, de lo que no cabe duda es que España ha situado a dos de sus entidades entre los 50 primeros bancos del mundo, con un Banco de Santander que supera en tamaño a la primera entidad alemana (como se aprecia en la tabla del apartado 2 de este capítulo).

Esta internacionalización de la banca española mediante fusiones y adquisiciones de bancos en el extranjero ha resultado además en creación de valor, en la mayoría de los casos (Béjar, 2017). En definitiva, la internacionalización, cuando se acompaña de una creación de valor tangible y sostenible, constituye una estrategia sólida y justificada para las empresas. Aun así, es importante determinar qué factores contribuyen a que las fusiones y adquisiciones de entidades en el extranjero creen valor para el accionista y la

empresa en su conjunto y por ende pueda hablarse de ellas como operaciones exitosas. Esto se abordará en el siguiente capítulo.

CAPÍTULO 2. CASOS DE ESTUDIO

En este capítulo, se analizan tres casos de estudio: (i) la adquisición de BPI por parte de CaixaBank, (ii) la compra del TSB por parte de Banco Sabadell y (iii) la adquisición de Barclays Bank Portugal por parte de Bankinter. Se analizan estos tres casos por ser las entidades que se embarcaron en procesos de internalización tras la crisis financiera de 2008 y que, a diferencia de BBVA y Santander, tenían una experiencia muy limitada en internacionalización de su negocio.

El capítulo se divide en dos grandes partes. Por un lado, se exponen las tres operaciones, su contexto y los racionales que justificaron cada una de las entidades adquirentes en el momento de la adquisición de los *targets*. Por otro lado, se presenta una tabla resumen de los datos principales de cada una de las operaciones seguida de un análisis comparativo y planteamiento de hipótesis de éxito o fracaso, así como de factores que contribuyen a la creación de valor, en base al modelo de retos de internacionalización que se ha expuesto en el capítulo anterior. En su conjunto ambas partes contribuyen a evaluar la tesis inicial que sostiene que el éxito de una estrategia de internacionalización a través de fusiones y adquisiciones radica en la capacidad de crear valor para los accionistas y partes interesadas y en determinar cuáles son los factores que determinan esa creación de valor.

Por tanto, el principal objetivo del siguiente capítulo es la identificación de los factores de éxito en los tres aspectos, dos ex ante y dos ex post, que se identificaron en el capítulo anterior: (i) selección del target y precio de adquisición, (ii) selección del país de destino que se analizará con el modelo CAGE, (iii) ejecución de la operación y de la integración. Se establecerán las hipótesis de éxito para, en el capítulo siguiente, valorar los resultados en cuanto a creación de valor para el accionista.

Antes de iniciar el análisis, es importante determinar las tres fechas clave en cualquier operación de M&A: fecha de anuncio (desde el día del anuncio el valor de la acción ya puede empezar a recoger la expectativa de mercado del valor económico de la operación), fecha de cierre (fecha de la formalización de la adquisición o momento en que legalmente la entidad adquirida se integra en los resultados consolidados de la adquirente) y fecha de la integración operativa (fecha a partir de la cual las dos entidades integran sus modelos

operativos - organización, tecnología y negocio- para operar como una única entidad⁵). Estas fechas se ven en la siguiente tabla y permitirán analizar los plazos y resultados.

Tabla 4. Fechas clave en las operaciones de internacionalización analizadas

	Fecha anuncio	Fecha cierre	Fecha integración operativa	País de destino	Características clave de la operación
CaixaBank - BPI	18 Abril 2016 Anuncia OPA sobre BPI	8 Feb. 2017 – finalización del periodo de aceptación de la OPA sobre BPI (1,134€/acción) y control del 84,51% del capital ⁶	8 Feb. 2017 – Misma fecha que la de cierre al no ser necesaria integración operativa, solo cambios organizativos (nuevo consejero delegado, manteniendo marca)	Portugal (con algunas operaciones en Angola)	-Primera vez que CaixaBank toma el control de una entidad extranjera. -CaixaBank tenía en la fecha del anuncio una inversión financiera en BPI del 45% (con solo un 20% de derechos políticos)
B. Sabadell – TSB	20 Mar. 2015 Anuncia oferta en metálico por el 100% de TSB	30 Jun 2015 Adquisición de la mayoría de las acciones y exclusión de bolsa (totalidad de las acciones adquiridas el 21 agosto de 2015)	23 Abr. 2018 Puesta en funcionamiento de la nueva plataforma tecnológica e “independencia operativa” de Lloyds	R. Unido	- Adquisición por Sabadell a Lloyds (controlaba el 50% de TSB) y a minoritarios de TSB (se segregó de Lloyds para cumplir con requisitos regulatorios) -TSB era dependiente de la tecnología de Lloyds hasta que Sabadell le dotara de plataforma IT
Bankinter – Barclays Portugal	3 Sept 2015 Anuncia compra a Barclays de su actividad minorista en Portugal	1 abril 2016 Entrega a Barclays del importe pactado	Diciembre 2016 Integración tecnológica y desconexión de Barclays, además de integración operativa	Portugal	- Adquisición a Barclays de las actividades minoristas en Portugal. Requería segregar las operaciones de banca minorista de corporativa y desconectar a Portugal del Grupo Barclays

Fuente: Elaboración propia a partir de hechos relevantes, presentaciones e informes financieros de las entidades

⁵ En el caso de operaciones internacionales no siempre se produce una integración operativa posterior a la integración jurídica ya que, en algunos casos, esta no es necesaria si la entidad adquirida dispone de todos los medios para operar de forma independiente y la adquiriente opta por mantener un determinado nivel de separación de los negocios.

⁶ El 6 de mayo de 2018 CaixaBank compró el 8,4% del capital social que estaba en manos de Allianz para proceder a la exclusión de bolsa el 28 de Dic 2018. Pero desde el 8 de febrero de 2017 ya controlaba BPI y sus cuentas se integraban en las de CaixaBank

I. Planteamiento de los distintos casos de estudio

a. CaixaBank compra BPI (2017-2018)

En abril de 2016 CaixaBank lanzó una OPA sobre la totalidad de las acciones que no poseía con el fin de lograr sinergias de costes e ingresos para acelerar la recuperación de la eficiencia y la rentabilidad de BPI en Portugal y alinear los intereses económicos con sus derechos políticos en BPI (CaixaBank, 2016). CaixaBank contaba con una participación financiera en BPI desde 1995 del 44,1%, pero con derechos políticos del 20%. Esta presencia en el consejo de BPI le permitió conocer el mercado portugués y el negocio de BPI, entidad cotizada en el mercado portugués. Tras la crisis financiera, con la recuperación económica de Portugal, CaixaBank vio una oportunidad para:

- **Acelerar el crecimiento de BPI en Portugal**, integrando dicha entidad y beneficiándose de sus mayores niveles de liquidez, solvencia y calificación crediticia.
- **Generar sinergias de costes** (85M€ en el año tres) **e ingresos** (35M€/año) al integrarse en el Grupo CaixaBank.

De esta forma, en 2017 elevó su participación en BPI, hasta el 92,93% (84,51% en febrero, para llegar al 92,93% en junio) y posteriormente, en 2018, procedió a la compra de la participación de Allianz en Banco BPI (del 8,4%) además de proponer su exclusión de bolsa lo que le permitió lograr una participación del 100% en la entidad (Oferta Pública de Adquisición sobre Banco BPI, S.A., 2015).

i) Selección del target, país y racionalidad de la operación

BPI (*Banco Português de Investimento*) era una institución financiera con sede en Portugal que operaba como un banco comercial y de inversión. Fundado en 1981, BPI destacó como uno de los principales bancos del país, incluyendo en sus servicios banca minorista, banca corporativa, gestión de patrimonios, seguros y servicios de inversión. A lo largo de los años, desarrolló una sólida reputación en el mercado portugués, logrando un 10% de la cuota de mercado en crédito y depósitos de clientes y convirtiéndose en la

quinta mayor entidad financiera que operaba en Portugal. Asimismo, BPI contaba con presencia en Angola dónde también era una de las entidades líderes del país, siendo el primer banco por tarjetas de crédito, el tercero por depósitos (con una cuota de mercado del 16%) y el cuarto del país por activos. Por lo tanto, entre ambas geografías, contaba en 2015 con más de 40.700 M€ en activos (82% en Portugal), 24.300 M€ de créditos (94% en Portugal) y 35.700 M€ en depósitos (81% en Portugal). También contaba con 3MM clientes (57% en Portugal) y 8.500 empleados (70% en Portugal) y 788 sucursales (76% en Portugal). Aproximadamente el 80-90% del negocio estaba en Portugal, pero Angola contribuía en mayor medida a los resultados, por el efecto de un resultado extraordinario que tuvo en 2015. En su conjunto, BPI representaba el 10-12% del negocio de CaixaBank y el 15% de los ingresos, pero tenía menor morosidad y mayor ROE que la adquirente (Oferta Pública de Adquisición sobre Banco BPI, S.A., 2015).

Tabla 5. Negocio de BPI en Portugal y Peso en CaixaBank

		BPI Total	Intl. (principalmente Portugal Angola)	% Portugal	Caixabank sin BPI	% BPI s/ Cxbk
Valor de mercado (capitalización)	MME	1600	n.a.	n.a.	18702	9%
Activos	MME	40,7	33,3	8	344,3	12%
Créditos	MME	24,3	22,8	1,5	206,4	12%
Recursos clientes	MME	35,7	28,8	6,9	296,6	12%
Fondos Propios	MME	2,4	1,9	0,5	25,204	10%
Margen Bruto	M€	1181,9	666,2	515,7	7726	15%
Beneficio antes de impuestos	M€	372,9	65,8	307,1	638	58%
Ratio de morosidad	%	4,60%	4,50%	5,50%	7,90%	
ROE	%	10,40%			3,40%	
Clientes	Mill.	3,3	1,7	1,6	13,8	24%
Sucursales	Nº	788	597	191	5211	15%
Empleados	Nº	8509	5899	2610	32242	26%

Fuente: Informes financieros de BPI y CaixaBank 2015 y de la presentación Oferta Pública de Adquisición sobre Banco BPI, S.A. (2015)

Acorde a la presentación sobre la Oferta Pública de Adquisición sobre Banco BPI, S.A. publicada por CaixaBank en 2015, la adquisición de BPI contaba con un claro racional

estratégico: convertir una participación financiera en una filial de negocio en un nuevo mercado, como son tanto Portugal como Angola. Por otro lado, al excluirse a Angola de la lista de la Unión Europea de países regulatoriamente equivalentes en 2014, los supervisores europeos habían alertado de un exceso de concentración de riesgo en Angola que penalizaba tanto a BPI como a CaixaBank (por su participación financiera en dicha fecha). CaixaBank había realizado distintos movimientos que no habían prosperado con el fin de incrementar sus derechos políticos para reducir dicho riesgo en el año 2015, y que dieron paso a la OPA lanzada en abril de 2016.

BPI operaba un negocio atractivo, respaldado por un equipo directivo respetado, una sólida base de clientes y una gestión de riesgos prudente, lo que lo posicionaba favorablemente para aprovechar la recuperación económica en Portugal. Por lo que la adquisición se percibía como un paso lógico para la expansión internacional de CaixaBank, aprovechando su experiencia previa en el mercado bancario portugués desde 1995 (Oferta pública de adquisición sobre Banco BPI, S.A., 2015). La adquisición de BPI debería permitir generar valor sostenible para sus accionistas, mediante eficiencias de costes (especialmente de BPI en Portugal) y mejorar la capacidad de generar ingresos en Portugal. Por otro lado, el negocio adquirido también presentaba una ratio de morosidad más bajo y un ROE más alto que la entidad adquirida, por lo que también contribuiría a mejorar estas dos ratios en la entidad combinada.

ii) Condiciones económicas y sinergias esperadas

El precio pagado por el 55.9% de la entidad fue de €1.082M, que si se equipara a lo que habría sido el precio pagado por el 100% de la entidad serían €1.936,5M; lo que implica un *Price to Book Value (PTBV)* de 0.68 veces. A cierre de 2015, CaixaBank cotizaba a 0,93 veces *PTBV* y en 2016 a 0,96, por lo que pagó un importe inferior a la cotización relativa de la matriz. Para la determinación del valor de compra no se tuvo en cuenta el pago de una prima, sino el precio medio ponderado de los últimos 6 meses (Resultados financieros CaixaBank, 2015).

Las sinergias identificadas fueron tanto de ingresos, en su gran mayoría, como de ahorro de costes (Tabla 6). Su totalidad se cifró en €130MM alcanzables tras haber transcurrido año y medio del cierre de la operación, es decir en 2017. Además, se esperaba que estas

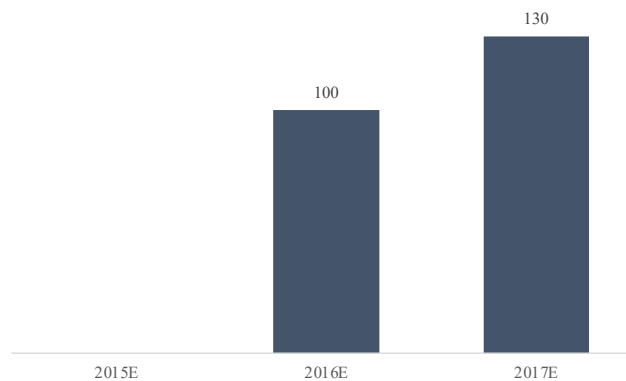
podieran generar un valor actual neto relevante y mejorar el beneficio por acción desde el primer año, además de garantizar un retorno sobre el capital invertido superior al 10% a partir de 2017 (Oferta pública de adquisición sobre Banco BPI, S.A., 2015). Por estas razones, se trataba de una operación que desde el primer año era *acretiva*, es decir, que se esperaba que la transacción aumentase las ganancias por acción (EPS) en un 8% en el primer año y un 9% en el tercero.

Tabla 6. Sinergias identificadas en la integración de BPI por parte de CaixaBank

Sinergias de Costes	Sinergias de Ingresos
<ul style="list-style-type: none"> • Disminución de costes de financiación • Reducción de costes y mejora de la eficiencia • Racionalización de procesos operativos • Optimización de sistemas de IT • Beneficios de escala en compras centralizadas y externalización de procesos 	<ul style="list-style-type: none"> • Mejora de capital y liquidez • Oportunidad para acelerar el crecimiento orgánico • Mejora de negocios basada en modelo y mejores prácticas de CaixaBank • Mejora en pagos electrónicos y negocio de tarjetas • Exploración de oportunidades en gestión de activos • Mejora de funcionalidades en canales online y de banca móvil • Adaptación de herramientas para incrementar ingresos y venta cruzada • Cooperación transfronteriza en banca de inversión, banca corporativa y gestión de activos • Gestión de riesgos y mejora de prácticas de auditoría

Fuente: Elaboración propia a partir de la presentación Oferta Pública de Adquisición sobre Banco BPI, S.A. (2015)

Ilustración 8. Objetivo de sinergias anuales (MM€) antes de impuestos en la integración de BPI



Fuente: Elaboración propia a partir de la presentación Oferta Pública de Adquisición sobre Banco BPI, S.A. (2015)

Los analistas valoraron en el momento del anuncio que la adquisición de BPI representaba una oportunidad estratégica para generar valor tanto para los accionistas de BPI como para los de CaixaBank. Sin embargo, las acciones de CaixaBank cayeron un 3% tras el anuncio, posiblemente por los riesgos de ejecución que entrañaba la operación, pero corrigieron posteriormente. Por otro lado, para los accionistas de CaixaBank, la adquisición representaba un movimiento lógico para consolidar el control sobre BPI, alinear los derechos de voto con su participación en la entidad y capturar el potencial de crecimiento a largo plazo y el valor generado por las sinergias.

b. Sabadell compra TSB (2015-2018)

A principios de 2015, Sabadell anunció que tenía la intención de adquirir el banco de Reino Unido TSB, cuya adquisición completó en junio de dicho año. El Plan Estratégico de Banco Sabadell para el periodo 2014-2016, *Plan Triple*, contemplaba la expansión internacional como uno de los tres ejes principales (siendo los otros dos: transformación del modelo de producción y rentabilidad de doble dígito), una vez finalizado un proceso de crecimiento inorgánico en España, mediante el cual había duplicado su volumen de activos aprovechando adquisiciones de bancos y cajas en dificultades tras la crisis financiera (adquisición de Banco Guipuzcoano, Banco Gallego, Banco CAM, parte de los activos de BMN y negocio español de Lloyds Bank). Sabadell buscaba con esta operación:

- **Dar un salto cuantitativo en tamaño, algo que solo podía hacer fuera de España** ya que el proceso de consolidación bancaria en España parecía haber tocado su fin.
 - Aprovechar **sinergias de costes** derivadas del cambio de plataforma tecnológica que se valoraron en 160 M de libras esterlinas (205 M€) al finalizar un periodo de **tres años de integración tecnológica**.
- i) **Selección del target, país y racionalidad de la operación**

TSB se originó como el Trustee Savings Bank en 1810 y más tarde fue adquirida por Lloyds Bank en 1999. La crisis financiera golpeó fuertemente al sector bancario de Reino Unido con pérdidas muy relevantes en las principales entidades, incluida Lloyds, que requirieron apoyo del estado. Por ello, la Comisión Europea estableció condiciones de segregación de parte de algunos negocios de las grandes entidades que habían recibido ayudas para evitar su colapso y aumentar la competencia entre entidades en el Reino Unido. Por ello, Lloyds realizó la escisión de TSB en 2013 donde incorporó los volúmenes de hipotecas y clientes que le exigían escindir las autoridades, sacándola a bolsa un año después en 2014. En el momento de la adquisición por parte de Sabadell, Lloyds Bank poseía el 50% de TSB y estaba obligado a desinvertir antes de finales de año.

Con 631 sucursales y alrededor de 8,600 empleados, TSB gestionaba un volumen importante de préstamos y depósitos de clientes, con £21,728 millones en préstamos brutos y £24,625 millones en depósitos de clientes, mientras que sus activos totales ascendían a £27,171 millones. TSB también contaba con una cuota de mercado en el Reino Unido del 2,2% en hipotecas y del 4,3% en cuentas personales. Su red de distribución representaba el 6.1% del total de sucursales en el país (TSB, s.f.).

Tabla 7. Negocio de TSB en R. Unido y peso vs Sabadell (2014)

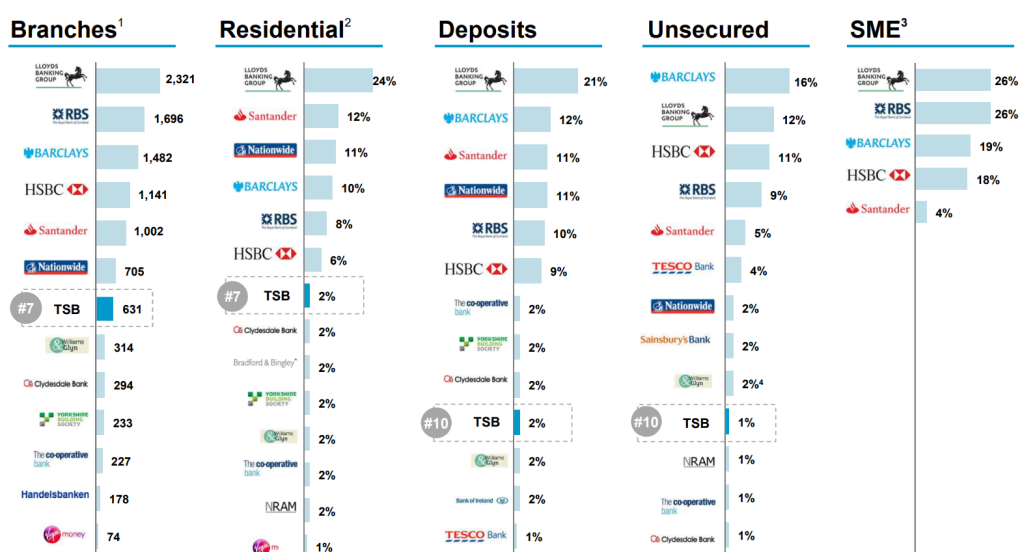
		TSB	Sabadell	% TSB s/ Sab
Valor de mercado (capitaliz. estimada)	MM€	2200	8875	25%
Activos	MM€	34,9	163,3	21%
Créditos	MM€	27,9	121,1	23%
Recursos clientes	MM€	31,6	98,2	32%
Fondos Propios	MM€	2,1	12,2	17%
Margen Bruto	M€	1097	4801	23%
Beneficio Neto	M€	167	372	45%
Ratio de morosidad	%	0,90%	12,17%	
ROE	%	7,50%	3,70%	
Clientes	Mill.	4,5	6	75%
Sucursales	Nº	631	2320	27%
Empleados	Nº	8638	17529	49%

Fuente: Informes financieros de TSB y Sabadell (2014) y *Recommended cash offer for TSB Banking Group* (2015)

Una vez adquirida TSB, el 22% de los activos totales de Sabadell se ubicarían fuera de su mercado local, lo que representaba un incremento significativo en comparación con el 5% previo a la transacción. Ello posicionaba a Sabadell como un actor importante en el ámbito financiero global y fortalecía su capacidad para competir en diferentes geografías y segmentos de mercado, uno de los objetivos de la transacción. Esto también implicaba que el tamaño relativo de TSB sobre Sabadell era elevado, ya que representaba aproximadamente el 25% del tamaño de Sabadell.

El mercado bancario del Reino Unido en 2015 era significativamente mayor al español y con un grado de concentración mayor. Los 5 primeros bancos (HSBC, Barclays, Royal Bank of Scotland, Lloyds, Santander y Nationwide) representan una cuota de más del 70% del mercado en crédito residencial y depósitos. A estos les siguen unas entidades de menor tamaño llamadas “*challenger banks*”. Estos últimos tenían cuotas de mercado más limitadas y una ambición de crecimiento especialmente por canales digitales o en nichos de mercado concretos (ej., Metrobank). TSB pertenecía a este último grupo, con la particularidad que disponía de un número significativo de oficinas. El mercado bancario de Reino Unido es significativamente distinto al mercado español: además de no operar en la misma divisa, las preferencias de productos por los clientes son distintas. Por ejemplo, la duración media de las hipotecas allí es de 4 o 5 años, ya que los clientes cambian de entidad para buscar mejores oportunidades en el mercado cada cierto tiempo, mientras que en España lo más común es que los clientes permanezcan con su entidad hasta la finalización de su contrato hipotecario. En definitiva, se trata de un mercado muy competitivo a pesar de estar muy concentrado.

Ilustración 9. Mercado bancario minorista en Reino Unido 2015



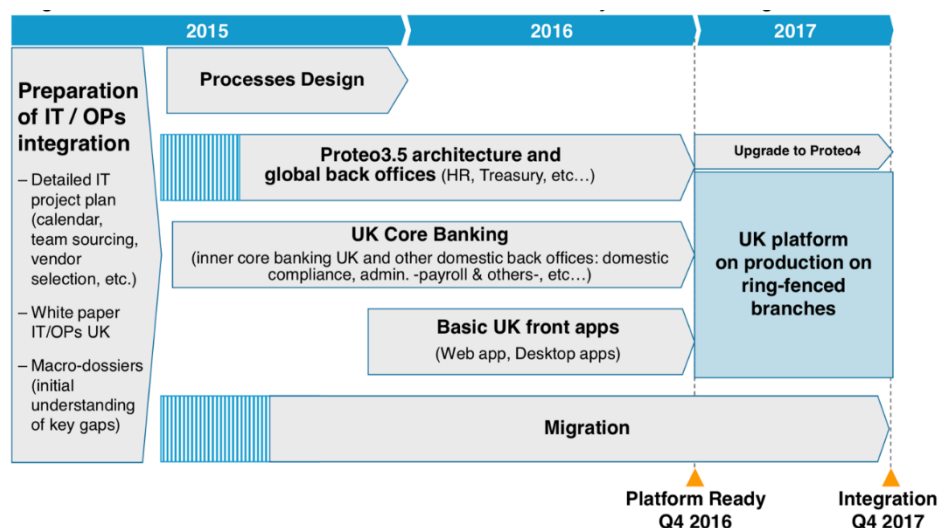
Fuente: Recommended cash offer for TSB Banking Group (2015)

El mercado británico presentaba algunas ventajas relevantes como un sólido marco regulatorio, una rentabilidad constante y buenas perspectivas de crecimiento futuro, especialmente en el segmento de bancos emergentes. TSB ya había demostrado su éxito en la captación de nuevos clientes y su enfoque en la innovación y el servicio al cliente, lo que, en un principio permitiría a Sabadell, capitalizar estas oportunidades de crecimiento y consolidarse como un competidor relevante en el mercado británico. Además, la experiencia y el historial de gestión de Sabadell, a raíz de la adquisición de participaciones bancarias en México y Estados Unidos, fueron consideradas ventajas significativas para acelerar el desarrollo estratégico, los resultados financieros de TSB e impulsar la eficiencia operativa y la rentabilidad a largo plazo. Sin embargo, cabe destacar que Banco Sabadell no contaba con un conocimiento profundo del mercado minorista de Reino Unido, ya que únicamente disponía de una oficina en Londres para actividades de Banca Corporativa.

TSB dependía temporalmente de Lloyds para una variedad de servicios relacionados con tecnología de la información. Lloyds había segregado el negocio, pero le seguía alquilando su plataforma tecnológica para poder operar. Sabadell esperaba obtener ahorros significativos derivados de la optimización de las tecnologías de la información (migración tecnológica), pero con un periodo de implantación largo de aproximadamente 3 años, ya que requería crear una nueva plataforma para Reino Unido partiendo de la

plataforma tecnológica que Sabadell tenía en España, pero que no estaba adaptada al mercado local. Para ello tenía un plan detallado de ejecución, como se ve en el siguiente gráfico.

Ilustración 10. Calendario de Migración Tecnológica Banco Sabadell - TSB



Fuente: *Recommended cash offer for TSB Banking Group* (2015)

ii) Condiciones económicas y sinergias esperadas

La transacción se valoró en 1.700 millones de libras esterlinas, lo que suponía un *Price to Book Value* de 1.00. Esto era un precio elevado, ya que muchos bancos estaban cotizando por debajo de PTBV. En particular Sabadell cotizaba en diciembre del 2014 a 0,87 PTBV, por lo que estaba pagando un precio relativo superior al que cotizaba la matriz. Para pagar dicho precio, Sabadell tuvo que realizar una ampliación de capital de €1.600M para no deteriorar su nivel de capital.

La cuantía de las sinergias se estimó en €205M a finales del tercer año, una vez completada la integración. Además, se anticipó que la adquisición sería acrecentadora en términos de beneficio por acción (BPA) a medio plazo (a partir del tercer año).

El día del anuncio de la operación, la acción del Sabadell reaccionó cayendo en bolsa un 6,6%. Si bien la operación presentaba oportunidades de sinergias y eficiencias operativas, también planteaba desafíos, especialmente considerando la falta de experiencia previa de Sabadell en el mercado británico, la complejidad de la integración tecnológica y el gran

tamaño que suponía TSB en términos relativo respecto a Banco Sabadell (i.e., si la operación no tenía éxito, el impacto en el grupo era muy relevante). La integración exitosa de TSB requeriría, por tanto, un esfuerzo considerable y la gestión efectiva de posibles obstáculos. Por lo que claramente la adquisición representaba un paso ambicioso para Sabadell en su búsqueda de diversificación geográfica y crecimiento estratégico.

c. **Bankinter compra Barclays Portugal (2015-2016)**

En septiembre de 2015, Bankinter anunció su intención de comprar el negocio minorista de Barclays en Portugal (banca personal, banca privada y banca de empresas), adquisición que completó en abril de 2016 realizando un pago de €86 millones. El objetivo de Bankinter era doble:

- Disponer de una **plataforma de crecimiento** en el exterior, en un mercado muy cercano y parecido al español y que en 2015 ya tenía visos de mejora económica.
- Aprovechar de forma **oportunistamente la posibilidad de adquirir una entidad a un muy buen precio**, dada la necesidad de desinversión por parte Barclays, con un **buen encaje estratégico con Bankinter** (actividad adquirida similar a la actividad de Bankinter en España).

i) **Selección del target, país y racionalidad de la operación**

Barclays Portugal era la división portuguesa de Barclays Bank PLC, importante institución bancaria británica con presencia global. Barclays tuvo que reestructurar parte de su actividad tras la crisis financiera de 2008 abandonando algunos de los mercados internacionales donde operaba, como Portugal o España. Barclays Portugal ofrecía una amplia gama de servicios financieros, incluyendo banca minorista, banca corporativa, gestión de patrimonios y servicios de inversión. No obstante, solo puso a la venta el negocio minorista, decidiendo mantener la banca corporativa donde entendía que podía mantener sinergias con su actividad global. La marca Barclays era reconocida en el mercado minorista por su reputación de solidez y solvencia, así como por su enfoque en la innovación y la tecnología en el sector bancario (Informe Financiero de Barclays Portugal, 2014).

La transacción permitiría a Bankinter expandir su modelo de negocio en Portugal, ya que el enfoque de Barclays y de Bankinter eran parecidos: sólida presencia en las regiones más prósperas y foco en el segmento de clientes adinerados. El negocio incluía una cartera crediticia de €4.473,2 M, activos gestionados fuera de balance por un valor de €2.507,8 M y depósitos por €2.530,8 M. También incluía una red de 84 sucursales, una plantilla de 930 empleados y una base de 173.000 clientes. Además, Bankinter Seguros de Vida, una empresa en la que Bankinter y Mapfre tenían una participación del 50%, formalizó la compra del negocio de seguros de vida y pensiones de Barclays en Portugal por 75 M€. La adquisición del negocio de seguros reforzaba la alianza estratégica con Mapfre y proporcionaba una fuente recurrente de ingresos. El volumen de negocio de Barclays incluido en el perímetro de la operación representaba entre un 10 y un 15% del de Bankinter, pero la situación de rentabilidad y morosidad de Barclays era peor que la de Bankinter, por lo que existía margen para mejorar la eficiencia y aumentar la rentabilidad. El tamaño relativo de la entidad adquirida suponía un riesgo asumible para Bankinter (*Acquisition of retail operations of Barclays Portugal*, 2015).

Tabla 8. Negocio de Barclays en Portugal y peso vs Bankinter 2014

		Barclays	Bankinter	% Barclays/Bkt
Créditos	M€	4881	43112	11%
Recursos clientes	MM€	2500	32561	8%
Recursos de clientes fuera balance	MM€	2936	20073	15%
Margen Bruto	M€	57,2	1449	4%
Beneficio antes de impuestos	M€	11,7	393	3%
Ratio de morosidad	%	10,70%	4,40%	
ROE	%	n.d.	8,30%	
Clientes	Mill.	0,185	0,627	30%
Sucursales	Nº	84	362	23%
Empleados	Nº	1002	4276	23%

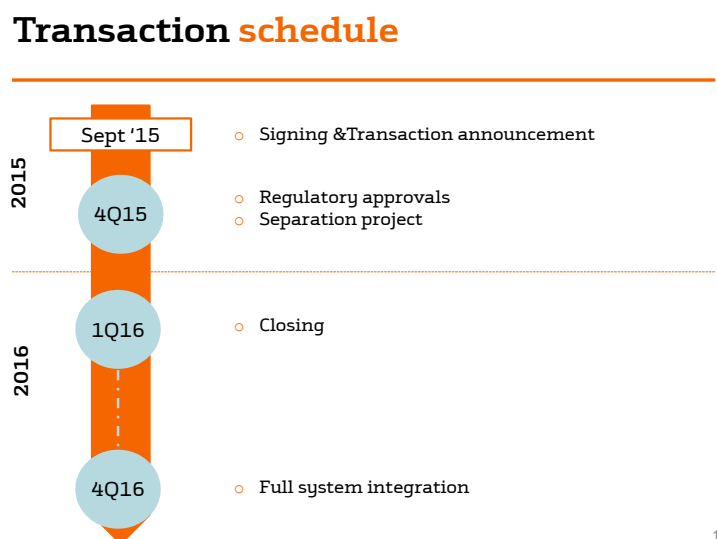
Fuente: Informes financieros de Bankinter 2014 y *Acquisition of retail operations of Barclays Portugal* (2015)

Portugal presentaba un entorno regulatorio similar, misma divisa y, en ese momento, la economía se encontraba en la fase de recuperación y crecimiento incipiente. El sistema

financiero portugués es muy parecido al español en términos de productos y preferencias de clientes y presentaba márgenes relativamente altos. La combinación de estos factores ofrecía una oportunidad única para Bankinter de revitalizar las operaciones minoristas de Barclays en Portugal.

La ejecución de la operación entrañaba algunos riesgos, ya que suponía desgajar el negocio minorista de Barclays del total de sus operaciones en dicho país. Era la primera vez que Bankinter abordaba una operación de este tipo, que incluía una integración tecnológica y cultural. Antes del cierre de la operación, la entidad se dedicó a segregar las operaciones para preparar la fusión. A partir de la fusión era necesario trasladar la operativa desde el ordenador central de Barclays en Reino Unido a la plataforma de Bankinter en España, de forma que la tesorería, la contabilidad o las nóminas pudieran seguir funcionando. También hubo un plan de integración de la plantilla, acompañado de un plan de gestión del cambio para explicar lo que era Bankinter, su espíritu y sus valores. El proceso de integración tenía prevista una duración de algo menos de un año tras el cierre, para concluir a finales de 2017, como se ve en el siguiente gráfico.

Ilustración 11. Calendario de integración de Barclays Portugal en Bankinter (2015)



Fuente: *Acquisition of Retail operations of Barclays Portugal (2015)*

ii) Condiciones económicas y sinergias esperadas

El precio atractivo de la transacción creaba valor para los accionistas desde el primer año, lo que reforzaba aún más el atractivo estratégico de esta adquisición. Con un precio de adquisición de €86 millones por el 100% del perímetro incluido en la transacción, se buscaba generar valor significativo. Se estimó que el valor teórico contable de las operaciones minoristas de Barclays en 2015 era de aproximadamente €250 millones. Por lo que ello implicaba un múltiplo PTBV (*Price to Book Value*) implícito de aproximadamente 0,4 veces, mientras que el PTBV de Bankinter estaba por encima de 1. Además, se esperaba que la adquisición fuera *acretiva* desde el primer año, con un retorno sobre el capital invertido (ROIC) sostenible por encima del 10% a medio plazo. Además, se previó que no habría ajustes materiales de valor razonable tras la transacción, lo que respaldaba la confianza en la viabilidad financiera y la creación de valor a largo plazo de la operación.

Es por ello que la adquisición de Barclays Portugal por parte de Bankinter representaba una oportunidad estratégica para expandir su presencia, fortalecer alianzas estratégicas y generar valor sostenible para sus accionistas, aprovechando favorablemente las condiciones del mercado y las sinergias potenciales entre ambas entidades. Sin embargo, también presentaba retos de integración.

En resumen, la adquisición de la banca retail de Barclays en Portugal, junto con el negocio de seguros de vida y pensiones, marcó un hito estratégico para Bankinter en su expansión en el mercado portugués. La operación proporcionaba a Bankinter una cartera sólida y una base de clientes establecida, creando una plataforma sostenible para el crecimiento futuro. Además, se alineaba con la estrategia de Bankinter de aprovechar las oportunidades de crecimiento en un entorno económico y regulatorio favorable. Finalmente, el racional financiero respaldaba la viabilidad y la generación de valor a largo plazo de la operación.

II. Análisis comparativo

El contexto y las características estratégicas de las tres adquisiciones planteadas contribuyen a entender los aspectos que potenciaron o no la creación de valor. Si bien para cuantificar la creación de valor per se para los accionistas, se empleará la evolución de las distintas métricas financieras – como son el Beneficio por Acción (BPA), el *Return on Equity* (ROE), y los Beneficios Netos – se ha observado que el contexto y las características estratégicas de las transacciones también son muy relevantes. Por tanto, los aspectos que a priori se analizan en este capítulo como determinantes de creación de valor, se contrastarán en el siguiente capítulo con la evolución de los principales indicadores financieros. El objetivo de este apartado es plantear las hipótesis sobre la estrategia y selección del *target*, las condiciones económicas de la adquisición, las características del país de expansión y la ejecución de la integración, para establecer una hipótesis que pueda predecir el éxito o el fracaso de las operaciones y su creación de valor. Se trata de los factores que se identificaron como desafíos ex-ante y ex-post en el capítulo primero, donde se describía la teoría económica de los procesos de integración

a. Riesgos ex-ante - Selección del banco *target*

Es importante contar con un conocimiento previo del negocio para el éxito de la operación. Ello permite a las entidades adaptar sus estrategias y procesos de integración de forma más eficiente, pudiendo incluso prever movimientos o entender de forma más precisa los cambios. En cuanto a la forma de adquisición, se observa que las compras de participaciones minoritarias seguidas de ampliaciones de capital permiten una integración más gradual y controlada, lo que puede facilitar el proceso y reducir los riesgos asociados. Asimismo, adquirir una entidad que suponga un tamaño razonable relativo al tamaño total de la entidad adquirente es también determinante. Las adquisiciones de entidades con un tamaño equilibrado (con líneas de negocio equilibradas) respecto al comprador presentan menos desafíos de integración y ofrecen mayores oportunidades de creación de valor en comparación con aquellas de entidades significativamente más grandes.

En cuanto a la selección del *target*, existen diferencias significativas entre las adquisiciones estudiadas. En el caso de CaixaBank, la entidad contaba con una sólida experiencia y conocimiento del negocio y del país objetivo; más de 20 años de

operaciones y una participación financiera cercana al 50%, antes de iniciar la operación. Esta familiaridad proporcionó un claro precedente para prever la evolución del negocio tras la adquisición total. Por otro lado, Bankinter optó por un negocio muy parecido al doméstico, focalizado en rentas altas, lo que se podía asimilar mejor a su negocio, además de ir acompañado en el negocio de seguros con Mapfre (su socio en España). Por otro lado, Sabadell eligió a un competidor rentable, pero con un tamaño muy pequeño en el país. Además, el tamaño relativo de la entidad adquirida en el caso de CaixaBank y Bankinter era del 10-15%, mientras que en el caso de Sabadell era de cerca del 25% lo que aumenta el riesgo de la operación. El resumen de parámetros se puede ver en la Tabla 9, donde se aprecia que el riesgo por la tipología de *target* (sin analizar el país de destino que se analizará a continuación) es bajo en el caso de CaixaBank, mientras que es más elevado en el caso de Sabadell y Bankinter.

Tabla 9. Análisis de riesgos en la selección del *target*

Selección del target	CaixaBank	Sabadell	Bankinter
Conocimiento del target	Alto (desde 1995 participación financiera)	Bajo (sin experiencia en R. Unido)	Bajo (sin experiencia en Portugal)
Entidad target cotizada	Si	Si (pero reciente desde 2013)	No (cotizaba solo la matriz)
Situación competitiva del target	Competidor relevante (10% cuota de mercado)	Competidor pequeño (cuota del 4% en cuentas y 2% en hipotecas)	Competidor relevante en los segmentos clave (rentas altas)
Situación financiera/rentabilidad	Rentabilidad elevada (ROE 10,4%)	Rentabilidad media (ROE 7,5%)	Baja rentabilidad y ratio de morosidad elevado
Tamaño relativo	10-15%	20-25%	10-15%
Sinergias estimadas	120 M€ en año 3	160 M GBP en tres años	No cuantificadas
Valoración riesgo	Bajo	Medio	Medio

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

b. Riesgos ex-ante - Selección del país de destino

El encaje con el país objetivo y el conocimiento del mismo es muy importante. Por el contrario, entrar en un mercado desconocido con dinámicas diferentes puede obstaculizar la integración y reducir las posibilidades de éxito.

Los mercados elegidos por las distintas entidades son muy dispares. El mercado portugués, elegido por CaixaBank y Bankinter, es atractivo y similar al mercado español, además de ser conocido por CaixaBank. Angola presentaba mayores retos (distinta moneda y cultura), además de haber sido excluido por la Unión Europea de países equivalentes. El objetivo de CaixaBank era contribuir a mejorar el crecimiento en Portugal y que este país tuviera un mayor peso. Sabadell seleccionó una geografía completamente nueva, sin presencia previa y con diferencias culturales, económicas y políticas significativas. Aunque había realizado adquisiciones previas en el extranjero, estas habían sido en geografías muy distintas, como son Estados Unidos o México. Esta falta de conocimiento previo planteaba desafíos adicionales para la integración y el éxito de la transacción.

La selección de Reino Unido por parte de Banco Sabadell con un idioma distinto, una moneda distinta y una regulación bancaria diferente suponía ya una gran dificultad. Esta dificultad se acrecentó con la votación del Brexit en junio de 2015, pocos meses después del anuncio de la operación, que incrementó aún más el riesgo de la operación.

Tabla 10. Análisis de riesgos en el país de destino (Modelo CAGE)

País de destino	Caixabank	Sabadell	Bankinter
Cultural	Portugal - similar a España (idioma parecido, cultura y valores similares, misma religión) Angola - diferencias significativas	R. Unido - idioma distinto, cultura y valores anglosajones, historia de disputas entre los dos países	Portugal - similar a España (idioma parecido, cultura y valores similares, misma religión, historia común)
Administrativa	Historia común con España, moneda común, acervo jurídico común	Hostilidades políticas históricas, distinta moneda, sistema jurídico diferente	Historia común con España, moneda común, acervo jurídico común
Geográfica	Frontera común, misma climatología, los dos países conforman la península ibérica	Distancia geográfica, isla, climatología distinta	Frontera común, misma climatología, los dos países conforman la península ibérica
Económica	Sistema económico parecido, nivel de riqueza inferior a la española, tamaño de la economía inferior a la española	Sistema económico distinto (Brexit votado en 2015), tamaño de la economía superior a la española, Nivel de riqueza superior	Sistema económico parecido, nivel de riqueza inferior a la española, tamaño de la economía inferior a la española
Valoración riesgo	Medio (por el efecto de Angola)	Alto	Bajo

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

c. Riesgos ex-ante – Condiciones de la operación

Una operación que sea *acretiva* en un estadio temprano tiene más probabilidades de crear valor a largo plazo, mientras que aquellas que dependen de ingresos futuros pueden no ser tan exitosas. Asimismo, un mayor valor relativo de la transacción (medido por ejemplo el *Price to Book Value*) implica transferir un mayor valor al vendedor.

Las condiciones económicas de las tres transacciones fueron muy distintas, en términos de cuantía y *Price to Book Value* pagados. En el caso de CaixaBank, el precio de adquisición representó un múltiplo P/BV de 0.68 veces, equivalente a €1.936 millones, lo que indica una valoración favorable en relación con el valor en libros de la entidad adquirida. Esta operación se consideró *acretiva* desde el primer año, lo que sugiere una

estrategia financiera sólida y una perspectiva positiva para la creación de valor a largo plazo.

Por otro lado, Sabadell optó por una estrategia que implicó una ampliación de capital de €1.600 millones y un pago de un múltiplo superior al del adquirente. Sabadell pagó la prima más cara para el mayor riesgo de ejecución y con expectativa de retorno en un plazo más largo.

En contraste, Bankinter realizó una adquisición atractiva al pagar solo 0.40 veces el valor en libros, equivalente a €86 millones, por Barclays Portugal, que no cotizaba en bolsa. Fue la entidad que adquirió al mejor precio (reflejando, como se ha visto en el análisis del target, una situación financiera de la entidad adquirida más delicada, pero pagando un precio muy bajo por ella).

Tabla 11. Análisis de condiciones económicas de adquisición

Condiciones económicas	CaixaBank	Sabadell	Bankinter
PTBV adquirido	0,68	1,00	0,4
PTBV adquirente	0,96	0,87	1,15 (2015)
Precio pagado	1936 M€ (valor del 100%)	1700 M GBP (>2.200 M €)	86 M€
Ampliación de capital necesaria	No	Si. 1.600 M€	No
Acretiva (en el momento del anuncio)	Desde el primer año	En el tercer año	Desde el primer año
Valoración riesgo	Bajo	Alto	Bajo

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

d. Riesgos ex-post – Ejecución de la operación

Una ejecución rápida generalmente implica mayor probabilidad de éxito. La rapidez con la que se ejecuta una integración está estrechamente relacionada con el tamaño relativo de la entidad adquirida y la dificultad del proceso a realizar. En relación con las sinergias, cuando dependen de la tecnología suelen requerir más tiempo para materializarse y conllevan un mayor riesgo.

Finalmente, la ejecución de la integración también varía entre las tres adquisiciones. CaixaBank optó por convertir una participación en una filial propia al adquirir inicialmente el 56% de BPI y luego lanzar una Oferta Pública de Adquisición para obtener el porcentaje restante, logrando así hacerse con la totalidad de la entidad. Este enfoque gradual le permitía consolidar su control sobre BPI de manera efectiva. En contraste, Bankinter optó por adquirir el 100% del objetivo propuesto, pero seleccionando únicamente las áreas de negocio consideradas estratégicas, lo que sugiere una estrategia de enfoque selectivo para fortalecer su posición en sectores clave.

Por otro lado, Sabadell, con una gran experiencia en integraciones, adquirió la totalidad de un banco que dependía tecnológicamente de Lloyds, sin disponer de una plataforma válida para operar en Reino Unido y con unas sinergias dependientes exclusivamente de la tecnología. Esto le obligó a realizar un proceso de integración más prolongado de cerca de tres años. Sin embargo, debido a los problemas derivados de la migración, el periodo de integración acabó prolongándose y pasó a ser de superior a lo estimado (se estimaba concluir en diciembre 2017 y no concluyó hasta abril 2018), incrementándose los costes y desapareciendo las sinergias.

Bankinter, aunque necesitó realizar una integración tecnológica no necesitaba construir una nueva plataforma para operar en Portugal, siendo útil la que ya tenía en España (dadas las similitudes del mercado que se han expuesto en el punto anterior) y pudo ejecutar la integración completa de Barclays Portugal en el plazo de un año, mismo plazo que había previsto.

Tabla 12. Análisis de riesgo de ejecución

Riesgo de ejecución	CaixaBank	Sabadell	Bankinter
Experiencia previa en integraciones	Experiencia doméstica	Experiencia doméstica e internacional	Ninguna
Dificultad de la integración	Muy baja (sinergias de costes de cierre de oficinas e ingresos)	Muy alta (sinergias dependientes exclusivamente de la integración tecnológica)	Media (Sinergias de integración tecnológica y de cierre de oficinas, muchas sinergias de ingresos por la venta cruzada de seguros con su socio Mapfre)
Plazo de integración	Inmediata tras el cierre (no integró tecnológicamente)	3 años	1 año
Valoración riesgo	Bajo	Alto	Medio

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

Por tanto, considerando la comparativa previa que se ha realizado sobre los distintos, parece que el riesgo de integración era medio/bajo para CaixaBank y Bankinter, lo que auguraba un mayor potencial de creación de valor, como se puede ver en la Tabla 13. Por otro lado, parece que el riesgo de integración de Sabadell parece elevado en todos los aspectos analizados, principalmente derivado de las condiciones económicas pagadas y del riesgo de ejecución, por lo que, a priori, parece más difícil la creación de valor. Estas hipótesis (mayor creación de valor en el caso de CaixaBank y Bankinter y menor en el caso de Sabadell) son las que habrá que contrastar en el siguiente capítulo, analizando las métricas financieras de creación de valor.

Tabla 13. Resumen de riesgos en operaciones de M&A y probabilidad de crear valor

Resumen de riesgos	CaixaBank	Sabadell	Bankinter
Selección del target	Bajo	Alto	Bajo
Selección de país	Medio (por el efecto de Angola)	Alto	Bajo
Condiciones económicas	Bajo	Alto	Bajo
Ejecución	Bajo	Alto	Medio
TOTAL	Medio / Bajo (mayor probabilidad de crear valor)	Alto (menor posibilidad de crear valor)	Medio/Bajo (mayor posibilidad de crear valor)

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

El análisis detallado de las adquisiciones estudiadas revela la importancia de considerar tanto el contexto estratégico como las características financieras para anticipar la creación de valor para los accionistas. La comprensión del racional estratégico detrás de cada transacción, incluyendo el conocimiento previo del mercado y la elección de la forma de adquisición, proporciona una visión de las probabilidades de éxito. Además, las proyecciones de sinergias, el tamaño relativo de las entidades adquiridas, el precio pagado y otros elementos financieros también influyen en la probabilidad de crear valor. En definitiva, la combinación de factores estratégicos y financieros proporciona un marco para evaluar el éxito o fracaso de las adquisiciones en términos de creación de valor para los accionistas, cuyo contraste se llevará a cabo en el siguiente capítulo.

CAPÍTULO 3. ANÁLISIS DE RESULTADOS

El siguiente capítulo pretende contrastar de forma cuantitativa los resultados que obtuvieron las tres entidades analizadas en el capítulo anterior. Para ello se analiza la evolución de tres **métricas financieras que determinan la creación de valor** en una adquisición: **(i) Evolución del Beneficio Neto, (ii) Retorno sobre capital (ROE), (iii) Beneficio por Acción (BPA)**. Según las hipótesis establecidas en el capítulo anterior, la evolución de estas métricas debería ser más favorable para CaixaBank y Bankinter que para Banco Sabadell. Por tanto, se analizarán los resultados de los tres años siguientes a la toma de control (o fecha de cierre de la operación).

El capítulo se estructura en dos partes. Por un lado, se definen las principales métricas, poniendo de manifiesto su importancia y relevancia para el análisis de la creación de valor en operaciones bancarias. Por otro lado, se llevará a cabo un análisis de la evolución de dichas métricas para cada una de las entidades en los tres años desde el cierre de la operación.

I. Definición y relevancia de métricas de análisis

Se han seleccionado dos métricas relativas (ROE y BPA) y una métrica de valor absoluto (Beneficio Neto), todas ellas son maneras de medir la rentabilidad. Se valorará la evolución de las mismas para cada una de las entidades sin comparar los resultados absolutos de cada una de ellas, ya que la situación de partida y el tamaño relativo de las entidades es muy dispar. Todas las métricas seleccionadas son publicadas periódicamente por las entidades y se analizan siempre desde la perspectiva de la matriz (entidad adquiriente). En este trabajo, no se han tenido en cuenta otros factores que podrían impactar dichas métricas (ej., otras adquisiciones, resultados negativos en otras geografías), pero este efecto se mitiga dado el carácter eminentemente doméstico de las entidades fuera de estas adquisiciones internacionales.

a. Evolución de los beneficios

La evolución de los beneficios es una métrica fundamental en la industria bancaria y en cualquier sector empresarial. Consiste en analizar cómo han variado los beneficios de una entidad financiera a lo largo del tiempo, generalmente en periodos trimestrales o anuales. Asimismo, la evolución de los beneficios proporciona una visión clara del rendimiento

financiero de un banco en particular. Si los beneficios están aumentando con el tiempo, puede indicar una gestión eficaz, una estrategia sólida o un entorno económico favorable. Por el contrario, una disminución en los beneficios podría señalar problemas operativos, cambios en el mercado o malas decisiones de gestión.

En el contexto de una adquisición, la evolución de los beneficios se convierte en un indicador crítico para evaluar si la adquisición ha generado valor para la empresa adquirente. Si los beneficios aumentan después de una adquisición, puede indicar sinergias operativas, eficiencias o nuevos flujos de ingresos derivados de la adquisición, lo que sugiere una creación de valor.

b. Retorno sobre el capital (ROE)

El Retorno sobre el capital (ROE) evalúa la eficiencia con la que una empresa está utilizando su capital para generar ganancias. Se trata de una métrica comúnmente empleada en la banca y se calcula dividiendo el beneficio neto de la empresa entre el capital total de los accionistas:

$$ROE = \frac{\textit{Beneficio Neto}}{\textit{Capital Total de los Accionistas}} \times 100\%$$

Donde:

- “Beneficio Neto” se refiere al beneficio después de impuestos y otros gastos
- “Capital Total de los Accionistas” representa el capital total invertido por los accionistas en la empresa, que suele incluir el capital social y las utilidades retenidas

En cuanto a cómo mide la creación de valor, el ROE refleja la capacidad de una empresa para generar ganancias con el capital que tiene a su disposición. Un aumento en el ROE puede indicar una mejora en la rentabilidad y la eficiencia operativa de la empresa, lo que a su vez puede contribuir a la creación de valor para los accionistas. Por lo general, una mejora en el ROE después de una adquisición puede indicar una creación de valor exitosa. Sin embargo, es importante considerar otros factores junto con el ROE para obtener una imagen completa de la salud financiera y el rendimiento de una empresa.

c. Beneficio por acción (BPA)

En segundo lugar, el beneficio por acción (BPA) es una métrica financiera utilizada comúnmente en la industria bancaria para evaluar la rentabilidad de una empresa por cada acción en circulación. Esta se calcula dividiendo el beneficio neto de la empresa entre el número total de acciones en circulación:

$$BPA = \frac{\textit{Beneficio Neto}}{\textit{Número de Acciones en Circulación}}$$

Donde:

- “Beneficio Neto” es la ganancia neta de la empresa después de impuestos y otros gastos
- “Número de Acciones en Circulación” es la cantidad total de acciones ordinarias en manos de los accionistas de la empresa

La importancia del BPA en el sector bancario radica en que proporciona una medida clave de la rentabilidad por acción, es decir, el beneficio que una empresa ha generado por cada acción en circulación durante un periodo específico – que generalmente es de un año. Ello que permite a los inversores y analistas evaluar la eficiencia operativa y la capacidad de generación de ganancias de un banco en particular.

Por tanto, se trata de una métrica importante para analizar la creación de valor de una adquisición, puesto que, si la adquisición tiene éxito en aumentar el beneficio neto de la empresa, el BPA debería aumentar. Por consiguiente, un aumento en el BPA puede indicar una creación de valor para los accionistas.

II. Análisis de Métricas

En este apartado, se compara la evolución de las métricas para cada entidad y valorar si los resultados de creación de valor están alineados con el indicador predictivo que se vio en el capítulo anterior.

a. CaixaBank

En términos financieros la adquisición de BPI por parte de CaixaBank supuso un incremento de los beneficios del 63% desde 2016 hasta 2019. BPI impulsó en 2017, 2018 y 2019 los resultados aportando entre 206 y 332 M€ al Grupo CaixaBank (del 12% al 19% del beneficio total del Grupo).

El ROE se incrementó del 4,5% al 6,4% en ese periodo (un 42%) y el beneficio por acción de 0,18 € a 0,26 € (un 44%), como consecuencia de la reducción de los costes recurrentes de BPI a medida que se lograron las sinergias (Presentación de resultados CaixaBank, 2017 y 2018).

Estos **indicadores financieros confirman la creación de valor** y son coherentes con la predicción que salía en el análisis de los factores estratégicos (selección de target, selección de país, condiciones de la operación y riesgo de ejecución) del capítulo anterior.

Tabla 14. Evolución de métricas de creación de valor CaixaBank y BPI (2015-2019)

	2015	2016	2017	2018	2019	2019 vs 2016
		Año 0 <i>Anuncio</i>	Año 1 Cierre e integ. (8/2/17)	Año 2	Año 3	Año 3 vs Año 0
Beneficio neto (M€)						
Grupo						
Caixabank	814	1047	1684	1985	1705	63%
BPI		313	206	282	332	6%
% BPI s/ Grupo		30%	12%	14%	19%	
<i>Gasto ERE en España</i>		<i>No relacionado con integración Portugal</i>			<i>978 M€</i>	
ROE						
Grupo						
Caixabank	3,4%	4,5%	6,9%	7,8%	6,4%	42,2%
BPA						
Grupo						
Caixabank	0,14	0,18	0,28	0,32	0,26	44,4%
PTBV						
Grupo						
Caixabank	0,93	0,96	1,16	0,96	0,80	-0,16

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas de resultados de CaixaBank y BPI

b. Sabadell

El análisis de las principales métricas refleja como cuatro años después de la integración, Banco Sabadell no logró mejorar el BPA, ni el ROE ni la rentabilidad. TSB tenía una aportación negativa, con un negocio que se deterioró en ese periodo y unos costes de integración superiores a los esperados (TSB incurrió en 291 M€ en costes extraordinarios derivados de la integración y un año después de concluida la misma, su contribución al grupo todavía era negativa). Se trata de un **caso claro de destrucción de valor**, que continuaba en 2019 y que se veía en los indicadores predictivos del capítulo anterior.

La migración tecnológica emprendida no se pudo completar en diciembre de 2017, pero además resultó en graves contratiempos y considerables pérdidas financieras. La empresa se enfrentó a desafíos significativos, evidenciados por el informe elaborado por Slaughter & May, que señaló un exceso de confianza en la preparación del plan de migración (Raffin, 2019). Esto desencadenó una interrupción en los servicios de TSB, afectando a miles de clientes y generando una pérdida neta de € 240 millones en el ejercicio 2018, principalmente atribuible a los gastos adicionales asociados a la migración.

Adicionalmente, en los primeros dos años (entre la toma de control y la integración), TSB no logró mejorar sus resultados. Es posible que otros elementos, como la votación a favor del Brexit que hizo que muchas compañías tuvieran que tomar medidas para prepararse ante las eventuales consecuencias del mismo y la caída de la libra que se produjo contribuyeran también a estos resultados negativos. Todo esto pone en evidencia lo relevante de los aspectos indicados en el capítulo anterior (selección de país, que sea posible un periodo corto de integración para reducir el riesgo del mismo).

Tabla 15. Evolución de métricas de creación de valor Sabadell (2014-2019)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018 vs 2014
		<i>Año 0</i>	<i>Año 1</i> Anuncio (20 Mar 2015)- Cierre (30 Jun 2015)	<i>Año 2</i>	<i>Año 3</i>	<i>Año 4</i> Integración (23 Abr 2018)	<i>Año 5</i>	<i>Año 4 s/ Año 0</i>
Beneficio neto (M€)								
	Sabadell	372	708	710	802	328	768	-12%
	TSB	167	122	179	90	-240	-45	
	<i>% TSB s/ Grupo Costes extraordinarios integración</i>		17%	25%	11%	-73%	-6%	
						291		
ROE	Grupo Sabadell	3,70%	6,34%	5,59%	6,10%	2,60%	5,14%	29,73%
BPA								
€	Grupo Sabadell	0,09	0,13	0,13	0,14	0,05	0,13	-44,4%
	TSB		0,02	0,04	0,02	-0,04	-0,02	
PTBV	Grupo Sabadell	0,93	0,72	0,56	0,69	0,44	0,44	-0,25

Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas de resultados de Banco Sabadell y TSB

c. Bankinter

Bankinter presenta un caso claro de creación de valor, tal como se veía reflejado en el modelo predictivo del capítulo anterior, destacando un buen precio pagado, un target con un negocio similar y en un país parecido a España y una integración relativamente sencilla (en comparación a la de TSB) que permitió que estuviera concluida en el primer año.

Entre 2015 y 2018, el beneficio neto incrementó en un 40%, pasando de €376 a €526 millones, el ROE se incrementó en un 21% y el BPA en un 36%. En resumen, Bankinter logró una mejora sustantiva de todas las métricas.

Tabla 16. Evolución del Beneficio Neto de Bankinter (2014-2019)

		2015	2016	2017	2018	2019	2018 vs 2015
		Año 0 Anuncio (3 Sep 2015)	Año 1 Cierre (1 Abr 2016) Integr (Dic 2016)	Año 2	Año 3	Año 4	Año 3 vs Año 0
Beneficio neto (M€)	Bankinter	376	490	495	526	551	40%
ROE	Bankinter	10,90%	13,48%	12,64%	13,19%	12,98%	21%
BPA €	Bankinter	0,42	0,55	0,54	0,57	0,6	36%
PTBV	Bankinter	1,55	1,61	1,63	1,41	1,22	-0,14

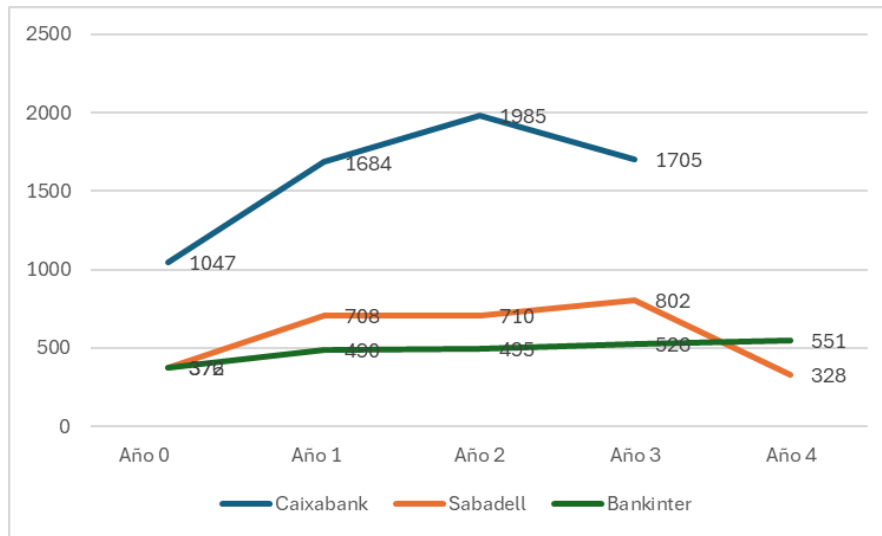
Fuente: Elaboración propia a partir de cuentas de resultados de Bankinter

d. Comparativa de métricas y bancos

A continuación, se presenta una comparativa de las métricas evaluadas para las tres adquisiciones donde se puede ver claramente como CaixaBank y Bankinter fueron capaces de crear valor tanto para los accionistas como para la propia entidad, mientras que Sabadell fracasó y destruyó valor. Los resultados se presentan para el año previo a la toma de control (Año 0) y los cuatro años posteriores (excepto en el caso de CaixaBank, en el que el año 4 es 2020 año del COVID que distorsiona los datos y se ha eliminado).

Puede apreciarse en la Ilustración 12 como el beneficio de Sabadell cayó por debajo del de Bankinter en el año 4 (año de la integración), siendo un banco de mucho mayor tamaño que Bankinter.

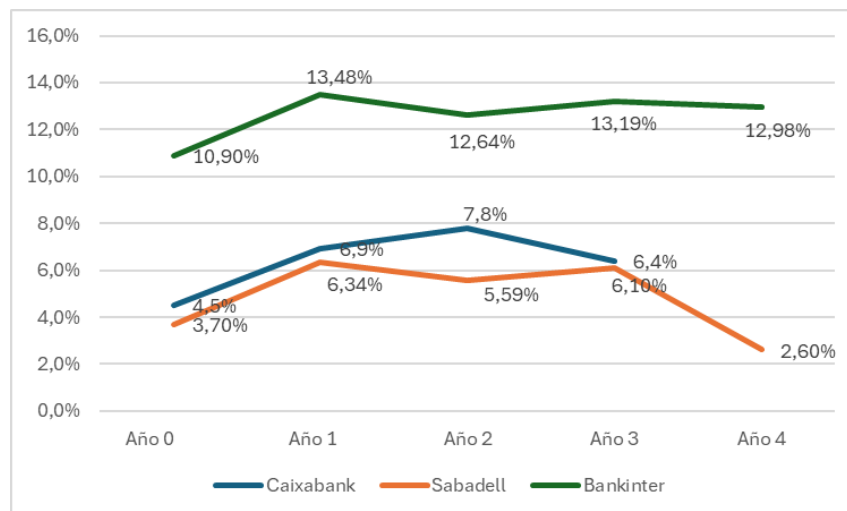
Ilustración 12. Comparativa de la evolución del beneficio neto (Mill €)



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

Algo similar ocurre cuando comparamos el ROE. Se puede apreciar como Bankinter es la entidad que presenta un mejor ROE desde el inicio y logra incrementarlo en el año 1 (año de la adquisición) y mantenerlo bastante estable. En cambio, Sabadell, tras una mejora significativa en el año 1 al integrar en sus cuentas TSB, se desploma en el año de la integración. CaixaBank logra una mejora notable los dos primeros años, pero no lo mantiene en el tercer año, por el coste extraordinario que supuso el ERE que realizó en España (elemento no relacionado con la integración).

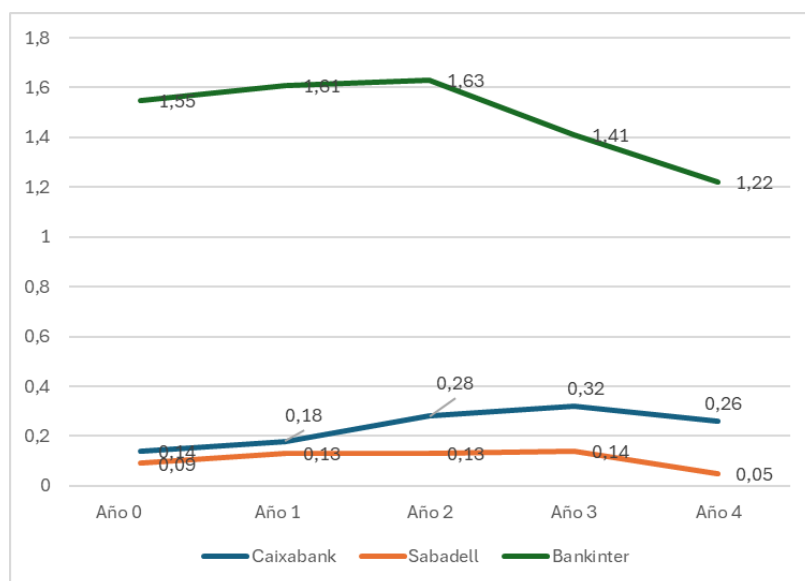
Ilustración 13. Comparativa de la evolución del ROE de las tres entidades



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

En lo que al beneficio por acción respecta, tanto CaixaBank como Bankinter fueron capaces de incrementar considerablemente el mismo desde el primer año y estabilizar dicho crecimiento a futuro. En Sabadell, por el contrario, se puede apreciar como ya desde el primer año los beneficios de la entidad se reducen ligeramente, llegando a suponer un descenso de más de cinco puntos porcentuales para el año 4 de integración.

Ilustración 14. Comparativa de la evolución porcentual del BPA de las tres entidades



Fuente: Elaboración propia a partir de los informes anuales de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

Por tanto, se confirma que el análisis de factores estratégicos realizado en el capítulo anterior es predictivo de los resultados económicos de creación de valor, como se puede ver en la Tabla 17:

Tabla 17. Comparativa del resultado de la valoración estratégica de creación de valor y las métricas financieras⁷

	Valoración estratégica		Métricas Financieras		
	Riesgo de integración	Prob. Creación de valor	Beneficio Neto	ROE	BPA
CaixaBank	Bajo/Medio	Alta	90%	71%	78%
Sabadell	Alto	Baja	-54%	-59%	-61%
Bankinter	Bajo/Medio	Media	40%	24%	30%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de CaixaBank, Banco Sabadell y Bankinter

⁷ Para CaixaBank se considera el incremento de 2016 a 2018; para Banco Sabadell se considera el incremento de 2015 a 2018; para Bankinter se considera el incremento de 2015 a 2017

CAPÍTULO 4. CONCLUSIONES Y FUTURAS TENDENCIAS

I. Conclusiones

La internacionalización bancaria mediante la adquisición de bancos en geografías extranjeras es un fenómeno que ha permitido a muchas entidades no sólo expandirse a nuevas geografías sino también mejorar sus resultados a través de dichas adquisiciones en el extranjero. El objetivo de las mismas tiene que ser siempre la creación de valor para el accionista, más allá de una mera diversificación geográfica que las entidades pueden realizar por sí mismas.

Para conseguir esta creación de valor, existen una serie de factores que las entidades tienen que tener en cuenta a la hora de plantear su racional estratégico, tal como se ha visto en las tres operaciones analizadas en el periodo 2015-2020 y que confirman las métricas de creación de valor: beneficio neto, ROE y beneficio por acción.

Estos elementos se pueden resumir en (i) una buena selección del *target* (entidad adquirida), (ii) una buena selección del país de destino, (iii) un precio adecuado de la operación, (iv) una ejecución con pocos riesgos y que se lleve a cabo con una planificación detallada.

Los elementos a considerar para la selección del *target* son aspectos como el conocimiento previo del mismo (puede obtenerse con una inversión financiera previa como hizo CaixaBank), que tenga una buena situación competitiva (tamaño relevante en el mercado) y financiera (posibilidad de mejorar la rentabilidad) y un tamaño relativo asumible para el adquirente.

Para la selección del país, parece conveniente el uso del modelo CAGE de elementos culturales, administrativos, geográficos y económicos (Ghemawat, 2003). Tienen menos riesgo y mayor probabilidad de éxito las integraciones en países que tienen una mayor proximidad en los elementos descritos anteriormente con el país de origen. Esto parece confirmarse en otros estudios que han llegado incluso a valorar los *clusters* de países con mayor encaje (Figueiras et al, 2021). En este estudio, se ha demostrado como el Reino Unido es un país que presenta mayores dificultades para las entidades españolas, mientras que Portugal parece ser un país más cercano en todos los aspectos analizados. Tanto

CaixaBank como Bankinter fueron capaces de lograr una integración exitosa, mientras que Sabadell experimentó dificultades que derivaron en grandes pérdidas.

La valoración de la operación es un elemento clave para la creación de valor. En este sentido, otros autores han demostrado que en una crisis financiera los resultados de operaciones corporativas internacionales pueden ser mejores, debido a las bajas valoraciones de los activos (Puig et al, 2020). Sin embargo, este elemento por sí solo no determina que el resultado de una operación de F&A sea *acretivo* en términos económicos, sino que es necesario tener en cuenta los otros tres factores. Es más, como demuestra el caso de Bankinter, si la valoración es correcta, la situación financiera inicial de la entidad adquirida no es tan relevante como la posibilidad de que esta crezca o mejore a futuro y las sinergias de ingresos y costes que se pueden obtener.

Por último, uno de los aspectos más relevantes, como demuestra el caso de Sabadell, es que la ejecución a priori no presente unos retos insalvables y que esta se ejecute adecuadamente. Una integración de entidades es siempre una tarea compleja ya que las entidades no pueden dejar de operar ni siquiera en fines de semana, pues los ciudadanos tienen derecho a seguir accediendo a sus depósitos en cualquier momento o realizando pagos. No obstante, dentro de la dificultad de integración, el tener que crear una plataforma tecnológica *exnovo* para un banco de un tamaño relevante parece una tarea titánica. Por otro lado, los proyectos muy largos tienen más posibilidad de tener contratiempos que cuando el periodo de integración es más corto. También esto facilita que las operaciones sean *acretivas* de forma rápida y no tras años de integración, lo que suele levantar suspicacias en inversores y analistas.

II. Futuras tendencias

Este estudio es relevante, para el futuro de la unión bancaria en Europa. Las entidades se embarcarán en operaciones internacionales que sean *acretivas* para los accionistas, una vez que los mercados domésticos están más consolidados. Para ello es necesario contemplar qué países presentan mayor afinidad ya que el riesgo entre países no afines incrementa la posibilidad de destruir valor. Por otro lado, parece necesario completar el tercer pilar de la unión bancaria, con la aprobación de un fondo de garantía de depósitos común a toda la eurozona. Incentivaría además las fusiones entre países europeos, lo que

contribuiría a aumentar el grado de integración que se ha resentido con la reciente crisis. (Maudos, 2019)

Por último, la sociedad se encuentra ante una actividad bancaria que requiere mayor intensidad tecnológica y que presenta mayores riesgos de ciberseguridad supone mayores retos para las integraciones tanto nacionales como internacionales. Es vital contar con equipos de profesionales que dominen estos elementos y con una mayor implicación del consejo de administración para conocer, seguir y valorar las decisiones internacionales (Sierra, 2007).

Bibliografía

- Aceña, M. (2013). *La banca en España, 1782-2018*. Historia Bancaria de América Latina y España. <https://hbancaria.org/es/espana-00/>
- Aliber, R. Z. (1976). Towards a theory of international banking. *Economic Review*, 5-8. https://econpapers.repec.org/article/fipfedfer/y_3a1976_3ai_3aspr_3ap_3a5-8.htm
- Argimón, I. (2019). Estrategias de internacionalización de la banca española: comparación y características. *Boletín Económico*, (MAR), 1-11.
- Banco Sabadell. (2015a). Banco Sabadell completa la adquisición de la totalidad de las acciones de TSB. *Banco Sabadell*. <https://prensa.bancosabadell.com/es/Noticias/2015/08/banco-sabadell-completa-la-adquisicion-de-la-totalidad-de-las-acciones-de-tsb>
- Banco Sabadell. (2015b). *Recommended cash offer for TSB Banking Group* [Diapositivas]. https://www.grupbancosabadell.com/corp/files/1454335691144/en_tsb_presentation_on_presentation_tsb_banking_group.pdf
- Bankinter. (2015). *Acquisition of retail operations of Barclays Portugal* [Diapositivas]. https://docs.bankinter.com/stf/web_corporativa/accionistas_e_inversores/otras_presentaciones/rrii_post_firma_eng.pdf
- Béjar, R. C. (2017). La internacionalización de la banca española. Evolución y perspectivas de futuro. *Mediterráneo Económico*, 29, 171-192. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6025449>
- Benston, G. J.; Haweck, G. A. y Humphrey, D.B. (1982). Scale economies in banking: A restructuring and reassessment, *Journal of Money, Credit and Banking*, 14, 435-456
- BPI. (2017). *Resultados consolidados em 2016*. <https://www.bancobpi.pt/particulares/banco-bpi---resultados-2016>
- Buckley, P. y M., Casson (1999). “A theory of international operations”. En: Chertman, J. y J., Leontiades. *European Research in International Business*. Ámsterdam: North Holland
- CaixaBank. (2018). *CaixaBank compra la participación del 8,4% de Allianz en Banco BPI y propondrá la exclusión de bolsa de BPI para elevar al 100% su participación*. CaixaBank Comunicación.

https://www.caixabank.com/comunicacion/noticia/caixabank-compra-la-participacion-del-8-4-de-allianz-en-banco-bpi-y-propondra-la-exclusion-de-bolsa-de-bpi-para-elevar-al-100-su-participacion_es.html?id=40884

Caves, R. E. (1982). *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.

Dunning, J. H. (1977). Trade, location of economic activity and the MNE: A search for an eclectic approach. In *The international allocation of economic activity: proceedings of a Nobel Symposium held at Stockholm* (pp. 395-418). London: Palgrave Macmillan UK.

Dunning, J. H. (1988). The theory of international production. *The International Trade Journal*, 3(1), 21-66.

European Central Bank. (2019). *Financial Stability Review*. <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr201911~facad0251f.en.html/index.es.html>

Fanjul, E. (2021). Qué es la internacionalización de la empresa. *Iberglobal*. [Archivo PDF]. Recuperado de: https://www.iberglobal.com/files/2021/Que_es_la_internacionalizacion_de_la_empresa-C.pdf.

Figueiras, I., Gardó, S., Grodzicki, M., Klaus, B., & Lebastard, L. (2021). *Bank mergers and acquisitions in the euro area: drivers and implications for bank performance*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202111_02~33910adb15.en.html

García Blandón, J. (2000). Internacionalización bancaria: paradigmas teóricos y teorías explicativas. *ICE*, 2656, 29-40.

Ghemawat, P. (2003). Semiglobalization and International Business Strategy. *Journal of International Business Studies*, 34(2), 138-152. <http://www.jstor.org/stable/3557149>

Gil, G. (2005). Internacionalización de la banca española. *Banco de España, Madrid*. González Expósito I (2003). "La inversión directa de la banca española en el exterior: factores determinantes y estrategias". *ICE*, (817), 103-114.

- Grubel, H. G. (1977). A theory of multinational banking. *Banca Nazionale del Lavoro*, 30(123), 349-363. <https://doi.org/10.13133/2037-3643/11510>
- Información económico-financiera*. (s. f.). Banco Sabadell. <https://www.grupbancsabadel.com/corp/es/accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera.html>
- Información financiera trimestral*. (s. f.). CaixaBank. <https://www.caixabank.com/es/accionistas-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-trimestral.html>
- Herrera, J. J. D., & de la Maza Arroyo, S. (1995). Internacionalización de la banca. Especial referencia al caso español. *RAE: Revista Asturiana de Economía*, (4), 105-145.
- Kim, T. (1993). International Banking. *International Money And Banking*.
- KPMG. (2016). Transformación del sector financiero en España. En *KPMG*. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/Transformacion-sector-financiero-Espana.pdf>
- KPMG. (2021). European Banking Consolidation. *KPMG*. <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2021/02/european-banking-consolidation.html>
- Las autoridades de Reino Unido aprueban la compra de TSB por Banco Sabadell. (2015). *Banco Sabadell*. <https://prensa.bancsabadel.com/es/Noticias/2015/06/las-autoridades-de-reino-unido-aprueban-la-compra-de-tsb-por-banco-sabadell>
- Maudos, J. (2019). Ventajas de la internacionalización y diversificación geográfica del negocio de la banca española. *Cuadernos de Información Económica*, 273, 35-43.
- Modelo de negocio del BPI*. (2019). BPI. <https://www.bancobpi.pt/es/bpi/grupo-bpi/presentacion-del-informe-anual/modelo-de-negocio-del-bpi>
- Neven, D. J. (1990). Structural adjustment in European retail banking: Some views from industrial organization. Jean Dermine (ed.), *European banking in the 1990s*. Basil Blackwell Ltd.
- Oferta pública de adquisición sobre Banco BPI, S.A.* (2015). [Diapositivas]. CaixaBank. https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Inversores_institucionales/150217_BPI_presentacion_es.pdf

- Puig, F., Madhok, A., & Shen, Z. (2020). Investigating firm heterogeneity in country-of-origin cluster location choice decisions. *Multinational Business Review*, 28(2): 221–244.
- Raffin, C. (2019). El informe sobre la integración de TSB en Sabadell apunta a un exceso de ambición. *elconfidencial.com*.
https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-11-19/tsb-integracion-sabadell-poco-realista-informe_2343400/
- Renta. (2015). Valoración de la compra de TSB por Banco Sabadell. *Estrategias de Inversión*.
<https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/informes/valoracion-de-la-compra-de-tsb-por-banco-sabadell-n-268636>
- Rodríguez, C. (2015). *El Sabadell compra el banco británico TSB por más de 2.300 millones de euros*. *El Mundo*.
<https://elmundo.es/economia/2015/03/20/550bcdd8268e3e04758b456d.html>
- Roldán, J. M. (2019). El sistema financiero, 20 años después. *Asociación Española de Banca*.
<https://www.aebanca.es/presidencia/el-sistema-financiero-20-anos-despues/>
- Rugman, A. M. (1981). *Inside the Multinationals: The Economics of Internal Markets*.
<http://ci.nii.ac.jp/ncid/BA18431403>
- Ruiz-Paredes, C. F., Ruiz-Paredes, L. E., & Morales-Paredes, J. (2017). *Justificación topológica del índice de Herfindahl-Hirschman como índice generado por normas*. Scielo.
http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0120-63462017000400133#:~:text=Este%20%C3%ADndice%20mide%20qué%20tan,y%20el%20número%20de%20estas
- Sampedro, R. (2021). Más fusiones bancarias y menos oficinas. *Expansión*.
<https://www.expansion.com/empresas/banca/2021/01/01/5fef7100468aeb30278b45b0.html>
- Sierra, M. (2007). Estrategias de internacionalización de la gran banca española. *Pecunia*, 5, 229. <https://doi.org/10.18002/pec.v0i5.717>
- Sobrino, R. (2022). CaixaBank, Santander, BBVA y Sabadell copan el 75% de los depósitos entre los principales bancos. *Cinco Días*.

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/05/16/companias/1652723529_101157.html

S&P Global. (2023). *The World's 100 Largest Banks, 2023*. S&P Global Market Intelligence. <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/research/the-world-s-100-largest-banks-2023>

TSB *Información histórica.* (s. f.). <https://www.grupbancsabadell.com/corp/es/accionistas-e-inversores/tsb-informacion-historica.html>

Web Corporativa Bankinter. (s. f.). *Resultados trimestrales 2015-2019 | Web Corporativa Bankinter.* Bankinter. <https://www.bankinter.com/webcorporativa/accionistas-inversores/informacion-financiera/informes-financieros-trimestrales/2015>

Web Financial Group S.A. (2016). Bankinter desembolsa 86 millones de euros y se compra el negocio minorista de Barclays en Portugal. *Bankinter.* <https://www.bankinter.com/blog/lo-ultimo/bankinter-desembolsa-millones-euros-compra-negocio-minorista-barclays-portugal#:~:text=Bankinter%20ha%20cerrado%20este%20viernes,patrimonio%20neto%20del%20negocio%20adquirido>

Yannopoulos, G. N. (1983). The growth of transnational banking en M. Casson, (ed.) *The Growth of International Business*, George Allen and Unwin.