
Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes Egusquiza, del Servicio de Estudios.

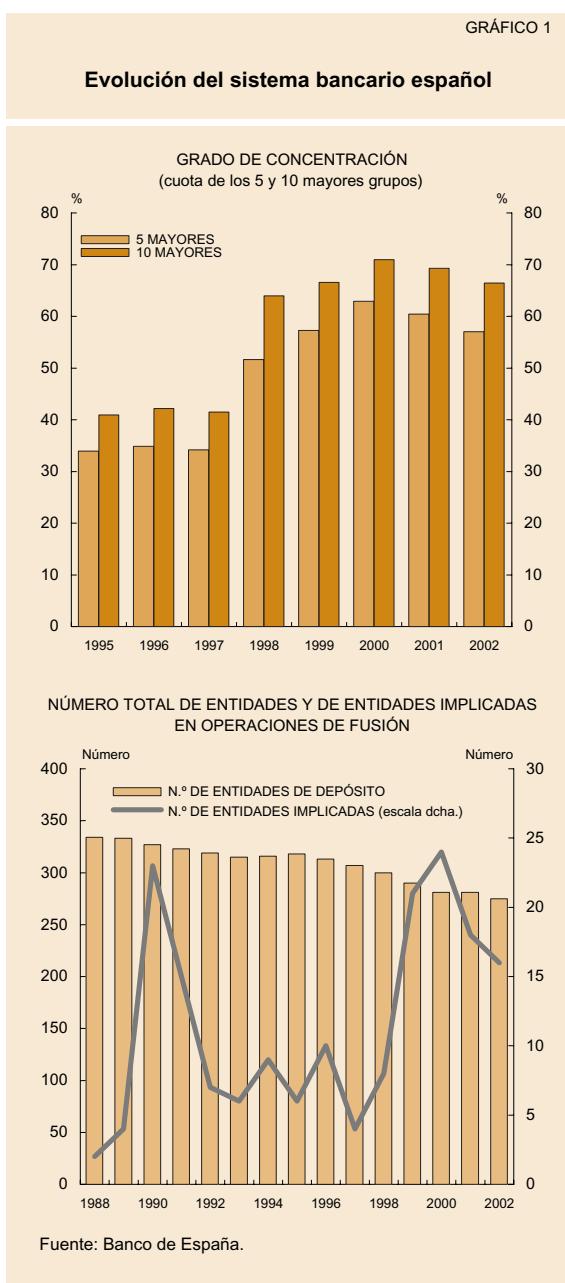
1. INTRODUCCIÓN

El proceso de concentración del sistema bancario español ha continuado en los últimos años como consecuencia, básicamente, de la necesidad de las entidades de responder a la creciente competencia en los mercados financieros, tanto nacionales como internacionales. Por un lado, esta mayor competencia hace que, en ocasiones, sea necesaria una mayor dimensión para poder expandir la actividad internacional. Pero, por otro lado, e independientemente del tamaño de la entidad, también obliga a mejorar la eficiencia y la productividad, para así conseguir mantener un nivel de rentabilidad aceptable en un entorno de márgenes operativos cada vez más estrechos.

Las operaciones de fusión entre entidades independientes, unidas en algunos casos a reestructuraciones internas de los grandes grupos bancarios, han seguido reduciendo el número de entidades operativas (véase gráfico 1), lo que ha propiciado un mayor grado de concentración de la actividad en el mercado español. A ello han contribuido especialmente las fusiones de los cuatro grandes grupos que tuvieron lugar entre 1998 y 2000, pero también la continuación del proceso de concentración regional de las cajas de ahorros, si bien con menor intensidad que en años anteriores, y el inicio de un movimiento similar en las cooperativas de crédito.

El objeto de este trabajo es ofrecer un primer análisis de los principales resultados de las operaciones recientes de fusión, a fin de determinar si con las mismas se ha conseguido algún incremento significativo en la rentabilidad, eficiencia, productividad o nivel de capitalización de las entidades implicadas. Para ello, se comparan los cambios de una serie de *ratios* obtenidas de los estados financieros de las entidades, con los correspondientes a un grupo de instituciones de control. Las *ratios* analizadas ofrecen información sobre distintos aspectos de la actividad bancaria, como la capacidad de generación de beneficios, el nivel de capitalización, los niveles de eficiencia y productividad y el crecimiento y la estructura del negocio.

El análisis realizado está sujeto, no obstante, a dos cautelas que es preciso mencionar. En primer lugar, el corto espacio de tiempo transcurrido puede ser insuficiente para valorar el impacto en las operaciones más recientes.



La segunda cautela, común a todos los análisis de las operaciones de fusión, radica en la imposibilidad de reproducir el escenario alternativo a la fusión para las entidades involucradas en esta. Por ejemplo, por las características que rodean a alguna de las operaciones analizadas, podría suponerse que, en ocasiones, estas han respondido a estrategias defensivas para mantener la posición en los mercados. En tales casos, aunque no se produzca una mejora en las *ratios* con respecto al grupo de control (y, por tanto, desde el punto de vista de este trabajo, no pueda calificarse como exitosa), probablemente la alternativa de «no fusión» habría llevado a una situación de las entidades consideradas peor que la del grupo de control.

Este trabajo es una continuación de otro anterior (1), donde se analizaron los resultados de las operaciones de fusión que supusieron el inicio del actual proceso de concentración y que cubrieron el período 1988-1996.

La estructura del resto del trabajo es la siguiente. En la segunda sección, se describe la metodología aplicada, explicando los criterios de selección de las operaciones analizadas, las *ratios* utilizadas y las distintas comparaciones que se han efectuado según los diversos grupos de control considerados. En la tercera sección, se presentan y comentan los resultados del análisis de las operaciones de fusión. Por último, en la cuarta, se resumen las principales conclusiones.

2. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA

2.1. Selección de la muestra y período de análisis

El período analizado comprende el intervalo desde 1997 hasta el año 2001, para, por una parte, incluir todas las operaciones de fusión que no se consideraron en el anterior trabajo por falta de datos para su análisis y, por otra parte, garantizar que exista información sobre, al menos, un ejercicio completo después de cada operación de fusión.

Solo se han tenido en cuenta las operaciones de fusión entre entidades de depósito, excluyendo las de otras instituciones que, en muchos casos, han sido el resultado de procesos de reestructuración interna de los grandes grupos bancarios. Tampoco se han incluido las de sucursales o filiales de entidades extranjeras que han sido consecuencia de los procesos de fusión de las entidades principales.

Por otra parte, se ha aplicado un criterio de tamaño mínimo, excluyendo del análisis aquellas fusiones donde las entidades fusionadas o absorbidas no superaran el 15% del balance de la entidad de mayor dimensión. Con esto se trata de evitar la inclusión de operaciones en las que muy probablemente no se detectarían apenas cambios, dada la reducida dimensión de una entidad con respecto a otra.

Con la aplicación de estos criterios, se han incluido en el análisis 8 operaciones de fusión. De ellas, 2 son de bancos privados de gran dimensión, 1 de bancos de pequeña dimensión,

(1) Fuentes, I. y Sastre, T. (1999). *Mergers and Acquisitions in the Spanish Banking Industry: some Empirical Evidence*. Banco de España. Documento de Trabajo 9924.

CUADRO 1

Ratios utilizadas en el análisis de las operaciones de fusión**Grupo I: Capacidad de generación de beneficios***En porcentaje del balance medio total:*

Ingresos totales (IT) = ingresos financieros + comisiones netas + resultado de operaciones financieras

Gastos financieros (GF)

Margen ordinario (MO) = ingresos totales – gastos financieros

Gastos de explotación (GE)

Margen de explotación (ME) = margen ordinario – gastos de explotación

Resultado antes de impuestos (RAI) = margen de explotación – saneamientos +/- otros resultados

En puntos porcentuales:

Rentabilidad de recursos propios (RAI / RRPP) = resultado antes de impuestos / recursos propios

Grupo II: Eficiencia y productividad

Gastos de explotación (GE) = gastos de explotación / balance medio total (en %)

Ratio de eficiencia (GE/MO) = gastos de explotación / margen ordinario (en %)

Productividad por empleado (ATM / NE) = activos totales medios / n.º de empleados

Productividad por oficina (ATM / NO) = activos totales medios / n.º de oficinas

Grupo III: Otros indicadores

Cuota de mercado I (CM 1) = % del total activo de la entidad / total entidades de depósito

Cuota de mercado II (CM 2) = % de la inversión crediticia total + acreedores de la entidad / total entidades de depósito

Porcentaje de la inversión crediticia total + acreedores sobre total balance (P+D / ATM)

Recursos propios / total activo en puntos porcentuales (RRPP / ATM)

2 de cajas de ahorros y 2 de cooperativas de crédito (2).

2.2. Descripción de las ratios analizadas

Para evaluar los efectos de las fusiones, se ha elegido una serie de variables, 15 en total, que tratan de medir los efectos de la operación sobre diversos aspectos de la actividad de las entidades. En particular, se pueden distinguir tres grupos de indicadores: los relativos a la capacidad de generación de beneficios [7], que recogen varias ratios sobre márgenes operativos, costes y rentabilidad; los que aproximan los niveles de eficiencia y productividad [4], basados en ratios sobre costes, gastos sobre márgenes y productividad de empleados y oficinas; y, por último, un grupo variado de indicadores [4] sobre la estructura del negocio, el nivel de capitalización y la evolución de la cuota de mercado. Para complementar esta información, también se ha analizado la evolución del número de oficinas y empleados tras la operación de fusión. La definición exacta de cada una de las ratios consideradas se recoge en el cuadro 1.

(2) Las operaciones analizadas han sido las siguientes: BBV y Argentaria; Banco de Santander y BCH; Cajas de Ahorros de Vigo, Ourense y Pontevedra; Cajas de Ahorros de Navarra y Pamplona; Cajas Rurales Intermediterránea, Grumeco y Málaga; Cajas Rurales de Huelva y Sevilla; Caja de Ahorros de Salamanca y Soria, y Bancos Credit Lyonnais y Comercial Español; Banco 21 y Banco Gallego.

2.3. Determinación de los grupos de control y método de agregación

La evolución de las ratios de las entidades fusionadas se compara con la de las de distintos grupos de control. En primer lugar, se considera el grupo más amplio posible, formado por el total de entidades de depósito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito). En segundo lugar, se analiza también el grupo al que pertenecen las instituciones fusionadas, es decir, en el caso de fusiones entre bancos, con el total de bancos (3); en el de operaciones entre cajas de ahorros, con el total de cajas de ahorros; y en el de cooperativas de crédito, con el total de cooperativas. Estas comparaciones se han hecho excluyendo de los distintos grupos las entidades fusionadas.

El análisis se ha hecho tomando como base la suma de los balances individuales de las entidades de los grupos bancarios que intervienen en la operación. No se han utilizado los datos de los estados financieros consolidados por dos motivos principales. En primer lugar, por la menor información disponible en los mismos y, en segundo lugar, por los problemas que surgen por la incorporación en los estados financieros consolidados de los dos grandes bancos

(3) En este caso, también se hace una comparación con el total bancos nacionales, que sería el grupo de total de bancos menos las sucursales de entidades bancarias extranjeras.

de las filiales adquiridas en su proceso de expansión en los mercados financieros latinoamericanos (4).

En cuanto a la metodología de análisis, se comparan los tres ejercicios previos a la fusión con los tres posteriores a la misma. Cuando esto no es posible, por tratarse de operaciones recientes, se considera el número máximo de años completos. En el caso de que se produzcan varias operaciones de fusión en el intervalo de dos años, imposibilitando así el análisis de cada una de ellas por falta de datos, se tratan ambas conjuntamente, comparando los ejercicios previos a la primera con los posteriores a la segunda. Esto ha ocurrido en dos de los casos considerados.

Para cada operación y año, se calcula la diferencia entre el valor de la *ratio* para las entidades objeto de análisis y para el grupo de control. A continuación, se compara la media de dichas diferencias en los tres períodos anteriores al del año de la fusión con la media de los años que estén disponibles después de la fusión, y se observa si se han producido mejoras y si estas son significativas (5). Una mejora significativa de un número elevado de indicadores en un determinado apartado sería una evidencia de que la operación de fusión ha resultado favorable en dicha área de actividad para las entidades implicadas.

3. RESULTADOS DEL ANÁLISIS

Los resultados de los distintos análisis efectuados se recogen en los cuadros 2 y 3, donde se muestran los cambios de las variables analizadas para cada fusión, indicándose si se ha registrado una mejora o un empeoramiento y si este ha sido o no significativo. Las operaciones están numeradas siguiendo un orden arbitrario.

3.1. Generación de beneficios

Las *ratios* que aproximan la capacidad de generación de beneficios, recogidas en el blo-

(4) Si bien, hay que mencionar que parte de la información obtenida de los estados individuales está afectada por ese proceso, debido a los ajustes realizados como consecuencia de dichas operaciones en los balances de la entidad matriz.

(5) Los indicadores se han definido de tal manera que las variaciones positivas suponen siempre mejoras y las negativas un empeoramiento. Por mejora significativa se entiende una variación positiva de las medias de las diferencias de la variable con respecto a su valor en el grupo de control que sea superior al valor de una desviación típica (calculada sobre la serie formada por los valores de dicho indicador en los estados financieros de las entidades que intervienen en la fusión durante todo el período de análisis). Un empeoramiento significativo ocurre cuando se produce una variación negativa que en valor absoluto es superior a la desviación típica.

que 1 de los cuadros 2 y 3, no muestran, en general, una evidencia concluyente sobre un predominio claro de efectos positivos de las operaciones de fusión en esta área. Si la comparación es con el total de entidades de depósito, de los 56 casos analizados (8 fusiones y 7 *ratios*), en 27 se registró una mejora (11 de ellas significativas) y en 29, un empeoramiento (10 de ellos significativos). Si se comparan con su grupo específico, los resultados mejoran ligeramente: 29 variaciones positivas (10 significativas) y 27 negativas (7 significativas).

Si se analiza el comportamiento individual de las distintas *ratios* utilizadas, se comprueba que, en general, los resultados son neutros, con algunas excepciones. Estas son los gastos financieros (GF), donde se observa una mayoría de variaciones positivas (si bien ninguna de ellas significativa) y el margen ordinario (MO), donde hay un ligero predominio de las variaciones positivas significativas. La *ratio* que registra un peor comportamiento, sea cual sea el grupo de control que se utilice, es la de resultados sobre recursos propios, con un predominio de las variaciones negativas.

Por último, el análisis individualizado por operaciones revela diferencias importantes entre las mismas. Así, hay fusiones con un predominio claro de variaciones positivas (fusiones 2 y 3 y, en menor medida, la 1), y otras donde son mayoría las variaciones negativas (fusiones 4, 5 y 7). Estas diferencias podrían responder a la existencia de dos tipos distintos de operaciones de fusión, unas con un objetivo más claro de reducción de costes y mejora de la eficiencia de la estructura productiva, y otras en las que el objetivo principal sería el aumento de dimensión para abordar una estrategia de crecimiento. En las primeras, las reducciones de costes que se producen se reflejan más rápidamente en los márgenes operativos, mientras que en las segundas, las estrategias de expansión tienen un coste inicial y, por tanto, los beneficios tardan más en recogerse en las cuentas de resultados. No obstante, debe también tenerse en cuenta que alguna de las fusiones con resultados más negativos corresponde a las de fechas más recientes, por lo que es probable que gran parte de los posibles efectos de la operación aún no se hayan reflejado en los estados financieros.

3.2. Eficiencia y productividad

Las variaciones de las *ratios* utilizadas para analizar la evolución de los niveles de eficiencia y productividad de las entidades, recogidas en el bloque 2 de los cuadros 2 y 3, muestran que, en general, las operaciones de fusión analiza-

CUADRO 2

Resultados del análisis: comparación con total de entidades de depósito (a)

	IT	GF	MO	GE	ME	RAI	RAI/RRPP	Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
I. Generación de beneficios											
Fusión 1	M	M	M *	P *	M *	P	P	4	2	3	1
Fusión 2	M	M	M *	M	M *	M *	M *	7	4	0	0
Fusión 3	M	M	M *	M	M *	M *	M *	7	4	0	0
Fusión 4	P	P	P	M	P	P	P *	1	0	6	1
Fusión 5	P	M	P *	M	P *	P *	P *	2	0	5	4
Fusión 6	P	M	P	M	P	M	P	3	0	4	0
Fusión 7	P	P	P	P	P *	P *	P *	0	0	7	3
Fusión 8	M	M	M *	P *	P	P	P	3	1	4	1
Mejor (c)	4 (0)	6 (0)	4 (4)	5 (0)	3 (3)	3 (2)	2 (2)	27	11		
Peor (c)	4 (0)	2 (0)	4 (1)	3 (2)	5 (2)	5 (2)	6 (3)			29	10
								Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
II. Eficiencia y productividad											
Fusión 1	P *	M	M *	M	M *			4	2	1	1
Fusión 2	M	P	M *	P *	P *			2	1	3	2
Fusión 3	M	M *	M *	M	M *			5	3	0	0
Fusión 4	M	M	P	M	M			4	0	1	0
Fusión 5	M	P	P *	P	M			2	0	3	1
Fusión 6	M	P	P	P	P *			1	0	4	1
Fusión 7	P	P	P *	P *	P *			0	0	5	3
Fusión 8	P *	P *	P *	P *	P *			0	0	5	5
Mejor (c)	5 (0)	3 (1)	3 (3)	3 (0)	4 (2)			18	6		
Peor (c)	3 (2)	5 (1)	5 (3)	5 (3)	4 (4)					22	13
								Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
III. Otros indicadores											
Fusión 1	P *	P *	M	P				1	0	3	2
Fusión 2	P *	M	M *	M				3	1	1	1
Fusión 3	P *	P *	P *	M *				1	1	3	3
Fusión 4	M *	P *	P *	M *				2	2	2	2
Fusión 5	P *	M *	M	M *				3	2	1	1
Fusión 6	P *	P *	P	M *				1	1	3	2
Fusión 7	M *	M *	P	P *				2	2	2	1
Fusión 8	P *	P *	P	M *				1	1	3	2
Mejor (c)	2 (2)	3 (2)	3 (1)	6 (5)				14	10		
Peor (c)	6 (6)	5 (5)	5 (2)	2 (1)						18	14

Fuente: Banco de España.

(a) El significado de las siglas de las *ratios* puede verse en el cuadro 1. M significa una mejora con respecto al grupo de control y P un empeoramiento. El asterisco tras la letra indica que la variación es significativa.(b) Variaciones significativas son aquellas superiores a una desviación estándar de la serie de la *ratio* de las entidades que intervienen en la operación.

(c) Entre paréntesis, el número de variaciones significativas, que son las que tienen un asterisco en el cuadro

CUADRO 3

Resultados del análisis: comparación con grupo específico (a)

	IT	GF	MO	GE	ME	RAI	RAI/RRPP	Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
I. Generación de beneficios											
Fusión 1	M	M	M *	M	M *	P *	P *	5	2	2	2
Fusión 2	M	M	M *	M	M *	M *	M *	7	4	0	0
Fusión 3	P	M	M	M *	M *	M *	M	6	3	1	0
Fusión 4	P	P	P	M	P	P	P *	1	0	6	1
Fusión 5	P	M	P	P	P *	P *	P *	1	0	6	3
Fusión 6	P	M	M	P	P	M	M	4	0	3	0
Fusión 7	P	P	P	P	P	P	P	0	0	7	0
Fusión 8	M	M	M *	P *	M	M	P	5	1	2	1
Mejor (c)	3 (0)	6 (0)	5 (3)	4 (1)	4 (3)	4 (2)	3 (1)	29	10		
Peor (c)	5 (0)	2 (0)	3 (0)	4 (1)	4 (1)	4 (2)	5 (3)			27	7
	GE	GE/IT	GE/MO	ATM/NE	ATM/NO			Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
II. Eficiencia y productividad											
Fusión 1	M	M	M *	M	M *			5	2	0	0
Fusión 2	M	P	M *	P *	P *			2	1	3	2
Fusión 3	M *	M *	M *	M	M *			5	4	0	0
Fusión 4	M	M	P	M	M			4	0	1	0
Fusión 5	P	P	P *	P	M			1	0	4	1
Fusión 6	P	P	P	P	P *			0	0	5	1
Fusión 7	P	P	P *	P	P			0	0	5	1
Fusión 8	P *	P *	P	P *	P *			0	0	5	4
Mejor (c)	4 (1)	3 (1)	3 (3)	3 (0)	4 (2)			17	7		
Peor (c)	4 (1)	5 (1)	5 (2)	5 (2)	4 (3)					23	9
	CM 1	CM 2	P+D/ATM	RRPP/ATM				Mejora		Empeoramiento	
								Total	Sig. (b)	Total	Sig. (b)
III. Otros indicadores											
Fusión 1	P *	P *	P	P				0	0	4	2
Fusión 2	P	M	M	P				2	0	2	0
Fusión 3	M *	P *	P *	M *				2	2	2	2
Fusión 4	P *	P *	P *	M *				1	1	3	3
Fusión 5	P *	M *	M *	M *				3	3	1	1
Fusión 6	P *	P *	M	M *				2	1	2	2
Fusión 7	M *	M *	M	P *				3	2	1	1
Fusión 8	P *	P *	M	M *				2	1	2	2
Mejor (c)	2 (2)	3 (2)	5 (1)	5 (5)				15	10		
Peor (c)	6 (5)	5 (5)	3 (2)	3 (1)						17	13

Fuente: Banco de España.

(a) El significado de las siglas de las *ratios* puede verse en el cuadro 1. M significa una mejora con respecto al grupo de control y P un empeoramiento. El asterisco tras la letra indica que la variación es significativa.(b) Variaciones significativas son aquellas superiores a una desviación estándar de la serie de la *ratio* de las entidades que intervienen en la operación.

(c) Entre paréntesis, el número de variaciones significativas, que son las que tienen un asterisco en el cuadro.

das no han tenido un efecto positivo en dicha área, ya que predominan las variaciones negativas. Así, del número total de 40 variaciones posibles, 18 son positivas (6 significativas) y 22 negativas (13 significativas), si se compara con el total de entidades de depósito, y 17 positivas (7 significativas) y 23 negativas (9 significativas), si se compara con el grupo específico de cada operación.

En el análisis individual de las *ratios* también predominan las variaciones negativas, y tan solo los gastos de explotación (GE) parecen tener un comportamiento más positivo. Esta evolución puede ser debida a varios factores, como, por ejemplo, a la dificultad de reducir los gastos de personal debido a las limitaciones existentes en los planes de reducción de plantillas, con costosas indemnizaciones o planes de prejubilación, que hacen que el reflejo de una disminución del número de empleados en los costes de personal sea un proceso muy lento. Pero, además, en el caso de las operaciones analizadas existe otro factor adicional, y es que, en algunas de ellas, las reducciones en el número de empleados y de oficinas son moderadas, o incluso se producen incrementos, lo que dificulta más los aumentos de productividad y las reducciones de costes. Como resultado de estos factores y teniendo en cuenta lo comentado sobre las *ratios* del bloque 1, que muestran un comportamiento de los márgenes neutro o negativo, los indicadores que registran una evolución más desfavorable son los que relacionan los ingresos con los gastos.

El análisis individualizado de las distintas operaciones pone otra vez de manifiesto la existencia de dos tipos de fusiones: unas en las que parece predominar el objetivo de reducción de costes e incremento de la eficiencia de la estructura productiva, en las que se registran disminuciones del número de empleados y de oficinas en porcentajes de entre el 5% y el 25% (fusiones 1, 3 y 4), y otras en las que las reducciones son mínimas o se produce un notable incremento en ambas variables (fusiones 5, 6, 7 y 8). En general, en el primer grupo de fusiones, el análisis de las *ratios* refleja una ligera mejoría de los niveles de eficiencia y, especialmente, de los de productividad, mientras que, en el segundo grupo, predominan las variaciones negativas.

Un factor adicional que podría contribuir a explicar el peor resultado registrado en este terreno por las fusiones basadas en estrategias de crecimiento estaría relacionado con las fechas en las que se produjeron esas operaciones, que son las más recientes, por lo que es probable que los efectos positivos (6) sobre los ingresos no hayan

tenido tiempo todavía de reflejarse en los estados financieros, y si lo hayan hecho los costes derivados de la estrategia de expansión.

3.3. Otros indicadores

En el tercer bloque del cuadro 1, se recogen una serie de indicadores sobre diversos aspectos del negocio de las entidades, como su posición en el mercado, la estructura del negocio o su solvencia.

Respecto a las dos primeras *ratios*, se observa, en general, un empeoramiento en las cuotas de mercado de las entidades tras la fusión (véanse cuadros 2 y 3). Estos resultados parecen confirmar que, si bien estas operaciones pueden servir para ganar tamaño y reorganizar la estructura productiva, tienen un coste en términos de clientela. No obstante, habría que tener en cuenta dos factores que podrían contribuir a matizar esta conclusión. En primer lugar, como solamente se analizan los balances individuales, no se incluye gran parte de la actividad en mercados extranjeros realizada a través de filiales, en la que se ha apoyado buena parte del crecimiento del negocio de algunos de los grupos fusionados en los últimos años. Por otra parte, como ya se ha comentado anteriormente, las fusiones que parecen tener como objetivo principal una estrategia de crecimiento son las más recientes, por lo que el análisis efectuado podría infravalorar el impacto sobre las cuotas de mercado.

En cuanto a los efectos de las operaciones de fusión sobre la estructura del negocio, estos son muy distintos dependiendo del grupo de control utilizado. Como se puede ver en el cuadro 2, las variaciones negativas predominan cuando se compara con el total entidades de depósito, mientras que utilizando el grupo específico (véase cuadro 3) son mayoría las variaciones positivas. No obstante, el número de casos significativos es muy pequeño. En el análisis por fusiones de esta *ratio* parece existir cierta evidencia, siempre que se utilicen los datos que comparan con el grupo específico (cuadro 3), de un incremento del peso de las operaciones de préstamo-depósito en aquellos casos en que se registran menores descensos o incluso incrementos del número de empleados y oficinas (fusiones 5 a 8), si bien tan solo en un caso la variación es significativa.

Por último, por lo que respecta al nivel de solvencia, el efecto de las fusiones es, en gene-

(6) Sobre todo, los incrementos de ingresos derivados de la expansión de la actividad de intermediación tradicional.

ral, favorable, con un predominio de las variaciones positivas (6 casos, 5 de ellos significativos, comparando con el total entidades de depósito; y 5, 3 significativos, con el grupo específico). De todas las *ratios* analizadas, esta es la que presenta unos resultados favorables más evidentes.

4. CONCLUSIONES

El primer resultado de este trabajo que merece la pena destacar es la gran heterogeneidad en las variaciones de las *ratios* analizadas, tanto por lo que respecta a los grupos de indicadores, como en lo que se refiere a cada una de las operaciones. No parece, por tanto, existir ninguna evidencia de un patrón común de comportamiento en las fusiones estudiadas.

Pero pese a dicha heterogeneidad, sí existe una cierta similitud en las variaciones de las *ratios* de algunas de las operaciones analizadas. En particular, parece haber cierta evidencia de la existencia de, al menos, dos tipos distintos de fusiones. Un primer grupo, donde los objetivos principales serían la reducción de costes y el aumento de los niveles de productividad y eficiencia, y que están caracterizadas por un descenso significativo en el número de empleados y de oficinas, y un segundo grupo, donde el objetivo principal no estaría en la reorganización de la estructura productiva sino en la expansión hacia nuevos mercados, ampliando la base de negocio, por lo que, en estos casos, el número de empleados y oficinas o no registra variaciones significativas o se incrementa.

Como consecuencia de la existencia dentro de la muestra analizada de operaciones con objetivos diferentes, cuando se analiza en términos generales el comportamiento de las *ra-*

tios utilizadas, los efectos de las fusiones sobre las distintas áreas de negocio contempladas suelen ser, en general, neutros. No obstante, en algunas de las *ratios* sí se observan efectos más claros. Así, las fusiones parecen tener cierto efecto positivo sobre los niveles de solvencia y, en menor medida, el margen financiero y los gastos financieros, y un impacto negativo sobre los indicadores de cuota de mercado. Dos de estos resultados (la mejora en los niveles de solvencia y en los gastos financieros) también se detectaban en las fusiones realizadas entre 1988 y 1996 analizadas en un trabajo previo, lo que contribuye a reforzar la evidencia acerca de los efectos positivos de las fusiones sobre estas variables. El otro efecto detectado en el trabajo anterior, la existencia de una cierta correlación positiva entre la evolución de la cuota de mercado y la del número de empleados y oficinas después de la fusión, no se observa en esta ocasión, aunque el hecho de que las operaciones donde se produce un incremento del personal y oficinas sean las más recientes hace pensar que los efectos de la política de expansión pueden no haberse reflejado aún en los balances.

Conviene recordar, finalmente, que los resultados de este trabajo deben interpretarse con las debidas cautelas por, al menos, dos razones. En primer lugar, el escaso número de años analizados en algunas operaciones, que puede impedir evaluar correctamente alguno de los efectos de las fusiones. En segundo lugar, este tipo de análisis solo permite investigar si la fusión ha contribuido a mejorar la posición relativa de las entidades con respecto a un grupo de control, pero no puede evaluar de modo certero lo que habría ocurrido en el caso de que no se hubiera realizado la operación.

24.7.2003.