

UNA VALORACIÓN DE LOS PROCESOS DE FUSIÓN EN EL SECTOR FINANCIERO  
EUROPEO

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Campa, profesor del IESE y colaborador del Servicio de Estudios, y por Ignacio Hernando, de la Dirección General del Servicio de Estudios<sup>1</sup>.

### **Introducción**

El número de entidades de crédito operativas en los quince países que conformaban la Unión Europea antes de la última ampliación (UE 15) ha disminuido desde aproximadamente 9.400 en 1998 hasta 7.200 en 2004. La creación de la UEM podría pues contemplarse como un factor potencialmente relevante para explicar este proceso de concentración, junto con la innovación tecnológica y la desregulación de los mercados financieros internacionales [Rajan (2005)]. No obstante, el grueso de la actividad de fusiones y adquisiciones, tanto en número como en valor de las operaciones, ha consistido en transacciones entre entidades de un mismo país [BCE (2005)], lo que parece evidenciar que los grupos bancarios europeos han preferido consolidar su posición en el mercado nacional con el fin de afrontar un entorno previsiblemente más competitivo antes de embarcarse en una estrategia de expansión en un ámbito geográfico más amplio.

La relativa escasez de operaciones transfronterizas puede reflejar, en cierta medida, que las dificultades de integración que caracterizan a todo proceso de fusión tienden a acentuarse en las operaciones internacionales por la posible existencia de barreras de diversa índole —diferencias en cultura empresarial o en el marco regulatorio, entre otras— que hagan más difícil la consecución de ganancias de eficiencia, que, junto con las mejoras de posición competitiva y la diversificación de riesgos, constituyen los motivos subyacentes a las operaciones de integración empresarial.

En este artículo se ofrece un panorama de la evolución de las operaciones de fusión y adquisición en el sector financiero dentro de la Unión Europea en el período transcurrido desde la introducción de la moneda única, y se realiza un análisis de sus implicaciones sobre el valor de las acciones de las empresas involucradas y la rentabilidad y la eficiencia de las entidades fusionadas.

### **Evolución reciente de la actividad de fusiones y adquisiciones en el sector financiero europeo**

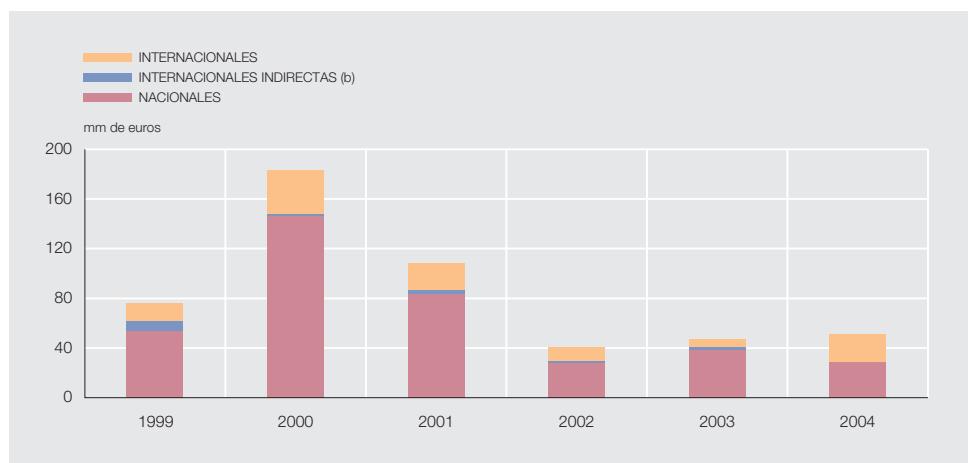
La evolución de la actividad de fusiones y adquisiciones en el sector financiero de la Unión Europea ha mostrado un comportamiento marcadamente cíclico y, en líneas generales, similar al observado en otros sectores de actividad. Como se muestra en el gráfico 1, la actividad de integración empresarial en el sector financiero, dominada a lo largo del período analizado por operaciones nacionales, alcanzó un máximo cíclico en 2000, experimentando una reducción sustancial en los años posteriores, aunque se observa una recuperación en 2003 y 2004 que parece confirmarse con la evidencia ya disponible correspondiente a 2005<sup>2</sup>.

Sin embargo, pese a la coincidencia del perfil de evolución en la actividad de consolidación empresarial en el sector financiero con el de otros sectores, es posible identificar algunos rasgos diferenciales en cuanto a las características de las operaciones de integración entre empresas financieras. En primer lugar, el tamaño medio de las operaciones en el sector financiero es sustancialmente mayor que en otras parcelas de la actividad económica. Así, en el período 1999-2004, mientras que el tamaño medio de las transacciones entre empresas financieras se situó por encima de los 300 millones de euros, esta cifra no alcanzó los

**1.** Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº. 0516, titulado *M&As performance in the European financial industry*. **2.** Véase BCE (2005).

**VALOR DE LAS OPERACIONES DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN EN EL SECTOR FINANCIERO DE LA UNIÓN EUROPEA (a)**

GRÁFICO 1



FUENTE: Comisión Europea (2005).

a. Se incluyen todas las operaciones en las que tanto la empresa compradora como la adquirida pertenezcan al sector financiero y estén radicadas en un país de la Unión Europea.

b. Operaciones internacionales indirectas son aquellas en las que la empresa compradora es una subsidiaria local de una empresa extranjera.

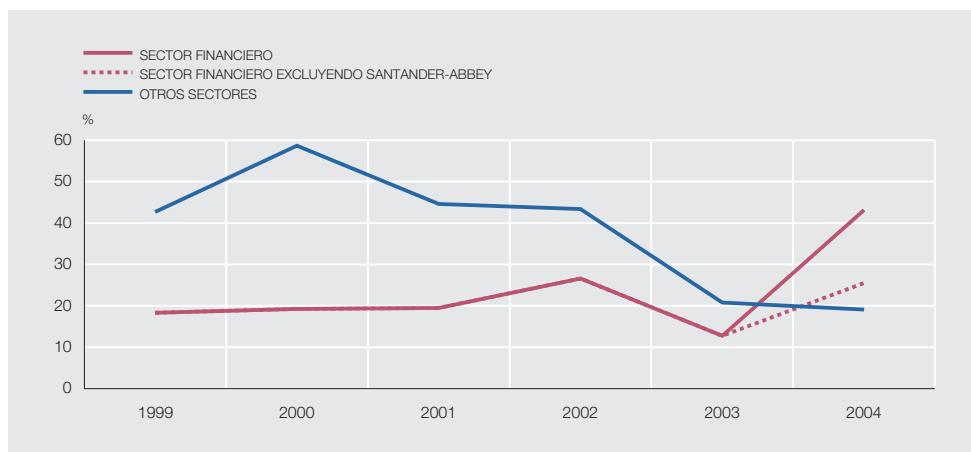
100 millones de euros en el caso de operaciones en otros sectores<sup>3</sup>. Además, la ratio entre los tamaños de las empresas compradoras y compradas es notoriamente superior en las transacciones en el sector financiero. En segundo lugar, el peso, medido en términos de valor, de las fusiones internacionales en el total de las operaciones es notablemente menor en el sector financiero que en el resto de sectores. Como se muestra en el gráfico 2, en el período 1999-2004, el volumen monetario de las transacciones internacionales representó aproximadamente el 20% del total de las operaciones entre empresas financieras, alcanzando esta proporción el 45% en el caso de las fusiones en los sectores no financieros. Sin embargo, en términos de número de operaciones, las fusiones internacionales representaron algo más del 20% del total de operaciones tanto en el sector financiero como en el resto de sectores. Esta evidencia sugiere que en los sectores no financieros las operaciones internacionales tienen un volumen medio sustancialmente superior al de las operaciones nacionales. Además, las diferencias de tamaño entre las entidades fusionadas son más reducidas que en el sector financiero. Estos rasgos revelan que, en algunos casos, este proceso de integración entre compañías no financieras ha originado empresas con un verdadero carácter paneuropeo, con una distribución equilibrada de sus actividades entre distintos países europeos. Por el contrario, en el sector financiero, la evidencia anterior sugiere que han primado las operaciones de consolidación a nivel nacional, favoreciendo la aparición de grandes instituciones nacionales, con solo una presencia muy secundaria en otros países. De hecho, han sido muy escasas las operaciones internacionales entre empresas financieras de gran dimensión.

En cuanto a la distinción por segmento de actividad, la proporción de operaciones transfronterizas sobre el total de operaciones es especialmente reducida en los sectores bancario y de seguros (20% y 15%, respectivamente, en términos de valor), siendo muy elevada en los sectores de intermediación de valores y gestión de activos (60%). Las operaciones internacionales entre compañías de distintos segmentos del mercado son muy infrecuentes, de modo que

3. Gran parte de la información utilizada en este epígrafe proviene de la Comisión Europea [véase Comisión Europea (2005)], y está basada en el análisis de la base de datos Zephir de Bureau Van Dijk.

PROPORCIÓN DE OPERACIONES INTERNACIONALES EN EL CONJUNTO DE  
FUSIONES Y ADQUISICIONES (a)

GRÁFICO 2



FUENTE: Comisión Europea (2005).

a. Las proporciones se calculan sobre el valor de las operaciones.

la formación de conglomerados financieros operando en distintos segmentos se ha producido primordialmente a nivel nacional.

Este predominio de las operaciones de consolidación doméstica se ha traducido en un incremento de la concentración a nivel nacional en los distintos segmentos del sector financiero, que ha sido especialmente pronunciado en el sector bancario. El cuadro 1 ofrece la evolución de la concentración en el sector bancario de los países de la UE 15 en el período 1997-2004, midiendo la concentración por medio del porcentaje que los activos de los cinco mayores bancos de cada país representan sobre el total de activos del sector bancario del país (índice C5)<sup>4</sup>. En el cuadro se aprecia que la concentración ha aumentado en la mayoría de los países, siendo las excepciones Dinamarca, Suecia y Finlandia, pero en este último país se debe a la ampliación de las entidades incluidas en la definición de sector bancario en el año 2001. En general, las diferencias entre países en los índices de concentración siguen siendo notorias. Alemania presenta uno de los sectores bancarios menos concentrados, mientras que, en el extremo opuesto, en países como Holanda, Finlandia y Bélgica la cuota de mercado de las cinco mayores entidades supera el 75%, lo que parece indicar que existe poco margen para nuevas fusiones de carácter nacional. La media no ponderada de este índice de concentración en los países de la UE 15 ha pasado del 46% en 1997 al 53% en 2004. De igual modo, para los países del área del euro el índice C5 ha aumentado desde el 45% hasta el 53% en el mismo período. Sin embargo, cuando se mide la concentración a nivel del área, el incremento de la concentración es menor. Así, Bikker y Wesseling (2003) indican que la proporción que los activos de las cinco mayores entidades del área del euro representan en el activo total del sistema bancario de los países del área ha pasado desde el 12% en 1996 hasta el 16% en 2001, lo que puede reflejar la escasez de fusiones internacionales entre entidades de gran dimensión.

La lentitud del proceso de integración del sector de banca comercial europea obedece, en gran parte, a las características intrínsecas del negocio bancario tradicional, que dificultan su expansión internacional<sup>5</sup>. Gual (2004) identifica la existencia de barreras naturales (idioma y

4. Medidas de concentración alternativas, como el índice Herfindahl, ofrecen un patrón similar [véase BCE (2004 y 2005)]. 5. Veáse en Pérez et al. (2005) una revisión del proceso de integración del sector bancario europeo.

	1997	2004
Bélgica	54	84
Dinamarca	70	67
Alemania	17	22
Grecia	56	65
España	32	42
Francia	40	45
Irlanda	41	44
Italia	25	26
Luxemburgo	23	30
Holanda	79	84
Austria	44	44
Portugal	46	67
Finlandia	88	83
Suecia	58	54
Reino Unido	24	35
UEM (b)	45	53
UE 15 (b)	46	53

FUENTE: Banco Central Europeo.

- a. Porcentaje que los activos de los cinco mayores bancos de cada país representan sobre el total de activos del sector bancario del país.
- b. Media no ponderada de los índices de los países.

distancia), estratégicas (red de sucursales, marca comercial y reputación) y legales (diferencias en regulación y supervisión) como obstáculos principales a la actividad transfronteriza de la banca comercial. La presencia de algunas de estas barreras puede no solo dificultar la prestación transfronteriza de servicios sino también limitar los potenciales ahorros de costes asociados a los procesos de consolidación internacional. Precisamente, este tipo de argumento se ha esgrimido con frecuencia para explicar el escaso valor añadido de las fusiones internacionales en el sector financiero y, por tanto, el predominio de las operaciones de consolidación a nivel nacional [Comisión Europea (2005)].

#### **Análisis económico de la fusión de empresas financieras**

El análisis de los procesos de fusión de entidades financieras ha recibido una amplísima atención en la literatura económica. Numerosos trabajos se han ocupado de identificar aquellas características de los procesos de integración empresarial que les hacen más proclives a la generación de valor para los accionistas de las empresas involucradas. Estos trabajos generalmente evalúan la reacción de las cotizaciones de las empresas fusionadas en torno a la fecha del anuncio para amplias muestras de operaciones de fusión y adquisición y, después, correlacionan las respuestas estimadas con diversas características de las transacciones. Diversos estudios para la economía norteamericana<sup>6</sup> han encontrado una relación positiva entre la generación de valor asociada al proceso de fusión y el grado de solapamiento en los mercados en los que operan las entidades integradas. Es decir, los mercados reaccionan positivamente ante los anuncios de fusión de empresas que operan en una misma área geográfica y en segmentos de mercado similares, en la medida en que se percibe que existen ahorros potenciales de costes significativos. Por otro lado, estos trabajos también han encontrado una relación directa entre el éxito de los procesos de fusión y el grado de eficiencia de la entidad compradora (o, alternativamente, de las diferencias de eficiencia entre las entidades compradora y adquirida).

6. Véanse, por ejemplo, Houston y Ryngaert (1994) y Pilloff (1996).

Los trabajos disponibles para la economía europea, ciertamente menos numerosos, ofrecen resultados similares. Las fusiones entre entidades que operan en un mismo ámbito geográfico y en líneas de negocio similares tienden a generar mayor valor [Beitel et al. (2004)]. En particular, algunos estudios identifican una mejor reacción del mercado en el caso de fusiones nacionales que en el caso de fusiones transfronterizas [Cybo-Ottone y Murgia (2000)].

Otra parcela de esta amplia literatura se ha centrado específicamente en el análisis de las operaciones transfronterizas. Un resultado habitual de esta literatura es que las operaciones de integración entre entidades de países distintos no se traducen, en promedio, en beneficios para los accionistas de las empresas involucradas [Amihud et al. (2002)]. Este resultado se ha explicado en ocasiones por los mayores costes operativos y menor rentabilidad que los bancos extranjeros han presentado, en promedio, en relación con las entidades nacionales [Berger et al. (2000)]. A su vez, se ha argumentado que los costes de información constituyen la desventaja principal a la que se enfrentan los bancos a la hora de adquirir y gestionar entidades subsidiarias en el exterior [Buch (2003)].

Un informe reciente de la Comisión Europea [Comisión Europea (2005)], basado en los resultados de una encuesta realizada entre participantes en los mercados financieros (empresas financieras, organismos representativos del sector financiero y autoridades nacionales) sobre los obstáculos a las operaciones de integración transfronteriza, ha identificado el bajo nivel de sinergias de costes que habitualmente caracteriza a este tipo de operaciones como el obstáculo principal para la consecución de fusiones internacionales. Esta escasez de ahorros potenciales de costes se explica a su vez por tres tipos de factores: las notables diferencias en la estructura de productos financieros en los distintos países, la necesidad de mantener distintos sistemas de provisión de información requeridos por los reguladores de los distintos países y ciertos impedimentos legales a la expansión y/o reorganización de la actividad de la empresa. Junto con este bajo nivel de sinergias de costes, las respuestas de la encuesta señalan la existencia de un clima desfavorable a las transacciones internacionales como un elemento disuasorio adicional para las operaciones de consolidación internacional. Este clima desfavorable, difícil de caracterizar con precisión, adopta diversas manifestaciones que van desde medidas legales vigentes que condicionan las posibilidades de la operación hasta diversos tipos de interferencias en el desarrollo del proceso de fusión.

En el documento de trabajo que sirve de base a este artículo se utiliza una muestra de 172 anuncios de fusiones y adquisiciones entre empresas financieras de la Unión Europea realizados en el período 1998-2002<sup>7</sup>, para, en primer lugar, analizar la rentabilidad, a distintos horizontes, de las operaciones de fusión y adquisición para los accionistas de las empresas involucradas y, en segundo lugar, restringiendo el análisis a la muestra de 66 fusiones entre entidades bancarias, evaluar el impacto sobre distintas variables que recogen aspectos diversos —rentabilidad y eficiencia, primordialmente— del comportamiento de las entidades fusionadas.

#### **Creación de valor en las empresas fusionadas**

En lo que se refiere al análisis de la creación de valor, la pieza básica de información utilizada es el exceso de rendimiento para los accionistas de las empresas involucradas. Este exceso de rendimiento se define como la diferencia entre el rendimiento observado en un determinado período (o ventana) alrededor del momento del anuncio y el rendimiento es-

7. Las operaciones incluidas en la muestra analizada cumplen los siguientes requisitos: 1) fueron anunciadas entre 1998 y 2002; 2) las dos empresas involucradas pertenecen a países de la UE 15; 3) ambas empresas pertenecen al sector financiero (más concretamente, son bancos, otros intermediarios financieros, empresas de seguros y *holdings* financieros); 4) ambas empresas cotizan en bolsa, y 5) para ambas existe información sobre el rendimiento total para el accionista (es decir, el rendimiento implícito para un accionista a través de retribuciones o mediante incrementos en el valor de su participación).

%	Ventana (b)			
	(t-90, t-1)	(t-1, t+1)	(t-1, t+30)	(t-1, t+360)
Empresas compradas	4,35	(d)	3,24	(d)
Empresas compradoras	-0,08		-0,87	(d)
Creación de valor (c)	1,38		-0,25	
			-0,52	
			-4,50	

FUENTE: Banco de España.

a. Los excesos de rendimiento se computan en un período en torno a la fecha del anuncio de fusión.

b. t denota la fecha del anuncio de fusión.

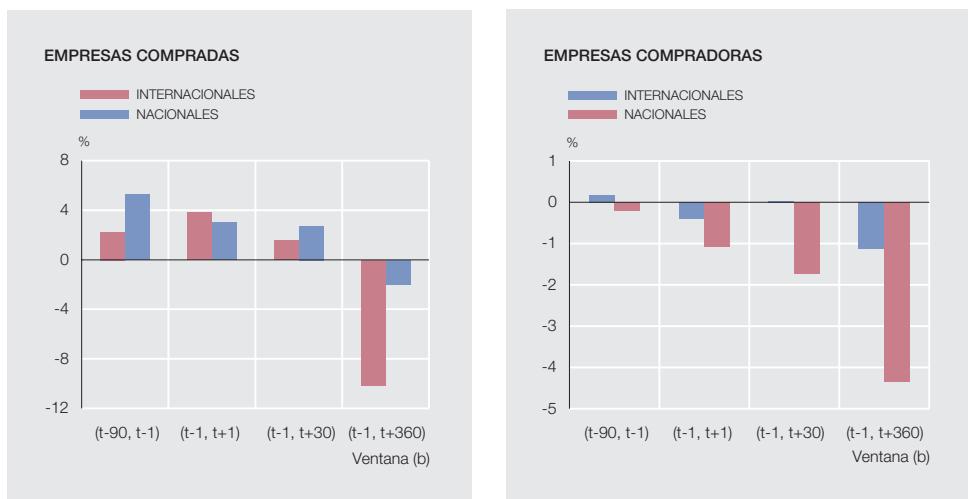
c. Media ponderada de los excesos de rendimiento de las empresas compradas y compradoras, tomando como ponderación la capitalización bursátil. Se calcula para las 158 operaciones de fusión para las que está disponible la capitalización bursátil de ambas empresas. Esto permite explicar que la cifra de creación de valor para la ventana más amplia sea menor que las cifras para empresas compradas y compradoras.

d. Valor estadísticamente significativo al 5%.

perado en ese mismo período. El rendimiento esperado se calcula utilizando un modelo CAPM estimado con información de los seis meses anteriores al anuncio de la operación<sup>8</sup>. Los excesos de rendimiento se obtienen tanto para los accionistas de las empresas compradas como para los de las compradoras. Además, ponderando los excesos de rendimiento de las dos empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles, se obtiene un exceso de rendimiento conjunto del proceso de fusión, que constituye una medida del valor generado (o creado) por la operación de fusión o adquisición. En cuanto a la definición de la ventana temporal en la que se calculan los excesos de rendimiento, se consideran cuatro ventanas: i) la correspondiente al período previo al anuncio (en concreto, abarca desde 90 días antes del anuncio hasta la fecha inmediatamente anterior al anuncio), lo que trataría de captar los cambios en los rendimientos de las acciones de las empresas motivados por filtraciones de información a los mercados previas al anuncio formal del proceso de fusión; ii) la que, abarcando desde el día anterior al anuncio hasta el día posterior, capte el efecto inmediato del anuncio; iii) la que abarca desde el día anterior hasta treinta días después de la fecha del anuncio, y iv) la que comprende desde el día anterior hasta un año después de la fecha del anuncio.

El cuadro 2 presenta los excesos de rendimiento medios para el conjunto de las fusiones de la muestra. Los resultados obtenidos son, en general, coherentes con los encontrados en la literatura. Así, se aprecia que los accionistas de las empresas compradas obtienen, en promedio, excesos de rendimiento positivos, con excepción de la ventana de largo plazo. Además, de la comparación de los excesos de rendimiento para las diferentes ventanas parece deducirse que estos excesos de rendimiento se generan mayoritariamente en el período más corto en torno a la fecha del anuncio y en menor medida en los tres meses anteriores al mismo, lo que parece indicar que algunas operaciones fueron anticipadas por los mercados en las semanas previas al anuncio formal de las mismas. Por otra parte, los accionistas de las empresas compradoras no obtienen, en promedio, excesos de rendimiento significativos, con excepción de la ventana más corta, en la que sí se aprecia un rendimiento promedio negativo y

8. El modelo CAPM calcula la rentabilidad esperada de un activo teniendo en cuenta el incremento que la inclusión de dicho activo en una cartera diversificada causa en el riesgo total de la nueva cartera. Para nuestro cálculo hemos asumido que esa cartera diversificada es el índice bursátil representativo del sector financiero del país de origen de cada una de las empresas.



a. Los excesos de rendimiento se computan, en promedio para las 172 operaciones analizadas, en un período en torno a la fecha del anuncio de fusión.  
b. t denota la fecha del anuncio de fusión.

significativo. Los excesos de rendimiento conjuntos de los procesos de fusión, obtenidos ponderando los excesos de rendimiento de las empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles, son, en general, modestos y en ningún caso significativos. Finalmente, en la ventana de largo plazo se obtienen, en promedio, excesos de rendimiento negativos tanto para las empresas compradas como para las compradoras, pero, en ambos casos, estos promedios distan de ser significativos dada la elevada dispersión de ambas distribuciones de excesos de rendimiento de largo plazo.

En la medida en que las operaciones nacionales presenten a priori mayores sinergias en costes y puedan tener un mayor impacto en términos de mejora de la posición competitiva, cabría esperar que el exceso de rendimiento esperado de un anuncio de fusión entre dos entidades del mismo país sea superior al esperado tras el anuncio de una fusión internacional. En la muestra analizada se aprecian ciertas diferencias en los excesos de rendimiento promedio en función del alcance geográfico de las operaciones. Así, el gráfico 3 muestra que, en el caso de las entidades compradas, los excesos de rendimiento medios son mayores, en promedio, para las transacciones nacionales, con la excepción de la ventana más corta. Por el contrario, en relación con las entidades compradoras, la reacción del mercado es menos desfavorable en el caso de las operaciones internacionales.

En síntesis, el análisis de la reacción del mercado ante los anuncios de fusión en la muestra considerada no detecta que se produzca una creación de valor neta alrededor de los mismos. Existe, sin embargo, una transferencia de valor desde los accionistas de las empresas compradoras a los de las empresas adquiridas, resultado que está en línea con la evidencia habitual en la literatura. Por otro lado, esta transferencia de valor parece ser de mayor magnitud en el caso de las operaciones nacionales.

#### **Rentabilidad y eficiencia de las entidades fusionadas**

Por lo que respecta al impacto de las fusiones y adquisiciones sobre la rentabilidad y la eficiencia de las entidades fusionadas, el análisis se realiza con una submuestra de 66 operaciones en las que ambas empresas fusionadas son bancos. En primer lugar, se comparan, para las entidades compradoras y adquiridas en el período anterior a la fusión, distintas ratios financieras, que aproximan diversos aspectos de la situación financiera y del comportamiento de los

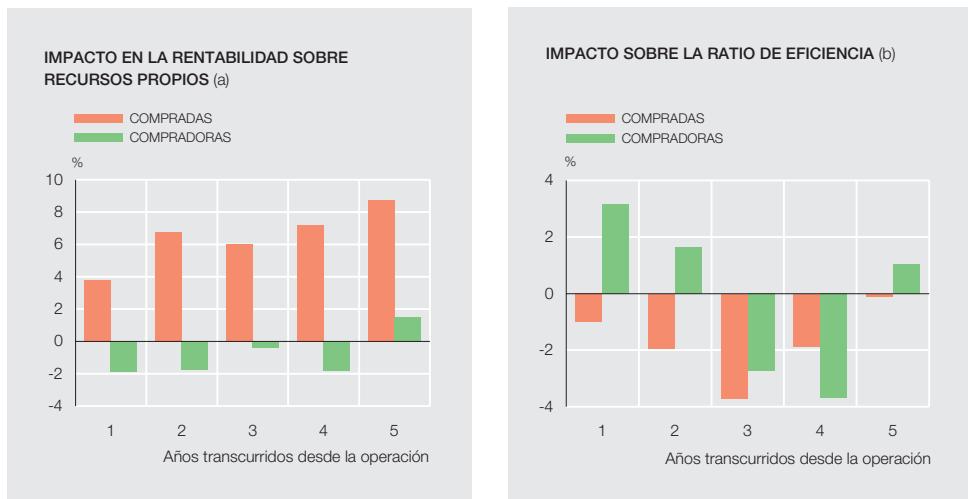
BANCOS COMPRADORES					
	Media	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Diferencia mediana con respecto al mercado
Rentabilidad recursos propios (ROE) (a)	11,11	6,36	10,08	13,10	1,27
Margen financiero (b)	2,20	1,27	2,17	2,75	0,39
Ratio de capitalización (c)	12,15	4,27	5,35	8,34	0,25
Ratio de eficiencia (d)	62,87	58,72	67,32	72,76	-0,22
Actividad crediticia (e)	52,50	43,64	49,87	67,62	6,26
Provisiones insolvencias sobre préstamos (f)	0,89	0,55	0,89	1,22	0,20
BANCOS ADQUIRIDOS					
	Media	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Diferencia mediana con respecto al mercado
Rentabilidad recursos propios (ROE) (a)	11,56	8,90	11,23	15,61	1,30
Margen financiero (b)	2,01	1,32	2,09	2,67	0,25
Ratio de capitalización (c)	8,47	4,28	5,73	8,40	0,58
Ratio de eficiencia (d)	62,35	54,78	63,94	71,50	-1,85
Actividad crediticia (e)	44,76	34,80	49,40	52,61	-4,84
Provisiones insolvencias sobre préstamos (f)	0,82	0,45	0,62	1,04	0,09

FUENTES: Bankscope Fitch-IBCA y Banco de España.

- a. Resultado neto sobre fondos propios.
- b. Ingresos financieros netos sobre activo remunerado.
- c. Fondos propios sobre activos totales.
- d. Gastos de explotación sobre ingresos netos.
- e. Préstamos netos sobre activos totales.
- f. Provisiones para insolvencias sobre préstamos totales.

bancos<sup>9</sup>. Los resultados de esta comparación se presentan en el cuadro 3. En particular, en este cuadro se presentan, tanto para los adquiridos como para los compradores, los valores medios y los distintos cuartiles de la distribución de cada ratio en el año anterior al de realización de la operación de fusión y, además, se presenta la mediana de la diferencia de cada ratio con respecto a la media del mercado<sup>10</sup>. Se observa que los bancos compradores presentan una mayor rentabilidad sobre recursos propios (ROE) que los bancos adquiridos, pero ambos tipos de entidades muestran un mejor comportamiento que el promedio del mercado correspondiente. Además, los bancos compradores presentan mejores ratios de eficiencia que los comprados y, de nuevo, ambos tipos de entidades son más eficientes que la media del mercado. La comparación en términos de margen financiero y de ratio de capitalización no ofrece resultados muy claros<sup>11</sup>. Sin embargo, sí se aprecia claramente que el peso de la actividad crediticia es sustancialmente más elevado en las entidades compradas. Finalmente, estas entidades también presentan un perfil de riesgo más elevado, como lo pone de manifiesto el mayor volumen de provisiones sobre créditos totales. En definitiva, las entidades

9. La información utilizada en este epígrafe proviene de la base de datos Bankscope, compilada por Fitch-IBCA. 10. La media del mercado se define como el valor promedio de cada ratio para las entidades del país de origen de cada empresa incluidas en la base de datos Bankscope. 11. En el caso de la ratio de capitalización, los valores de los distintos percentiles son muy similares, aunque el valor medio para los bancos adquiridos resulta muy elevado por la presencia de algunos valores atípicos.



FUENTES: Bankscope Fitch-IBCA y Banco de España.

- a. Resultado neto sobre fondos propios.  
b. Gastos de explotación sobre ingresos netos.

compradoras muestran, en general, mejores ratios financieras —sobre todo en términos de rentabilidad y eficiencia— que las compradas, pero estas últimas no pueden considerarse como más ineficientes o menos rentables que el promedio del mercado.

Con el fin de evaluar el impacto de las operaciones de fusión sobre la rentabilidad y la eficiencia de las entidades involucradas, se estiman sendos modelos de regresión, para las entidades compradas y para las compradoras, en los que cada ratio financiera se regresa sobre un conjunto de variables ficticias temporales y de país y un bloque de variables ficticias que indican el número de años transcurrido desde que se realizó la fusión. Los coeficientes asociados a este último bloque de variables permiten aislar el impacto de la fusión a distintos horizontes en cada una de las ratios después de tomar en consideración la evolución del sector en cada país. Los resultados de este análisis se resumen en el gráfico 4. En el caso de las entidades compradas se aprecia que, en promedio, experimentan una mejora de la rentabilidad de los recursos propios de aproximadamente 6 puntos porcentuales<sup>12</sup>. Además, esta mejora es estadísticamente significativa a partir del segundo año posterior a la operación. Las entidades adquiridas también presentan una disminución de la ratio de costes sobre ingresos. No obstante, esta mejora de eficiencia, que alcanza su máximo en el tercer año después de la transacción, no es estadísticamente significativa. En el caso de las entidades compradoras se aprecia un ligero retroceso en la rentabilidad sobre recursos propios, y un deterioro transitorio en la ratio de eficiencia que se convierte en mejora a partir del tercer año. No obstante, ninguno de estos efectos es significativo, lo que parece sugerir que las entidades compradoras no experimentan variaciones significativas en eficiencia y rentabilidad a raíz de los procesos de fusión.

### Conclusiones

El sector financiero europeo está experimentando un proceso de integración caracterizado por una marcada heterogeneidad en cuanto al ritmo de avance en los distintos segmentos del mercado. Mientras en la banca de inversión y corporativa la intensidad de la integración ha sido muy elevada tras la creación del euro, este ritmo ha sido notablemente más lento en el

12. Los resultados de las entidades compradas hay que tomarlos con una cierta cautela, debido a que no existe información disponible para las entidades que dejan de operar como marca independiente.

segmento de banca comercial. Este proceso de integración se está produciendo mediante un predominio de las operaciones de consolidación a nivel nacional y sin que sean frecuentes, hasta fechas recientes, grandes operaciones de reestructuración transfronteriza.

El análisis del impacto de las operaciones de fusión y adquisición en el sector financiero dentro de la Unión Europea en el período transcurrido desde la introducción de la moneda única muestra que los accionistas de las empresas compradas obtienen, en promedio, excesos de rendimiento positivos. Por el contrario, los accionistas de las empresas compradoras obtienen, en promedio, excesos de rendimiento negativos, aunque no son estadísticamente significativos. Esta evidencia indica que se produce una transferencia de valor desde los accionistas de las empresas compradoras a los de las empresas adquiridas. En cuanto a los excesos de rendimiento conjuntos de los procesos de fusión, obtenidos ponderando los excesos de rendimiento de las empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles, la evidencia obtenida apunta a que son, en general, modestos y en ningún caso significativos.

El análisis de las ratios financieras de las entidades involucradas en los procesos de fusión en el sistema bancario ofrece dos resultados relevantes. Por un lado, las entidades compradoras presentan, en general, mayores niveles de rentabilidad y eficiencia y un menor perfil de riesgo que las entidades compradas. No obstante, el comportamiento de estas últimas no difiere sustancialmente con respecto a la media del sector. Finalmente, la evidencia obtenida indica que las entidades adquiridas experimentan una mejora de la rentabilidad sobre recursos propios que aparece como significativa en el segundo año después de la operación.

17.2.2006.

## BIBLIOGRAFÍA

- AMIHUD, Y., G. DELONG y A. SAUNDERS (2002). «The effects of cross-border mergers on bank risk and value», *Journal of International Money and Finance*, 21, pp. 857-877.
- BERGER, A., R. DEYOUNG, H. GENAY y G. F. UDELL (2000). «Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance», *The Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 3, pp. 23-158.
- BUCH, C. (2003). «Information or regulation: What drives the international activities of commercial banks?», *Journal of Money, Credit and Banking*, 35, pp. 851-869.
- BCE (2004). *Report on EU Banking Structure*, noviembre.
- (2005). *Report on EU Banking Structures*, octubre.
- BEITEL, P., D. SCHIERECK y M. WAHRENBURG (2004). «Explaining M&A-success in European banks», *European Financial Management*, 10, pp. 109-140.
- BIKKER, J., y S. WESSELING (2003). *Intermediation, integration and internationalisation: a survey on banking in Europe*, Occasional Studies, n.º 3, De Nederlandsche Bank.
- COMISIÓN EUROPEA (2005). *Cross-border consolidation in the EU financial sector*, Commission Staff Working Document, SEC (2005) 1398.
- CYBO-OTTONE, A., y M. MURGIA (2000). «Mergers and shareholder wealth in European banking», *Journal of Banking and Finance*, 24, pp. 831-859.
- QUAL, J. (2004). *The integration of EU banking markets*, CEPR Discussion Paper n.º 4212.
- HOUSTON, J. y M. RYNGAERT (1994). «The overall gains from large bank mergers», *Journal of Banking and Finance*, 18, pp. 1155-1176.
- PÉREZ, D., V. SALAS y J. SAURINA (2005). «Banking integration in Europe», *Moneda y Crédito*, n.º 220, pp. 105-154.
- PILLOFF, S. J. (1996). «Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions», *Journal of Money, Credit and Banking*, 28, pp. 294-310.
- RAJAN, R. G. (2005). *Has financial development made the world riskier?*, NBER Working Paper n.º 11728.