

UN ANÁLISIS DE LOS DETERMINANTES DE LAS ADQUISICIONES BANCARIAS
EN LA UNIÓN EUROPEA

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Hernando, de la Dirección General del Servicio de Estudios, María Jesús Nieto, de la Dirección General de Regulación, y Larry D. Wall, de la Reserva Federal de Atlanta¹.

Introducción

El proceso de consolidación del sistema bancario europeo ha revestido un marcado carácter nacional, de modo que, hasta fechas muy recientes, las operaciones de integración transfronteriza han sido muy escasas. Esta evolución ha respondido previsiblemente a la estrategia de los grandes grupos europeos, que han optado por afianzarse, en primer lugar, en el propio mercado, con el fin de afrontar en mejor posición un entorno crecientemente competitivo. Además, este predominio de las adquisiciones corporativas de índole nacional puede explicarse por la ausencia de las barreras de diversa naturaleza —diferencias en el marco regulatorio o en cultura empresarial, entre otras— que habitualmente obstaculizan las transacciones entre bancos de distintos países y, sobre todo, por la presencia de mayores sinergias de costes cuando las entidades que se integran operan en el mismo mercado.

Precisamente, la literatura sobre los determinantes de las fusiones y adquisiciones bancarias ha identificado la consecución de ganancias de eficiencia como el elemento esencial en el impulso de este tipo de operaciones. No obstante, la magnitud de estas mejoras está asociada no solo a los previsibles ahorros de costes derivados de la integración, sino también al potencial avance en la calidad de la gestión de las entidades adquiridas, factor este último que, en principio, no depende del alcance geográfico de la transacción. Por otro lado, el carácter nacional del proceso de integración en el sistema bancario europeo ha generado elevados niveles de concentración en algunos mercados, principalmente en los países de menor dimensión, reduciéndose el margen disponible para procesos de consolidación interna.

En este contexto, el presente artículo identifica las características de los bancos —y del mercado en el que operan— que hacen más probable que sean comprados, distinguiendo entre adquisiciones por parte de un competidor local y por una corporación extranjera. Con este fin, tras ofrecer un panorama de la evolución de las operaciones de fusión y adquisición en el sector bancario de la Unión Europea (UE) en el transcurso de la última década, se presenta una revisión de la literatura sobre los determinantes de las adquisiciones bancarias. A continuación, se exponen los resultados del análisis basado en una muestra de 157 transacciones entre entidades de la UE en el período 1996-2004. El artículo finaliza con las principales conclusiones del estudio.

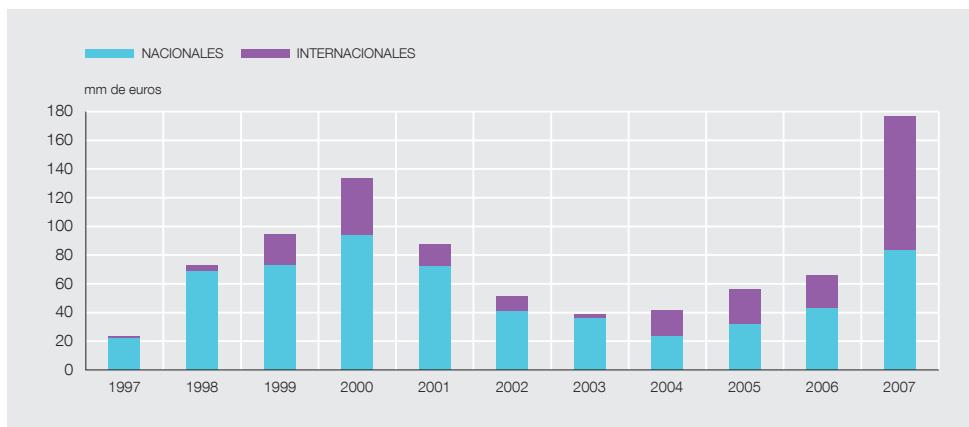
Evolución reciente de la actividad de fusiones y adquisiciones en el sistema bancario europeo

El proceso de consolidación en el sistema bancario de la UE se ha caracterizado en los últimos años, como es habitual en la mayoría de los sectores, por un perfil cíclico bastante acusado. Como muestra el gráfico 1, la actividad de fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito de la UE², medida en términos del valor de las operaciones, mostró una notable expansión en el período 1998-2000, experimentando posteriormente una intensa reducción. A partir de 2004 comenzó a apreciarse una cierta recuperación, que ha culminado en 2007 con un máximo histórico, aunque este se explica, en buena medida, por un conjunto limitado de operaciones entre bancos de gran dimensión. Otro rasgo destacado de esta evolución es

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo, de próxima publicación, titulado *Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union*, realizado por los autores. 2. A los efectos de este artículo, se han considerado exclusivamente los 25 países que integraban la UE antes de la ampliación de enero de 2007. Es decir, Bulgaria y Rumanía no se han incluido en el análisis.

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

GRÁFICO 1



FUENTES: Thomson One Banker y Banco de España.

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

el claro predominio de las transacciones entre entidades de un mismo país, como se aprecia en el gráfico 1 y, con mayor detalle para los 15 Estados que integraban la UE antes de la ampliación de mayo de 2004 (UE 15), también en el gráfico 2. Esta preponderancia ha favorecido la aparición de grandes grupos bancarios nacionales con una presencia reducida en otros mercados, a diferencia de lo observado en otros sectores, donde se han formado, mediante adquisiciones corporativas, empresas con un indudable carácter paneuropeo. No obstante, en los últimos años se ha apreciado un aumento significativo de la importancia relativa, en términos de valor, de las operaciones transfronterizas, siendo algunas de ellas entre grandes corporaciones.

La preeminencia de las operaciones de consolidación nacional se ha traducido en un incremento de la concentración en el sector bancario. Así, como muestra el cuadro 1, el porcentaje que los activos de los cinco mayores bancos de cada país representan sobre el total de activos del sector bancario nacional (índice C5) ha aumentado en la mayoría de las economías de la UE 15³ en el período 1997-2006, sobre todo en el final de la pasada década, coincidiendo con el mayor dinamismo de la actividad de fusiones y adquisiciones. Por el contrario, en el caso de los nuevos Estados miembros, los índices de concentración se han mantenido bastante estables, aunque en los elevados niveles de los que partían. Solo se han observado descensos sustanciales de los mismos en Malta y en Chipre, y aumentos en Letonia.

Por países, con cifras de 2006, se aprecian notables diferencias en el grado de concentración. En general, estos registros son más altos en los países de menor dimensión. En cinco de ellos —Estonia, Holanda, Bélgica, Lituania y Finlandia—, la cuota de mercado de las cinco mayores entidades supera el 80%, lo que parece indicar que existe poco margen para nuevas fusiones de carácter nacional. En el extremo opuesto, Alemania e Italia presentan una estructura de mercado bastante fragmentada.

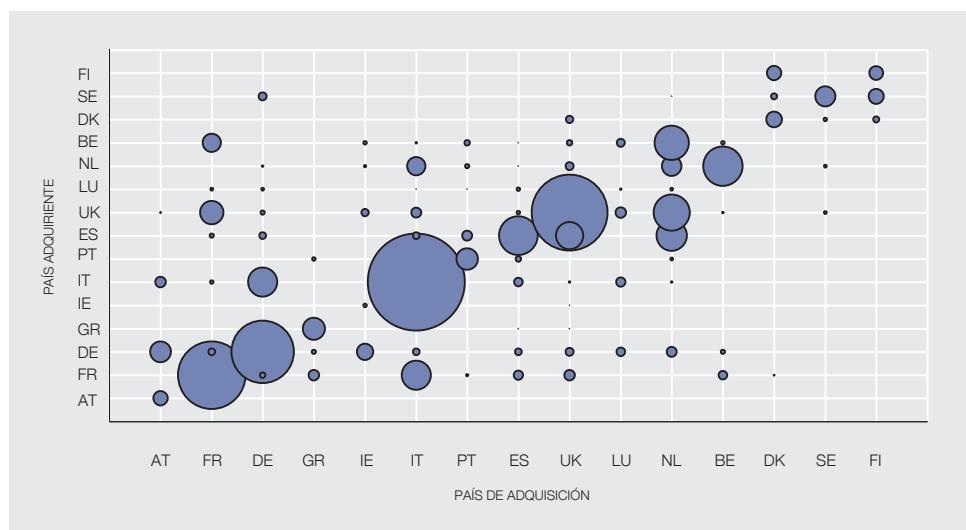
La existencia de diversos obstáculos que acentúan las dificultades de integración inherentes a todo proceso de fusión podría contribuir a explicar la reducida importancia relativa de las

3. Las únicas excepciones son Dinamarca y Finlandia, aunque en este último país se debe a la ampliación de las entidades incluidas en la definición de sector bancario en el año 2001.

FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

Operaciones completadas en el período 1997-2007 (a)

GRÁFICO 2



FUENTES: Thomson One Banker y Banco de España.

a. El área de los círculos es directamente proporcional al volumen de las operaciones de adquisición.

operaciones internacionales. Así, un informe elaborado por la Comisión Europea en 2005, a partir de los resultados de una encuesta entre los participantes en el mercado sobre los obstáculos a la consolidación transfronteriza en el sistema financiero europeo, señalaba como principales trabas las menores sinergias de costes e ingresos, la desfavorable percepción de operadores extranjeros por parte de los agentes locales —directivos, sindicatos y consumidores— y la existencia de un entorno regulatorio adverso [véase Comisión Europea (2005)].

No obstante, a pesar de la preponderancia de la consolidación bancaria a nivel nacional en la última década, en diversas regiones dentro de la UE (Benelux y países nórdicos), que cuentan con una larga trayectoria de interrelación económica, las adquisiciones corporativas entre sus empresas han sido relativamente frecuentes (véase gráfico 2). Además, la actividad transfronteriza en el conjunto de la UE se ha desarrollado significativamente en los últimos años. A esta evolución ha contribuido el proceso de adhesión de los países de Europa Central y del Este, que ha favorecido la compra de algunas de sus entidades financieras, en algunos casos como resultado de los procesos de privatización de las mismas, por parte de otros bancos europeos. Como se aprecia en el cuadro 2, en el caso de los países que se incorporaron a la UE en mayo de 2004, la proporción de activos de sus sistemas bancarios en manos de filiales y sucursales de bancos pertenecientes a otros países de la UE ha crecido notablemente en los últimos años, situándose en 2006 en el 63% para el conjunto de esos diez Estados, sobrepassando incluso el 90% en Estonia, República Checa y Eslovaquia. Por el contrario, esta proporción es sustancialmente inferior en el caso de los países de la UE 15, para los que, en conjunto, se sitúa por debajo del 20%. Ese porcentaje es especialmente reducido en las mayores economías del área del euro: Alemania e Italia (9%), Francia (10%) y España (11%). Finalmente, en los últimos años se han producido operaciones de integración de carácter transfronterizo entre bancos de mayor dimensión, de modo que, como puede apreciarse en el gráfico 1, la proporción del valor de las transacciones internacionales ha aumentado notablemente, lo que puede responder no solo al proceso de ampliación de la UE, sino también a la

	1997	2001	2006
UE 15 (b)	46	52	53
Alemania	17	20	22
Austria	44	45	44
Bélgica	54	78	84
Dinamarca	70	68	65
España	32	45	40
Finlandia	88	80	82
Francia	40	47	52
Grecia	56	67	66
Holanda	79	83	85
Irlanda	41	43	45
Italia	25	29	26
Luxemburgo	23	28	29
Portugal	46	60	68
Reino Unido	24	29	36
NEM 10 (b)	72	72	68
Chipre	92	72	64
Eslovaquia	62	66	67
Eslovenia	63	68	62
Estonia	99	99	97
Hungría	53	56	54
Letonia	51	63	69
Lituania	84	88	83
Malta	98	80	71
Polonia	46	55	47
República Checa	67	68	64
Suecia	58	55	58
UEM (b)	45	53	54
UE 25 (b)	57	60	59

FUENTES: Banco Central Europeo, excepto los datos correspondientes a 1997 para los 10 nuevos Estados miembros (NEM), que están tomados de Allen et ál. (2005).

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.

gradual reducción de las diversas barreras que dificultaban la entrada de competidores extranjeros.

Determinantes de las adquisiciones bancarias: una revisión de la literatura

La realización de operaciones de consolidación depende fundamentalmente de los beneficios esperados de la integración⁴ —asociados a los potenciales ahorros de costes, la entrada en nuevos segmentos o líneas de negocio, la expansión geográfica o la mejora de la posición de dominio en el mercado— y de los criterios de actuación de los supervisores bancarios y de las autoridades de competencia ante los procesos de concentración. A su vez, las características de las empresas y del entorno en el que operan condicionan las ganancias potenciales de la integración y la posibilidad de ser aprobadas por el supervisor. En esta línea, una parte de la literatura sobre los determinantes de las adquisiciones bancarias se ha ocupado de la identificación de aquellos rasgos de los ban-

4. En el caso de fusiones de carácter defensivo, en las que se persigue evitar o mitigar los efectos de un hipotético desarrollo adverso del mercado, estos beneficios esperados deben evaluarse, más bien, en relación con el escenario alternativo en que no se produce la fusión y, en cambio, se materializa la amenaza potencial.

	%	2002	2006
EU 15		15	17
Alemania		5	9
Austria		21	19
Bélgica		22	22
Dinamarca		22	18
España		8	11
Finlandia		9	58
Francia		11	10
Grecia		6	28
Holanda		9	12
Irlanda		37	35
Italia		5	9
Luxemburgo		89	87
Portugal		27	22
Reino Unido		22	22
Suecia		6	9
NEM 10		51	63
República Checa		88	92
Estonia		90	99
Chipre		14	22
Letonia		22	50
Lituania		56	74
Hungría		57	53
Malta		36	32
Polonia		55	55
Eslovenia		16	22
Eslvaquia		83	93
UEM		12	16
UE 25		16	19

FUENTE: Banco Central Europeo.

- a. Porcentaje que los activos de filiales y sucursales de entidades de otros países de la UE representan sobre los activos totales del sistema bancario del país.
 b. En 2002, los porcentajes correspondientes a Estonia, Letonia, Eslovenia y Eslvaquia se han calculado sin incluir los activos de las filiales, debido a que en la fuente original, cuando el número de filiales es inferior a tres, se omite esta información por razones de confidencialidad. Otro tanto ocurre en 2006 para Letonia y Eslovenia.

cos y de la estructura de su mercado que hacen que una entidad sea más atractiva para ser adquirida⁵.

La calidad de la gestión es la principal variable, a tenor de la literatura económica, que incide sobre la probabilidad de que un banco sea adquirido. Así, a igualdad de otros factores, las entidades peor gestionadas —con peores registros de eficiencia y rentabilidad— resultan más atractivas para compradores potenciales, en la medida en que presentan un mayor margen de mejora y la prima de adquisición exigida será previsiblemente más reducida. La evidencia empírica disponible corrobora inequívocamente este resultado. Una segunda caracte-

5. Por tanto, este análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias es de carácter parcial, ya que no se incluyen las características de los bancos compradores ni medidas que aproximen el grado de sinergias entre las entidades fusionadas.

rística considerada habitualmente es el grado de capitalización, aunque en este caso el signo de su influencia sobre la probabilidad de ser comprado es incierto. Por un lado, este efecto será negativo si una elevada capitalización es indicio de buena gestión o si los supervisores incentivan la adquisición de bancos con problemas de solvencia. Por el contrario, este vínculo será positivo en la medida en que altas ratios de capital indiquen que los intermediarios están operando por debajo de su potencial de beneficios o si las entidades recurren a la compra de competidores muy capitalizados para hacer frente a los requisitos regulatorios. En consonancia con la ambigüedad del efecto teórico, los trabajos empíricos no ofrecen un resultado concluyente sobre el signo de esta relación.

Otro rasgo que incide sobre el atractivo de una entidad para ser comprada es su tamaño, aunque, de nuevo, el signo de su influencia es a priori ambiguo. Así, bancos más pequeños presentan menores dificultades de integración en la organización del grupo adquiriente y, además, es menos probable que su compra suscite reticencias por parte de las autoridades de competencia. Sin embargo, la adquisición de intermediarios de gran dimensión genera ahorros de costes y ganancias de posición competitiva de mayor magnitud. En general, el resultado más habitual en la literatura empírica sugiere que el tamaño incide positivamente en la probabilidad de ser adquirido. Por otro lado, las perspectivas de crecimiento de la propia entidad o del mercado en el que se desenvuelve también influyen favorablemente en su interés como objetivo para un comprador potencial.

Otra variable relevante para explicar la probabilidad de éxito de una adquisición bancaria es el grado de concentración del sector en el que opere la entidad objetivo, en la medida en que este es un rasgo esencial para determinar la actitud de las autoridades de competencia ante la operación. Además, es previsible que la respuesta de estas difiera en función de si la oferta de compra es formulada por un competidor nacional o por un banco extranjero. En mercados muy concentrados, procedimientos de consolidación a nivel interno cuentan con escasas posibilidades de ser autorizados en la medida en que sus efectos potenciales en términos de restricción del grado de competencia no son desdeñables. Por el contrario, una transacción transfronteriza no incidiría, en principio, sobre la estructura sectorial. Además, una elevada concentración puede estimular la entrada de intermediarios extranjeros atraídos por la posible existencia de mayores márgenes. En general, la evidencia empírica corrobora que en sistemas dominados por un reducido número de participantes los procesos de integración internacional tienden a ser relativamente más frecuentes.

Finalmente, la literatura ha considerado un amplio abanico de factores adicionales, que no se han contemplado en el trabajo que sirve de referencia a este artículo por falta de datos. Entre estos determinantes cabe mencionar los relacionados con los incentivos de los gestores de los bancos —aproximados habitualmente por variables relacionadas con sus participaciones en el accionariado o con la composición de los órganos de dirección—, la calidad de los activos de la entidad, el carácter local o exclusivo de la clientela o la antigüedad de la institución.

Un análisis de los determinantes de las adquisiciones corporativas en el sistema bancario de la Unión Europea

Con el fin de identificar los factores que favorecen la realización de adquisiciones corporativas en el sistema bancario de la UE, en la investigación que sirve de base a este artículo se han combinado dos fuentes de datos. Por un lado, se ha utilizado una muestra de 157 fusiones y adquisiciones entre bancos europeos en el período 1997-2004 y, por otro, se ha considerado la información procedente de los balances y cuentas de resultados correspondientes a un conjunto de 1.342 entidades bancarias europeas⁶.

6. La muestra de operaciones corporativas está extraída de la base de datos *Thomson One Banker*, mientras que la información contable sobre las entidades procede de la base de datos *BankScope* de *FITCHIBCA*.

	Todos los bancos	Bancos cotizados	Bancos no cotizados
Rentabilidad sobre activo (ROA) (%)	-0,09***	-0,04	-0,14***
Rentabilidad sobre recursos propios (ROE) (%)	-1,29*	0,60	-3,04**
Ratio de eficiencia (c)	6,90**	-0,24	7,94***
Margen de intermediación	0,00	0,15	0,00
Activos totales (mm de dólares)	0,15	1,84***	-0,04
Depósitos y financiación a corto (mm de dólares)	0,76**	1,52***	0,09
Número de empleados (miles)	0,14*	0,43***	0,02
Ratio de capitalización (%)	-0,01	-0,57*	0,34

a. Las cifras expresan valores medianos, para la submuestra de bancos considerados en cada columna, de las variables definidas como diferencias con respecto a la mediana del correspondiente mercado nacional. La mediana del mercado nacional se calcula a partir del conjunto de bancos incluidos en nuestra muestra. Las variables se calculan para el año anterior a las operaciones de adquisición.

b. **/*** indican valor significativo al nivel de confianza del 10%/5%/1%, respectivamente.

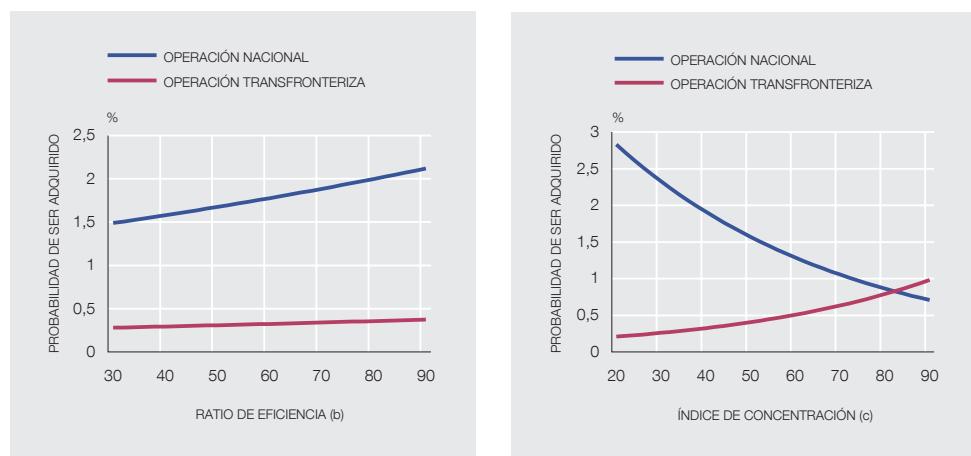
c. Cociente entre gastos de explotación e ingresos. Un mayor valor de la ratio indica un menor nivel de eficiencia.

El cuadro 3 ofrece una caracterización de la posición financiera de los bancos que han sido adquiridos, en términos relativos a su mercado nacional. Para ello, en la columna 1 se presenta, para la muestra de entidades compradas, el promedio de distintas variables, definidas, en el período anterior a la operación, en diferencias con respecto al valor mediano del país correspondiente. Los resultados muestran que las entidades absorbidas son más ineficientes (tienen una ratio de costes sobre ingresos superior en casi siete puntos porcentuales a la del banco mediano), aunque no presentan márgenes de intermediación por debajo de los de sus competidores. Como consecuencia, exhiben peores registros de rentabilidad (medida tanto sobre activos como sobre recursos propios). A la luz de las columnas 2 y 3, que ofrecen los estadísticos correspondientes para las submuestras definidas en función de si cotizan o no en bolsa, se aprecia que son las entidades no cotizadas las que presentan un peor comportamiento relativo, en términos de eficiencia y rentabilidad.

Los bancos comprados son, en general, más grandes que la entidad mediana de su propio país, pero esta diferencia solo es estadísticamente significativa cuando la dimensión se aproxima por el volumen de depósitos o por el número de empleados, no así cuando se consideran los activos totales como indicador de tamaño. Como cabría esperar, las divergencias son más apreciables en el caso de los bancos cotizados, no siendo significativas para el resto. La comparación en términos de capitalización es menos concluyente: el conjunto de las entidades objetivo no difiere de los valores medianos de sus respectivos mercados, siendo este resultado consecuencia de menores niveles de capital en el caso de los grupos cotizados y de mayores en el del resto. Por último, cabe mencionar que no se observan disparidades apreciables en las ratios financieras entre los bancos adquiridos por competidores locales y los absorbidos por corporaciones extranjeras.

Para evaluar la incidencia de los distintos factores considerados anteriormente sobre la probabilidad que tiene un banco de ser comprado, se ha estimado un modelo econométrico⁷ en el que se permite que las distintas variables explicativas muestren una influencia distinta según la entidad sea adquirida por un competidor nacional o por una entidad extranjera. Los indicadores considerados incluyen la ratio de eficiencia, la rentabilidad sobre recursos propios, el margen financiero neto, la ratio de capitalización, el volumen y el crecimiento de los activos,

7. En concreto, se estima un modelo *logit* multinomial en el que la variable dependiente toma el valor 1 si el banco es adquirido por un competidor nacional, el valor 2 si lo es por una entidad extranjera y el valor 0 si no es comprado.



- a. El impacto se evalúa para un banco comercial no cotizado tomando como referencia los valores medios muestrales del resto de variables continuas incluidas en el modelo.
- b. Cociente entre gastos de explotación e ingresos netos. Un mayor valor de la ratio indica un menor nivel de eficiencia.
- c. Cuota de mercado, medida en volumen de activos, de las cinco mayores entidades.

un índice de concentración del sector y un conjunto de variables ficticias que indican el tipo de entidad (banco comercial, caja de ahorro, banco hipotecario o banco de inversión), si esta cotiza en bolsa y si pertenece a uno de los nuevos Estados miembros⁸.

El gráfico 3 ilustra los principales resultados de la estimación del modelo, que, en general, son coherentes con los encontrados en la literatura [véase, por ejemplo, Hannan y Pilloff (2006)]. En general, se aprecia que las probabilidades de adquisición estimadas son bajas, especialmente en el caso de las operaciones internacionales, en consonancia con la reducida frecuencia de este tipo de eventos. El panel izquierdo muestra cómo aumentos de la ratio de gastos de explotación sobre ingresos netos —es decir, reducciones del nivel de eficiencia del banco— incrementan el atractivo de las entidades para ser adquiridas, aunque este efecto es más débil en el caso de las transacciones transfronterizas⁹. El panel derecho indica la existencia de una relación negativa entre el grado de concentración del sistema bancario y la probabilidad de ser absorbido por un competidor nacional, observándose una conexión positiva en el caso de compras por un intermediario extranjero. Este último resultado puede venir explicado por la actitud de las autoridades de competencia, que previsiblemente tienden a rechazar operaciones de consolidación entre rivales nacionales en mercados donde un reducido número de participantes acapara una elevada cuota de actividad.

Adicionalmente, el análisis realizado también pone de manifiesto que las entidades de mayor dimensión resultan más atractivas para potenciales compradores y que el hecho de cotizar en bolsa también facilita la posibilidad de ser objeto de una adquisición. Finalmente, en línea con la ambigüedad de su efecto a nivel teórico, la ratio de capitalización no resulta estadísticamente significativa para explicar la probabilidad de ser comprado.

Conclusiones

Este artículo ha revisado la actividad reciente de adquisiciones corporativas en el sistema bancario de la UE y ha analizado los factores determinantes de estas operaciones. En relación

8. Como factores de control adicionales se incluyen un conjunto de variables ficticias temporales y el crecimiento del PIB del país de origen de la entidad. 9. Cabe mencionar que el reducido número de operaciones transfronterizas incluidas en la muestra explica la escasa significatividad de los coeficientes estimados para este tipo de transacciones.

con lo primero, el proceso de integración de este sector a nivel europeo ha estado dominado en las últimas décadas por operaciones de consolidación de carácter nacional. Sin embargo, en los últimos años este panorama está empezando a variar, habiéndose incrementado notablemente el peso de las transacciones transfronterizas. Este desarrollo reciente parece indicar un cambio de estrategia en los grandes grupos bancarios europeos, de modo que, tras haber consolidado su posición a nivel interno, han intensificado su expansión en el ámbito europeo. Esta evolución se ha visto previsiblemente favorecida por la incorporación de nuevos Estados a la UE y por la gradual disminución de las barreras de diversa índole a las operaciones internacionales.

El análisis realizado en este artículo sobre los determinantes de las adquisiciones corporativas en el sistema bancario de la UE revela que la calidad de la gestión de las entidades incide significativamente sobre la probabilidad de que la entidad sea absorbida, de modo que los bancos comprados muestran, en promedio, ratios de eficiencia inferiores a los de su mercado. Este resultado es más débil en el caso de las transacciones transfronterizas, lo que parece sugerir que las sinergias de costes no son el desencadenante primordial de estas operaciones. Finalmente, el grado de concentración de la industria parece dificultar la realización de compras nacionales y favorecer las internacionales, como consecuencia previsiblemente de la actitud reticente de las autoridades de competencia a permitir nuevas operaciones de consolidación a nivel local en mercados muy concentrados.

14.10.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F., L. BARTILORO y O. KOWALESKI (2005). *The financial system of the EU* 25, Wharton School, University of Pennsylvania, mimeo.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2007). *EU Banking Structures*, octubre.
- COMISIÓN EUROPEA (2005). *Cross-border consolidation in the EU financial sector*, Commission Staff Working Document, SEC (2005) 1398.
- HANNAN, T., y S. PILLOFF (2006). *Acquisition targets and motives in the banking industry*, Board of Governors of the Federal Reserve System, FEDS Working Paper n.º 2006-40.