



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 659

Noviembre, 2006

## INTEGRACION Y CONSOLIDACION EN EL SISTEMA FINANCIERO EUROPEO

José Manuel Campa

Ignacio Hernando

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2006 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras Empresas Patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

# INTEGRACION Y CONSOLIDACION EN EL SISTEMA FINANCIERO EUROPEO

José Manuel Campa\*

Ignacio Hernando\*\*

## Resumen

Este artículo ofrece un panorama de la evolución de la actividad de fusiones y adquisiciones en el sector financiero europeo en el período transcurrido desde la introducción de la moneda única y analiza sus implicaciones sobre el grado de integración del sistema financiero europeo y sobre la rentabilidad, evaluada a distintos horizontes, de las empresas involucradas en los procesos de fusión. La actividad de fusiones y adquisiciones se ha caracterizado por un claro predominio de las operaciones de consolidación de carácter nacional, de modo que, hasta fechas recientes, han sido muy escasas las grandes operaciones de reestructuración transfronteriza. El análisis de la reacción del mercado ante los anuncios de fusión no revela una generación de valor neta alrededor de los anuncios. Sí se detecta, sin embargo, una transferencia de valor desde los accionistas de las empresas compradoras a los de las empresas adquiridas. Tampoco se aprecia una diferencia significativa en la creación de valor entre operaciones nacionales e internacionales, lo que sugiere que aun cuando la existencia de diversas barreras a las operaciones de consolidación internacional ha podido disuadir de su realización en algunos casos, las que finalmente se han anunciado no han sido, en promedio, peor valoradas por el mercado que las operaciones de carácter nacional.

\* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra de Dirección de Instituciones Financieras y Gobierno Corporativo, IESE

\*\* Banco de España

Códigos JEL: G20, G34

**Palabras clave:** fusiones y adquisiciones, sistema financiero, operaciones transfronterizas.

# INTEGRACION Y CONSOLIDACION EN EL SISTEMA FINANCIERO EUROPEO\*

## 1. Introducción

En los dos últimos años se ha producido una cierta proliferación de operaciones de consolidación internacional entre entidades financieras pertenecientes a distintos países de la zona euro. Este proceso de consolidación parece haber evolucionado recientemente de ser un fenómeno nacional a revestir un carácter transfronterizo dentro del área. Esta tendencia actual puede verse como la continuación del proceso de concentración en el sector financiero, iniciado a finales de la pasada década con distintas intensidades en los distintos Estados miembros del área, que, en el caso del sistema bancario, ha llevado a una notable reducción en el número de entidades de crédito operativas en la Unión Europea. En los quince países que conformaban la Unión Europea antes de la última ampliación (UE-15), el número de entidades disminuyó desde aproximadamente 9.400 en 1998 hasta 7.200 en 2004. Este desarrollo se explica fundamentalmente por una actividad de fusiones y adquisiciones que, tanto en número como en valor de las operaciones, ha consistido prioritariamente en transacciones de carácter nacional, es decir, entre entidades de un mismo país (BCE, 2005b). Este predominio de operaciones a nivel nacional ha podido obedecer al deseo de los grupos bancarios europeos de consolidar primero la 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. Parece probable que, una vez alcanzado un alto grado de consolidación nacional, el sistema financiero europeo atraviese una etapa caracterizada por la consolidación dentro de Europa y, en particular, dentro de la zona euro.

Sin embargo, la evidencia disponible hasta el momento, derivada tanto de las transacciones realizadas como de las intentadas sin éxito y de la percepción de los actores en el mercado, sugiere que este proceso de integración puede ser lento. Las dificultades de integración que caracterizan a todo proceso de fusión tienden a acentuarse en las operaciones internacionales. Estas dificultades tienen una multiplicidad de orígenes. Por un lado, las marcadas diferencias en las estructuras de negocio en los diferentes países complican la explotación de sinergias a corto plazo. Además, existen una serie de barreras de diversa naturaleza –diferencias en cultura empresarial, en el marco regulatorio, o reticencias de carácter político, entre otras– que hacen mucho más difícil la consecución de ganancias de eficiencia, que constituyen la base de la creación de valor en estas transacciones.

---

\* Artículo preparado para el número monográfico de *Papeles de Economía Española* sobre “Sistemas financieros comparados”. Agradecemos la valiosa ayuda de Isabel Paúl en la realización de este trabajo. Las opiniones expresadas en este trabajo representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

El objetivo de este artículo es el de ofrecer 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 realizar un análisis de sus implicaciones con una doble perspectiva. En primer lugar, se discuten las consecuencias de la actividad de fusiones y adquisiciones sobre el grado de integración del sistema financiero europeo. En segundo lugar, se analiza el impacto, a distintos horizontes, de las operaciones de consolidación empresarial sobre el valor de las acciones de las empresas involucradas y sobre la gestión de las entidades fusionadas, evaluada en términos de rentabilidad y eficiencia.

En el resto de este trabajo se presenta una revisión de la evolución reciente de la actividad de fusiones y adquisiciones en el sector financiero europeo. En la sección siguiente se describen los rasgos principales de este proceso de consolidación, prestando especial atención a su evolución en el contexto doméstico e internacional y a las implicaciones que este proceso ha tenido para la consolidación del sector a nivel nacional y europeo. En la tercera sección se muestra el impacto que las operaciones de integración empresarial han tenido en la creación de valor para los accionistas de las empresas involucradas y en la evolución posterior de la actividad de las empresas integradas. La cuarta sección incluye una discusión de los principales factores destacados por los participantes en el mercado para justificar la falta de una mayor integración del sector bancario a nivel europeo. Finalmente, la última sección ofrece unas conclusiones y unas perspectivas sobre la posible evolución futura del sector.

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

### **2.1. Características básicas de la evolución reciente de la actividad**

La actividad de consolidación empresarial en el sector financiero de la Unión Europea se ha caracterizado, en el pasado reciente, por una evolución marcadamente cíclica y por un patente predominio de las operaciones de carácter nacional. Como se muestra en la Figura 1, la actividad de fusiones y adquisiciones, medida en términos del valor de las operaciones, alcanzó un máximo cíclico en el año 2000, experimentando una reducción sustancial en el bienio 2001-2002. Desde 2003 se aprecia una moderada tendencia ascendente que, de acuerdo con la evidencia parcial ya disponible correspondiente a 2005<sup>1</sup>, parece haberse intensificado y que, a tenor de los informes recientes de analistas financieros, es previsible que muestre un fortalecimiento ulterior. La Figura 1 también ilustra nítidamente la preponderancia de las operaciones de integración entre empresas de un mismo país. No obstante, cabe esperar que esta preeminencia tienda a atenuarse en un futuro cercano. Así parecen indicarlo los anuncios, y en algún caso ejecuciones, de grandes operaciones transfronterizas en los dos últimos años<sup>2</sup> y, como se argumenta más adelante, el elevado nivel de concentración en algunos segmentos del mercado en diversos países, que deja poco margen para nuevas fusiones de carácter nacional.

---

<sup>1</sup> Véase BCE (2005b).

<sup>2</sup> Entre estas operaciones cabe citar las compras de Abbey National por Banco Santander, del alemán HBV por Unicredito, o de Antonvenetta por ABN Amro, y la de BNL realizada por la entidad francesa BNP-Paribas.

La escasez de fusiones internacionales entre empresas financieras europeas también se aprecia cuando se analiza en términos relativos a las operaciones transfronterizas observadas en sectores no financieros. Como se muestra en la Figura 2, aunque en el período 1999-2004 la proporción de fusiones internacionales –en términos del número de operaciones– se situó en torno al 20% tanto en el sector financiero como en el resto de sectores, 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. Esta evidencia sugiere que en el sector financiero, el tamaño medio de las operaciones nacionales e internacionales es similar, a diferencia de lo que se observa en los sectores no financieros, en los que las operaciones internacionales tienen un volumen medio sustancialmente superior. Por otro lado, las diferencias de tamaño entre las empresas fusionadas son más acentuadas en el sector financiero que en el resto de sectores. Además, estas diferencias de tamaño en el sector financiero son especialmente acusadas en las operaciones internacionales (Figura 3). Estos rasgos revelan que, a diferencia de lo ocurrido en algunos sectores no financieros en los que el proceso de integración empresarial ha originado compañías con un verdadero carácter paneuropeo con una distribución equilibrada de sus actividades entre distintos países europeos, en el sector financiero han primado las operaciones de consolidación a nivel nacional, favoreciendo la aparición de grandes instituciones nacionales con sólo una presencia muy secundaria en otros países. De hecho, hasta fechas recientes han sido muy escasas las operaciones internacionales entre empresas financieras de gran dimensión.

A pesar del predominio de la consolidación empresarial a nivel nacional, la actividad transfronteriza en la Unión Europea es significativamente más intensa que en cualquier otra área geográfica (Comisión Europea, 2005a). Esta evidencia se explica en buena medida por operaciones en regiones con un elevado grado de integración (Benelux y países nórdicos) y por las adquisiciones de empresas financieras de los nuevos Estados miembros por parte de empresas de los quince países que configuraban la Unión Europea antes de la última ampliación.

En cuanto a la distinción por segmento de actividad, el grueso de las operaciones de consolidación empresarial (en torno al 90% en términos de valor de las operaciones) corresponde a los sectores bancario y de seguros. Además, en estos dos sectores la proporción de operaciones transfronterizas sobre el total de operaciones es especialmente reducida (20% y 15%, respectivamente, en términos de valor), siendo esta proporción más elevada en los sectores de intermediación de valores y gestión de activos (60%, también en términos de valor). Por otro lado, cabe destacar que las operaciones internacionales entre compañías de distintos segmentos del mercado son muy infrecuentes, de modo que la formación de conglomerados financieros operando en distintos segmentos se ha producido primordialmente a nivel nacional.

## **2.2. Implicaciones sobre el grado de integración del sistema financiero europeo**

Las características de la evolución de la actividad de consolidación empresarial antes descritas han incidido de manera apreciable en algunos aspectos de la estructura de mercado de los distintos segmentos del sector financiero y, especialmente, del sector bancario. Así, por un lado, el predominio de las operaciones de consolidación doméstica se ha traducido en un incremento de la concentración en el sector bancario y, por otro lado, el enorme crecimiento de los flujos de inversión directa canalizados hacia los bancos de los nuevos Estados miembros de la UE, ha supuesto que una elevada proporción de los activos de los sistemas bancarios en estos países estén en manos de instituciones financieras extranjeras.

El Cuadro 1 ofrece la evolución de la concentración en el sector bancario de los países de la UE 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>3</sup>. En el Cuadro se aprecia que la concentración ha aumentado en la mayoría de los países de la UE-15<sup>4</sup> y que este incremento en las ratios de concentración se ha producido especialmente en el período 1997-2001, coincidiendo con el mayor dinamismo de la actividad de fusiones y adquisiciones. En el caso de los nuevos Estados miembros, el promedio de los índices de concentración se ha mantenido bastante estable, pero se han apreciado evoluciones muy dispares entre países, sobre todo en el período 1997-2001. Entre 2001 y 2004, las variaciones en los índices de concentración fueron de menor entidad: en la UE-15 no se aprecian cambios sustanciales, con la excepción de Portugal y Reino Unido, y en los nuevos Estados miembros se aprecia una tendencia a la disminución de la concentración, pero, con alguna excepción, de carácter moderado. Mirando a los índices de concentración en 2004, se observan notables divergencias entre países. En primer lugar, los sectores bancarios de los nuevos Estados miembros son, en promedio, más concentrados. Pero incluso entre los países de la UE-15, las diferencias son notorias. Alemania presenta uno de los sectores bancarios menos concentrados, mientras que, en el extremo opuesto, en países como Finlandia, Países Bajos 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 promedio del 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.

Conviene mencionar, no obstante, que los incrementos en los índices de concentración observados en algunos países pueden no haberse traducido necesariamente en reducciones de la intensidad competitiva. De hecho, como muestran Bikker y Haaf (2002) y Claessens y Laeven (2004), en muchas ocasiones los sistemas bancarios más concentrados presentan un comportamiento más competitivo. Sin embargo, niveles de concentración tan elevados como los observados en algunos países suscitan dudas sobre el excesivo poder de mercado del que pueden disfrutar los bancos grandes en esos mercados.

El proceso de privatización de los sistemas bancarios de los nuevos Estados miembros se resolvió en gran parte de los casos con ventas a inversores extranjeros. Como se aprecia en el Cuadro 2, la proporción de activos del sistema bancario en mano de instituciones extranjeras se sitúa en torno al 65% en promedio para el conjunto de los diez nuevos Estados miembros, sobrepasando incluso el 90% en los casos de Estonia, la República Checa, Eslovaquia y Lituania. Por el contrario, esta proporción es sustancialmente inferior en el caso de los países de la UE-15, para los que en promedio se sitúa por debajo del 20%. De hecho, la participación de capital extranjero es

---

<sup>3</sup> Medidas de concentración alternativas, como el índice Herfindahl, ofrecen un patrón similar (véase BCE, 2004 y 2005b).

<sup>4</sup> Las excepciones son Dinamarca, Suecia y Finlandia, aunque en este último caso el descenso en la concentración se debe a la ampliación de las entidades incluidas en la definición de sector bancario en el año 2001.

especialmente reducida en las mayores economías del área del euro: Alemania (6%), España e Italia (10%) y Francia (11%).

A pesar de la modesta intensidad en la actividad de consolidación empresarial a nivel internacional en el sector financiero de la Unión Europea, el creciente vigor en la prestación transfronteriza de determinados servicios financieros ha generado un elevado grado de integración en diversos segmentos del sistema financiero (Baele et al., 2004). Así, en los mercados monetario y secundario de renta fija se ha producido un proceso rápido de integración caracterizado por una alta convergencia en precios y un incremento sustancial en la emisión de renta fija denominada en euros. Información disponible en términos agregados para el sector bancario del área del euro indica que la proporción de crédito interbancario a entidades extranjeras sobre el total de crédito interbancario pasó del 23% al 30% en el período 1999-2005. En ese mismo período, las tenencias de activos de renta fija extranjera sobre el total de activos de renta fija se incrementaron desde el 25% hasta el 50% (BCE, 2005b).

Por el contrario, en el segmento de banca comercial esta integración se está produciendo de una forma más lenta, debido en gran parte a las características intrínsecas del negocio bancario tradicional, que dificultan su expansión internacional<sup>5</sup>. En concreto, la proporción de créditos al sector privado concedidos a agentes extranjeros se ha mantenido estable en promedio para los bancos del área del euro en un entorno próximo al 4% (BCE, 2005b). No obstante, la proporción de créditos transfronterizos es sustancialmente superior cuando se incluye dentro de la definición de crédito transfronterizo el crédito concedido por filiales y sucursales de entidades extranjeras. Por ejemplo, el crédito al consumo concedido por filiales y sucursales de entidades extranjeras representó en 2004 casi el 100% del crédito al consumo en algunos nuevos Estados miembros, como Eslovaquia, la República Checa o Estonia, y se situó en cifras más modestas, pero no desdeñables –entre el 15% y el 20%– en países como Reino Unido, España o Alemania (BCE, 2005b).

La falta de integración en algunos segmentos de banca minorista se pone de manifiesto en la persistencia de notables diferencias entre países de la zona euro en los tipos de interés en algunos productos bancarios, como los préstamos al consumo o los depósitos a plazo. De hecho, como se desprende de Baele et al. (2004) y BCE (2005a), los tipos de interés de estos productos mostraron desde comienzos de los noventa una tendencia a la convergencia entre países, que se detuvo hacia finales de la pasada década.

En general, el grado de integración del sistema bancario en la Unión Europea se ha incrementado en los últimos años estimulado por la evolución de la legislación comunitaria, que ha perseguido la creación de un mercado único de servicios financieros. Como se discute en mayor profundidad en Gual (2004), esta legislación se ha articulado en torno a tres elementos: la aplicación del principio del país de origen –según el cual el proveedor de servicios sigue sometido a la regulación del Estado de origen a efectos de su establecimiento–, una cierta armonización de la regulación prudencial y la consideración de excepciones a la cláusula del país de origen, de modo que el país de destino mantiene un cierto poder regulatorio sobre la prestación de servicios financieros con el fin de proteger a los consumidores. No obstante, esta aceptación de excepciones con el fin de preservar el interés general conlleva el riesgo de que puedan ser introducidas con objetivos proteccionistas y puede, por tanto, haber limitado parcialmente el desarrollo del proceso de integración.

---

<sup>5</sup> Manna (2004) y Pérez et al. (2005) revisan en mayor profundidad el proceso de integración del sector bancario europeo.

No obstante, no cabe olvidar que la actividad transfronteriza de la banca comercial se enfrenta a barreras naturales (idioma y distancia), estratégicas (red de sucursales, marca comercial y reputación) y legales (diferencias en regulación y supervisión), cuya vigencia puede no sólo dificultar la prestación transfronteriza de servicios de banca minorista, sino también limitar los potenciales ahorros de costes asociados a los procesos de consolidación internacional (Gual, 2004). Como se discutirá en la sección 4, este tipo de argumento contribuye a 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, 2005a). Además, hay que recordar que en Europa, una parte no desdeñable del negocio de banca minorista está en manos de entidades que no cotizan en los mercados de acciones (por ejemplo, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) y que tienen muy limitados los cambios admisibles en su estructura de propiedad. Esta es una restricción muy relevante en un sector, como el de banca minorista, en el que, por sus características intrínsecas, la mejor vía de avanzar en el proceso de integración es mediante operaciones de fusión y adquisición.

### **3. Análisis del impacto de las operaciones de fusión y adquisición**

Con el fin de valorar el impacto de los procesos de fusión y adquisición de empresas en el sector financiero, en esta sección se resumen los resultados del análisis, bajo una doble aproximación metodológica, de una muestra de 172 anuncios de fusiones y adquisiciones entre empresas financieras pertenecientes a la UE-15 realizados en el período 1998-2002<sup>6</sup>. En primer lugar, se analiza la rentabilidad, a distintos horizontes, de las operaciones de fusión y adquisición para los accionistas de las empresas involucradas y de las empresas potencialmente competidoras. En segundo lugar, restringiendo el análisis a la muestra de 66 fusiones entre entidades bancarias, se evalúa el impacto sobre distintas variables que recogen aspectos diversos –rentabilidad, eficiencia, solvencia, entre otros– del comportamiento de las entidades fusionadas.

#### **3.1. Creación de valor para las empresas involucradas**

Una medida habitual para valorar el éxito de las operaciones de integración empresarial viene dada por la creación de valor para los accionistas de las empresas involucradas. Esta creación de valor se aproxima habitualmente mediante el exceso de rendimiento definido como la diferencia entre el rendimiento observado en un determinado período (o ventana) alrededor del momento del anuncio y el rendimiento esperado en ese mismo período. En nuestro análisis, el rendimiento esperado se ha aproximado mediante el rendimiento del índice bursátil general del país correspondiente<sup>7</sup>. Los excesos de rendimiento se han obtenido para los accionistas de las empresas compradas y para los de las compradoras y, ponderando los excesos de rendimiento de las dos empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles,

---

<sup>6</sup> 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 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).

<sup>7</sup> Alternativamente, se ha calculado el rendimiento esperado utilizando un modelo CAPM estimado con información de los seis meses anteriores al inicio de cada una de las ventanas consideradas y los resultados obtenidos han sido cualitativamente similares (véase Campa y Hernando, 2006a). Además, la utilización como índice de mercado relevante de un índice bursátil representativo del sector financiero del país de origen en lugar del índice general tampoco altera cualitativamente los resultados del análisis.

se ha calculado también 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 sobre la que se calculan los excesos de rendimiento, en este artículo se han considerado cuatro ventanas: a) una ventana correspondiente al período previo al anuncio (en concreto, abarca desde 90 días antes del anuncio hasta la fecha inmediatamente anterior al anuncio), 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; b) una ventana que, abarcando desde el día anterior al anuncio hasta el día posterior, capte el efecto inmediato del anuncio; c) una ventana que abarca desde el día anterior hasta treinta días después de la fecha del anuncio, y d) una ventana de largo plazo, que comprende desde el día anterior hasta un año después de la fecha del anuncio.

El Cuadro 3 presenta los excesos de rendimiento medios para el conjunto de las fusiones analizadas. El patrón de resultados es, en general, consistente con la evidencia reportada en esta 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 sugiere que algunas operaciones pudieron ser anticipadas por los mercados en las semanas previas a su anuncio formal. Por otra parte, los accionistas de las empresas compradoras no obtienen, en promedio, excesos de rendimiento significativos en ninguno de los horizontes considerados. 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.

Como se ha discutido en la sección precedente, 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 operación transfronteriza. En la muestra analizada no se aprecian, sin embargo, diferencias muy marcadas en los excesos de rendimiento promedio en función del alcance geográfico de las operaciones. Si acaso se observa 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 y, por el contrario, en el caso de las entidades compradoras, la reacción del mercado en el período anterior al anuncio es más favorable en el caso de las operaciones internacionales. En cualquier caso, la creación de valor –o exceso de rendimiento conjunto para las empresas fusionadas– no difiere significativamente entre operaciones nacionales e internacionales. Esta evidencia sugiere que las operaciones de consolidación internacional anunciadas no han sido, en promedio, peor valoradas por el mercado que las operaciones de carácter nacional. Por tanto, la relativa escasez de operaciones transfronterizas discutida en la sección 2 hace pensar en la existencia de barreras de diversa índole que han podido disuadir de su realización. Este aspecto se discute más extensamente en la sección 4.

La inexistencia de diferencias significativas en la creación de valor generada por las fusiones nacionales e internacionales es consistente con evidencia reciente que muestra que la tasa de fracaso –definida como el porcentaje de fusiones anunciadas que finalmente no se llevan a cabo– no es sustancialmente mayor en el caso de las fusiones internacionales, como cabría esperar a tenor de la previsiblemente mayor complejidad de las operaciones transfronterizas (Comisión Europea, 2005b). De hecho, cuando el porcentaje de fusiones fracasadas se mide en términos de valor de las operaciones, se obtiene que este porcentaje es menor en el caso de las operaciones internacionales. No obstante, las medidas de tasa de fracaso deben tomarse con cautela, dado que no es posible observar aquellas operaciones que se han desestimado incluso antes de que se haya producido un anuncio formal de ellas.

En síntesis, el análisis de la reacción del mercado ante los anuncios de fusión en la muestra considerada indica que no se produce una creación de valor neta alrededor de los mismos, sino que existe más bien una transferencia de valor desde los accionistas de las empresas compradoras a los de las adquiridas, resultado que está en línea con la evidencia habitual en la literatura. Además, no se aprecian diferencias significativas en términos de creación de valor entre operaciones nacionales e internacionales.

### 3.2. El impacto sobre las empresas competidoras

El análisis de la reacción de las cotizaciones de las empresas competidoras ante anuncios de fusión puede resultar útil para identificar la motivación subyacente en los procesos de integración empresarial<sup>8</sup>. Así, en la medida en que los procesos de fusión generen valor para los accionistas de las empresas involucradas como consecuencia de mejoras de eficiencia derivadas de la integración, sería previsible observar excesos de rendimiento negativos para las empresas competidoras. Expresado en otros términos, las mejoras de eficiencia de una empresa rival incrementan la presión competitiva y se traducen previsiblemente en una menor rentabilidad. Por el contrario, si los procesos de fusión dan lugar a un aumento de la concentración y a una atenuación del grado de competencia, es previsible que las acciones de las empresas competidoras reaccionen positivamente ante la perspectiva de mayores márgenes futuros. Además, es más probable que este efecto positivo sobre los rendimientos de las competidoras sea más perceptible en las operaciones nacionales dado su mayor efecto potencial en términos de poder de mercado.

El Cuadro 3 ofrece también una valoración de la reacción de las cotizaciones de las empresas competidoras ante los anuncios de fusión para las mismas ventanas contempladas en el caso de las empresas involucradas. Para cada transacción se calculan los excesos de rendimiento de las empresas competidoras<sup>9</sup> y se obtiene un exceso de rendimiento medio. La última fila de cada bloque del Cuadro 3 recoge los valores medios para el conjunto de las operaciones incluidas en cada muestra. En general, se observa que los rendimientos medios son próximos a cero. Los excesos de rentabilidad a largo plazo están, en promedio, por encima del 2%, pero no son significativos dada su elevada dispersión. La existencia de excesos de rentabilidad positivos en el largo plazo podría indicar que los procesos de fusión habrían generado una reducción del nivel de competencia. En esta misma dirección parece apuntar el resultado de que las

---

<sup>8</sup> Los trabajos de Eckbo (1983) y Stillman (1983) son pioneros en la aplicación de esta aproximación metodológica.

<sup>9</sup> En cada operación, en el conjunto de empresas competidoras se han incluido todas las empresas pertenecientes al mismo sector de la compañía adquirida (banca, seguros de vida, otros seguros, compañías de inversión, otras empresas financieras) que cotizan en bolsa en el país de la empresa adquirida. Con esta definición se está suponiendo implícitamente que los efectos competitivos se producen principalmente en el país de la empresa comprada.

operaciones nacionales tienden a generar mayores excesos de rendimiento para las empresas competidoras que las operaciones internacionales. En síntesis, la evidencia obtenida sugiere que, especialmente en el caso de las transacciones nacionales, los procesos de fusión han podido limitar en algún caso la competencia efectiva<sup>10</sup>.

### 3.3. Impacto sobre la rentabilidad y la eficiencia de las empresas fusionadas

La reacción de las cotizaciones bursátiles de las empresas involucradas ante los anuncios de fusión debe reflejar, en principio, el impacto esperado sobre los beneficios futuros de ambas empresas derivados de las ganancias de eficiencia, de los cambios en la posición competitiva y de la diversificación de riesgos generados por la operación de integración. Por consiguiente, como ejercicio complementario al análisis de la reacción del mercado ante los anuncios de fusión, resulta de interés caracterizar diversos aspectos de la situación empresarial (rentabilidad, eficiencia, solvencia, entre otros) y evaluar en qué medida las operaciones de fusión que finalmente se llevan a cabo tienen un impacto relevante en el desempeño de las instituciones financieras. En este epígrafe, utilizando la submuestra de 66 operaciones que finalmente se llevaron a cabo y en las que ambas empresas fusionadas son bancos, se comparan, en primer lugar, para las entidades compradoras y adquiridas en el período anterior a la fusión, distintos ratios financieros que aproximan aspectos diversos de la situación financiera y del comportamiento de los bancos y, en segundo lugar, se evalúa el impacto de las operaciones de integración sobre la rentabilidad y la eficiencia de los bancos involucrados<sup>11</sup>. En el Cuadro 4 se presentan, tanto para los bancos 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>12</sup>. En primer lugar, atendiendo a la rentabilidad sobre recursos propios (ROE), los bancos compradores son más rentables que los adquiridos, presentando ambos tipos de entidades un mejor comportamiento que el promedio del mercado correspondiente. En segundo lugar, los bancos compradores son también más eficientes –en términos de la ratio de gastos de explotación sobre ingresos netos– que los adquiridos y, también en este caso, ambos tipos de entidades presentan mejores ratios de eficiencia que la media del mercado. La comparación en términos de margen financiero y de ratio de capitalización no ofrece resultados muy claros. Parece que los bancos compradores operan con márgenes ligeramente menores y, en el caso de las cifras de capitalización, los valores de los distintos percentiles son parecidos, aunque el valor medio para los bancos adquiridos resulta muy elevado por la presencia de algunos valores atípicos. En cuanto al peso de la actividad crediticia, se observa que éste es sustancialmente más elevado en las entidades compradas. Además, estas entidades también presentan un perfil de riesgo más elevado, a tenor de su mayor volumen de provisiones sobre créditos totales. En definitiva, los bancos compradores, presentan, en promedio, mejores ratios

---

<sup>10</sup> La conexión entre los procesos de fusión y la reacción de los rendimientos de las competidoras se explora en mayor detalle en Campa y Hernando (2006b). En consonancia con la hipótesis de reducción del grado de competencia, también se aprecia que el porcentaje de empresas rivales que experimentan excesos de rentabilidad positivos es mayor para el subconjunto de operaciones domésticas. Además, la correlación parcial entre los excesos de rentabilidad de las empresas compradas y los de sus competidoras es positiva y mayor en el caso de las operaciones nacionales.

<sup>11</sup> La información utilizada en este epígrafe proviene de la base de datos Bankscope, compilada por Fitch-IBCA.

<sup>12</sup> 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.

financieras –sobre todo en términos de rentabilidad y eficiencia– que los comprados, pero no se aprecia que estos últimos sean 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 han estimado, utilizando información para el período 1997-2003, sendos modelos de regresión, para las entidades compradas y para las compradoras, en los que cada ratio financiera –ROE o ratio de eficiencia– 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 la Figura 4. Aunque los resultados para las entidades compradas deben tomarse con una cierta cautela dado que no existe información disponible para las entidades que dejan de operar como marca independiente, se aprecia que estas entidades, en promedio, experimentan una mejora de la rentabilidad sobre recursos propios de aproximadamente seis puntos porcentuales. 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, aunque 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 indicar que las entidades compradoras no experimentan variaciones significativas en eficiencia y rentabilidad a raíz de los procesos de fusión. Finalmente, cabe destacar que no existen diferencias apreciables en el impacto sobre rentabilidad y eficiencia de las entidades fusionadas en función del carácter nacional o internacional de las transacciones.

#### **4. Obstáculos al proceso de consolidación transfronteriza en el sector financiero europeo**

Como se ha argumentado en la sección 2, la actividad de consolidación empresarial en el sector financiero europeo se ha caracterizado por un amplio predominio de las operaciones de carácter nacional, consistiendo, además, la mayor parte de las relativamente escasas transacciones internacionales, en compras de pequeñas entidades por parte de empresas extranjeras, con lo que la formación de grandes grupos financieros paneuropeos ha sido muy limitada. En contraste con esta observación, la evidencia presentada en la sección anterior no muestra una diferencia significativa en la creación de valor entre operaciones nacionales e internacionales. Por tanto, dado que las operaciones de consolidación internacional que finalmente se han anunciado no han sido, en promedio, peor valoradas por el mercado que las operaciones de carácter nacional, parece clara la necesidad de identificar los obstáculos o barreras que puedan explicar la reducida frecuencia de fusiones internacionales.

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. Además, como se ha argumentado en la sección 3.2, las mejoras de

posición competitiva asociadas a los procesos de fusión son más improbables en el caso de las operaciones internacionales.

Un informe reciente de la Comisión Europea, basado en los resultados de una encuesta sobre los obstáculos a la consolidación transfronteriza en el sector financiero europeo, realizada entre los participantes en el mercado, identificaba tres barreras principales: a) un reducido valor de las sinergias de costes e ingresos en comparación con las operaciones de carácter nacional; b) un clima desfavorable a la realización de operaciones internacionales, y c) una desfavorable percepción de las instituciones extranjeras por parte de los agentes locales –gestores de las empresas, empleados (sindicatos) y consumidores (Comisión Europea, 2005a).

En primer lugar, existen diversas razones que avalan a priori la menor existencia de economías de escala en fusiones entre compañías que operan en diferentes mercados. Por un lado, las diferencias en la importancia relativa de los distintos tipos de productos financieros –derivadas de diversidad de preferencias, tratamientos fiscales o normas reguladoras– en los distintos países, explican que el solapamiento de actividades entre las entidades fusionadas y, por consiguiente, el potencial ahorro de costes, sean limitados. Además, en el caso de la Unión Europea, la existencia de grandes diferencias en la estructura del negocio bancario entre los distintos países es especialmente acusada. Como se mencionó anteriormente, en los últimos años se ha producido una marcada convergencia en ciertos segmentos del sector bancario: banca de inversión, banca mayorista e integración y gestión de activos. Sin embargo, aún existen grandes diferencias en la actividad y en la rentabilidad del negocio bancario con consumidores y pequeñas y medianas empresas. En este sentido, existe un amplio consenso en la necesidad de avanzar hacia una mayor integración en la banca comercial en Europa, con el fin de ofrecer a los consumidores productos financieros más competitivos (Comisión Europea, 2005c).

La diversidad en la estructura de negocios entre los distintos países no sólo supone que los bancos obtengan sus beneficios de distintos tipos de productos, sino que también implica una menor capacidad de explotar en el negocio internacional la experiencia acumulada en los mercados locales. En el estudio de la Comisión Europea antes mencionado, la falta de sinergias desde el punto de vista de los ingresos derivada de la diversidad en el tipo de producto financiero y en las combinaciones de productos comercializadas en los distintos mercados nacionales, es la segunda razón más mencionada para explicar la escasez de transacciones transfronterizas.

La estructura de los ingresos por línea de producto y la diferenciación entre los distintos productos varían sustancialmente por países. La Figura 5 muestra en porcentaje una estimación de la contribución que distintos productos tiene a la cuenta de beneficios de la banca comercial en distintos países europeos. La variación entre países es sustancial. Así, por ejemplo, en Alemania, las cuentas corrientes aportan casi el 50% del total de beneficios, mientras que este producto en Reino Unido y Suecia genera menos del 10% de los beneficios de la banca comercial. Lo contrario ocurre con la gestión de activos, que aporta un porcentaje elevado de los beneficios en Reino Unido y Suecia, mientras que su contribución en los bancos alemanes es prácticamente nula.

Un factor adicional que explica las reducidas sinergias de costes en los procesos de consolidación internacional radica en las diferencias en los sistemas de supervisión de las entidades financieras en los distintos países de la Unión Europea, que impide la integración plena de los sistemas de tratamiento de la información contable. Finalmente, existen otros tipos de limitaciones regulatorias –formas jurídicas permitidas, tratamiento fiscal de dividendos y

ganancias de capital, legislación laboral, entre otras– que restringen las posibilidades de reestructuración de las compañías fusionadas.

Junto a los elementos que configuran unos menores ahorros potenciales de costes asociados de la integración de empresas a nivel internacional, existen otros factores de naturaleza más difusa que conforman un entorno desfavorable, y en ocasiones abiertamente hostil, para la realización de fusiones internacionales. Estos obstáculos, que son difíciles de identificar con precisión, pueden revestir formas diversas: desde medidas legales directas, del tipo “acción de oro”, hasta interferencias de naturaleza indirecta o abuso de potestades discrecionales en la regulación de ciertos tipos de actividades. Este tipo de obstáculos son más frecuentes en sectores que, como en el caso de los servicios financieros, son considerados como estratégicos por parte de los gobiernos.

Finalmente, las operaciones de consolidación internacional pueden verse condicionadas por la oposición de los agentes locales. Así, la potencial reacción adversa, en el sentido de falta de colaboración, tanto de los trabajadores como de los gestores locales, puede disuadir a los compradores de realizar la operación. Además, en ocasiones se ha argumentado que en la prestación de servicios financieros, la sustitución de una marca local por una extranjera es percibida negativamente por los consumidores. Por el contrario, si tras la operación de fusión se continúa operando bajo dos marcas diferentes, los ahorros de costes derivados de la integración se verían sustancialmente mermados.

## 5. Conclusiones

La actividad de fusiones y adquisiciones en el sector financiero europeo se ha caracterizado, hasta fechas recientes, por un claro predominio de las operaciones de consolidación de carácter nacional, de modo que las grandes operaciones de reestructuración transfronteriza han sido muy escasas. Este patrón de integración 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. A pesar de la escasez de fusiones internacionales, el desarrollo de la prestación de servicios financieros ha permitido avanzar en la integración en diversos segmentos del sistema financiero. Así, la intensidad de la integración en la banca de inversión y corporativa ha sido muy elevada tras la introducción del euro. Sin embargo, ha sido notablemente más limitada en el caso de la banca comercial, debido a la existencia de barreras de carácter diverso –naturales, estratégicas y legales– que atenúan los potenciales ahorros de costes asociados a las operaciones de consolidación internacional.

Los resultados obtenidos en el análisis de la reacción del mercado ante los anuncios de fusión de empresas financieras, que son coherentes con los encontrados en la bibliografía, indican que la creación de valor (es decir, el rendimiento conjunto de los procesos de fusión, obtenidos ponderando los excesos de rendimiento de las empresas involucradas por sus respectivas capitalizaciones bursátiles) no es en ningún caso estadísticamente significativa. Sí se detecta, sin embargo, una transferencia de valor desde los accionistas de las empresas compradoras a los de las empresas adquiridas. Además, no se aprecia una diferencia significativa en la creación de valor entre operaciones nacionales e internacionales, lo que sugiere que aun cuando la existencia de diversas barreras a las operaciones de consolidación internacional ha podido disuadir de su realización en algunos casos, las que finalmente se han anunciado no han sido, en promedio, peor valoradas por el mercado que las operaciones de carácter nacional.

Finalmente, restringiendo el análisis a las operaciones en las que ambas entidades eran bancos y que finalmente se llevaron a cabo, el análisis de las ratios financieras de las entidades

involucradas ofrece algunos resultados relevantes. Por un lado, en el momento de la adquisición, las entidades compradoras presentan, en general, mayores niveles de rentabilidad y eficiencia y un menor perfil de riesgo que las entidades compradas, aunque el comportamiento de estas últimas no difiere sustancialmente con respecto a la media del sector. Por otro lado, la evidencia obtenida indica que las entidades adquiridas, tanto en operaciones nacionales como transfronterizas, experimentan una mejora de la rentabilidad sobre recursos propios que aparece como significativa en el segundo año después de la operación.

De cara al futuro, parece probable que el incipiente auge de operaciones de integración internacionales entre entidades del área del euro observado en los dos últimos años, se intensifique ante el escaso margen disponible para operaciones de consolidación doméstica. Parte de esta integración y consolidación ya se está produciendo en algunos segmentos de la banca comercial, como el crédito al consumo, y es previsible que el proceso se vea favorecido por la paulatina incorporación de nuevos Estados al área del euro y por la disminución de las reticencias de carácter político y cultural a las operaciones transfronterizas a medida que éstas se vayan produciendo. Más incertidumbre existe sobre los rasgos específicos que revestirá el proceso de integración. Así, las últimas grandes operaciones de concentración se han producido entre entidades bancarias, pero cabe esperar que se produzcan operaciones entre empresas de distintos sectores dado el patrón histórico, en el caso europeo, de formación de conglomerados financieros, que ha sido relativamente más importante que en otras áreas geográficas.

## Referencias

- Allen, F., L. Bartiloro y O. Kowaleski (2005), "The financial system of the EU 25", Wharton School, University of Pennsylvania, mimeo.
- Baele, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova y C. Monnet (2004), "Measuring European financial integration", *Oxford Review of Economic Policy*, 20, págs. 509-530.
- Banco Central Europeo (2004), "Report on EU Banking Structure", noviembre.
- Banco Central Europeo (2005a), "Indicators of financial integration in the Euro area", septiembre.
- Banco Central Europeo (2005b), "EU Banking Structures", octubre.
- Banco Central Europeo (2005c), "EU Banking Sector Stability", octubre.
- Bikker, J. y K. Haaf (2002), "Competition, concentration and their relationship: an empirical analysis of the banking industry", *Journal of Banking and Finance*, 26, págs. 2.191-2.214.
- Bikker, J. y S. Wesseling (2003), "Intermediation, integration and internationalisation: a survey on banking in Europe", Occasional Studies, nº 3, Nederlandsche Bank.
- Campa, J. M. e I. Hernando (2006a), "M&As performance in the European financial industry", de próxima publicación en *Journal of Banking and Finance*.
- Campa, J. M. e I. Hernando (2006b), "The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry", mimeo.
- Claessens, S. y L. Laeven (2004), "What drives bank competition? Some international evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, 36, págs. 563-584.
- Comisión Europea (2005a), "Cross-border consolidation in the EU financial sector", Commission Staff Working Document, SEC (2005) 1398.
- Comisión Europea (2005b), "Financial Integration Monitor 2005. Addendum to the background document", noviembre.
- Comisión Europea (2005c), "Green paper on financial services policy 2005-2010", COM (2005) 177.
- Eckbo, Espen (1983), "Horizontal Mergers, Collusion and Stock Market Wealth", *Journal of Financial Economics*, 11, págs. 241-273.
- Gual, J. (2004), "The integration of EU banking markets", CEPR Discussion Paper nº 4212.
- JP Morgan (2004), "European Retail Banking. Retail profit: what is a client really worth?".
- Manna, M. (2004), "Developing statistical indicators of the integration of the Euro Area banking system", ECB Working paper nº 300.
- Pérez, D., V. Salas y J. Saurina (2005), "Banking integration in Europe", *Moneda y Crédito*, nº 220, págs. 105-154.
- Stillman, R. (1983), "Examining Antitrust policy towards horizontal mergers", *Journal of Financial Economics*, 11, págs. 225-240.

## Cuadro 1

Índice de concentración C5<sup>a</sup>

	1997	2001	2004
Bélgica	54	78	84
Dinamarca	70	68	67
Alemania	17	20	22
Grecia	56	67	65
España	32	45	42
Francia	40	47	45
Irlanda	41	43	44
Italia	25	29	26
Luxemburgo	23	28	30
Países Bajos	79	83	84
Austria	44	45	44
Portugal	46	60	67
Finlandia	88	80	83
Suecia	58	55	54
Reino Unido	24	29	35
República Checa	67	68	64
Estoria	99	99	99
Chipre	92	72	69
Letonia	51	63	62
Lituania	84	88	79
Hungría	53	56	53
Malta	98	80	79
Polonia	46	55	50
Eslovenia	63	68	64
Eslovaquia	62	66	67
EMU <sup>b</sup>	45	53	53
EU-15 <sup>b</sup>	46	52	53
NEM-10 <sup>b</sup>	72	72	69
EU-25 <sup>b</sup>	57	60	59

Fuente: Banco Central Europeo, excepto los datos correspondientes a 1997 para los diez nuevos Estados miembros, que están tomados de Allen et al. (2005).

<sup>a</sup> Porcentaje que los activos de los cinco mayores bancos de cada país representan sobre el total de activos del sector bancario del país.

<sup>b</sup> Media no ponderada de los índices de los países.

## Cuadro 2

Activos del sistema bancario en manos de instituciones extranjeras en 2004<sup>a</sup> (en porcentaje)

---

Bélgica	19,3
Dinamarca	19,5
Alemania	5,6
Grecia	12,1
España	9,8
Francia	11,2
Irlanda	30,3
Italia	9,5
Luxemburgo	n.d.
Países Bajos	9,9
Austria	21,7
Portugal	23,5
Finlandia	61,3
Suecia	5,9
Reino Unido	19,2
República Checa	96,2
Estoria	98,6
Chipre	9,7
Letonia	48,1
Lituania	92,3
Hungría	62,5
Malta	71,2
Polonia	67,3
Eslovenia	19,3
Eslovaquia	92,9
EMU <sup>b</sup>	19,5
EU-15 <sup>b</sup>	18,5
NEM-10 <sup>b</sup>	65,8
EU-25 <sup>b</sup>	38,2

---

Fuente: Banco Central Europeo (2005c).

<sup>a</sup> Porcentaje que los activos de los cinco mayores bancos de cada país representan sobre el total de activos del sector bancario del país.

<sup>b</sup> Media no ponderada de los índices de los países.

## Cuadro 3

Excesos de los rendimientos<sup>a</sup>

### 1. TODAS LAS FUSIONES

Porcentaje	Ventana <sup>b</sup>			
	(t-90, t-1)	(t-1, t+1)	(t-1, t+30)	(t-1, t+360)
Empresas compradas	4,1	3,6	2,1	-1,9
Empresas compradoras	0,7	-0,4	-1,1	-1,7
Empresas competidoras <sup>c</sup>	-0,8	0,7	0,7	2,1

### 2. FUSIONES NACIONALES

Porcentaje	Ventana <sup>b</sup>			
	(t-90, t-1)	(t-1, t+1)	(t-1, t+30)	(t-1, t+360)
Empresas compradas	4,4	3,5	2,2	0,9
Empresas compradoras	-0,1	-0,4	-1,7	-1,4
Empresas competidoras <sup>c</sup>	-1,3	1,1	1,1	3,1

### 3. FUSIONES INTERNACIONALES

Porcentaje	Ventana <sup>b</sup>			
	(t-90, t-1)	(t-1, t+1)	(t-1, t+30)	(t-1, t+360)
Empresas compradas	3,4	3,7	1,7	-8,2
Empresas compradoras	2,5	-0,4	0,2	-2,5
Empresas competidoras <sup>c</sup>	0,4	-0,2	-0,3	-0,3

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

<sup>b</sup> t denota la fecha del anuncio de fusión, y las cifras hacen referencia al número de días anteriores o posteriores a la fecha del anuncio.

<sup>c</sup> En cada operación, en el conjunto de empresas competidoras se han incluido todas las empresas pertenecientes al mismo sector de la compañía adquirida (banca, seguros de vida, otros seguros, compañías de inversión, otras empresas financieras) que cotizan en bolsa en el país de la empresa adquirida.

## Cuadro 4

Características financieras de los bancos involucrados en procesos de fusión y adquisición

<b>BANCOS ADQUIRIDOS</b>					
	<b>Media</b>	<b>Percentil 25</b>	<b>Mediana</b>	<b>Percentil 75</b>	<b>Diferencia mediana con respecto al mercado</b>
Rentabilidad recursos propios (ROE) <sup>a</sup>	11,11	6,36	10,08	13,10	1,27
Margen financiero <sup>b</sup>	2,20	1,27	2,17	2,75	0,39
Ratio de capitalización <sup>c</sup>	12,15	4,27	5,35	8,34	0,25
Ratio de eficiencia <sup>d</sup>	62,87	58,72	67,32	72,76	-0,22
Actividad crediticia <sup>e</sup>	52,50	43,64	49,87	67,62	6,26
Provisiones insolvencias sobre préstamos <sup>f</sup>	0,89	0,55	0,89	1,22	0,20

<b>BANCOS COMPRADORES</b>					
	<b>Media</b>	<b>Percentil 25</b>	<b>Mediana</b>	<b>Percentil 75</b>	<b>Diferencia mediana con respecto al mercado</b>
Rentabilidad recursos propios (ROE) <sup>a</sup>	11,56	8,90	11,23	15,61	1,30
Margen financiero <sup>b</sup>	2,01	1,32	2,09	2,67	0,25
Ratio de capitalización <sup>c</sup>	8,47	4,28	5,73	8,40	0,58
Ratio de eficiencia <sup>d</sup>	62,35	54,78	63,94	71,50	-1,85
Actividad crediticia <sup>e</sup>	44,76	34,80	49,40	52,61	-4,84
Provisiones insolvencias sobre préstamos <sup>f</sup>	0,82	0,45	0,62	1,04	0,09

Fuentes: Bankscope Fitch-IBCA y Banco de España.

<sup>a</sup> Resultado neto sobre fondos propios.

<sup>b</sup> Ingresos financieros netos sobre activo remunerado.

<sup>c</sup> Fondos propios sobre activos totales.

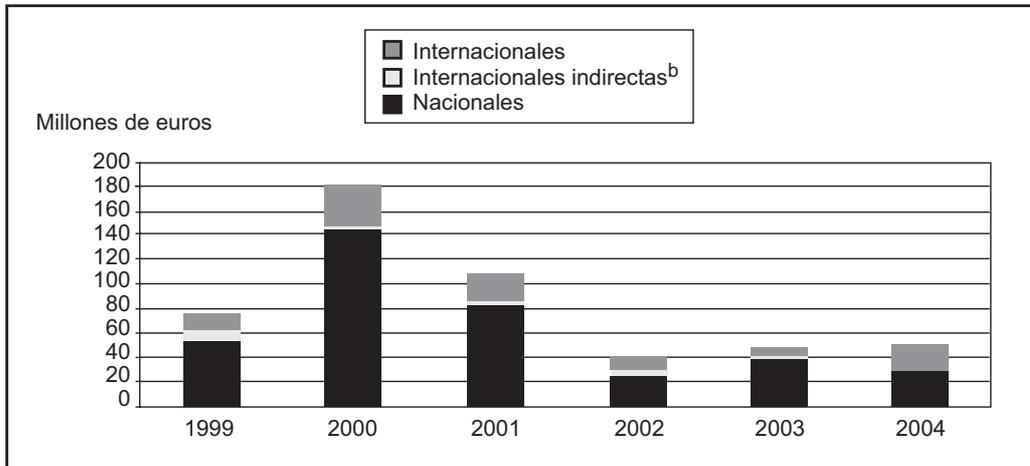
<sup>d</sup> Gastos de explotación sobre ingresos netos.

<sup>e</sup> Préstamos netos sobre activos totales.

<sup>f</sup> Provisiones para insolvencias sobre préstamos totales.

**Figura 1**

Valor de las operaciones de fusión y adquisición en el sector financiero de la Unión Europea<sup>a</sup>



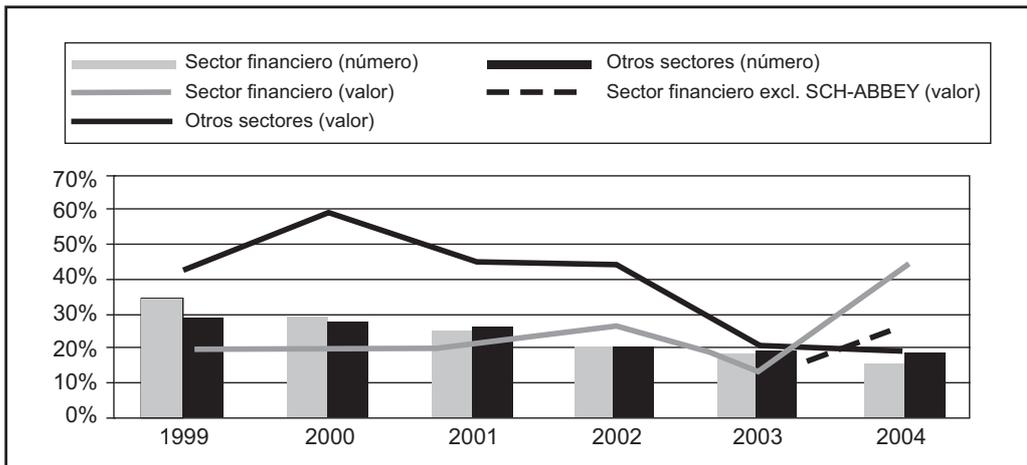
Fuente: Comisión Europea (2005b).

<sup>a</sup> 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.

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

**Figura 2**

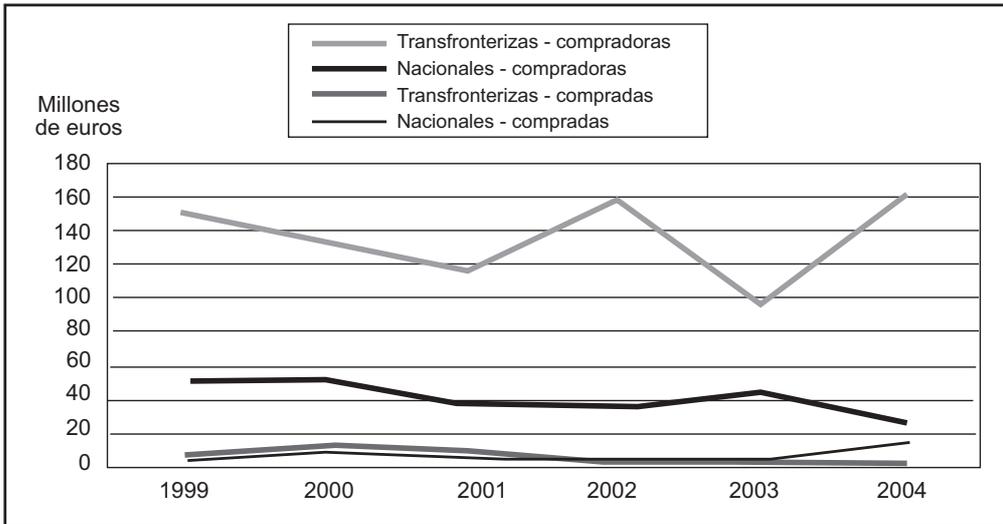
Proporción de fusiones transfronterizas sobre el total de fusiones intra-UE (en valor y en número de operaciones), en el sector financiero y en otros sectores



Fuente: Comisión Europea (2005b).

**Figura 3**

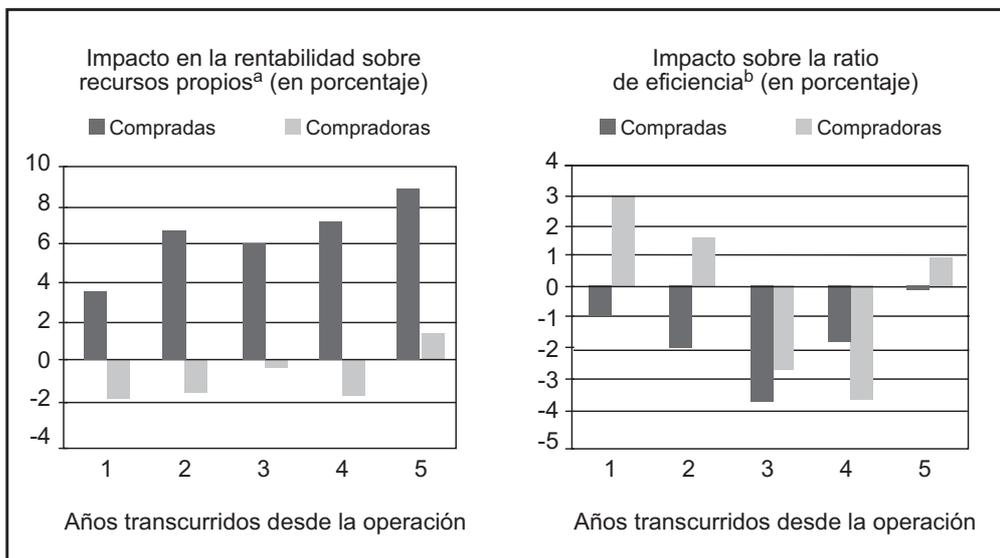
Tamaño medio de las operaciones de fusión y adquisición (con toma de control) en el sector financiero



Fuente: Comisión Europea (2005b).

**Figura 4**

Impacto de las operaciones de fusión y adquisición



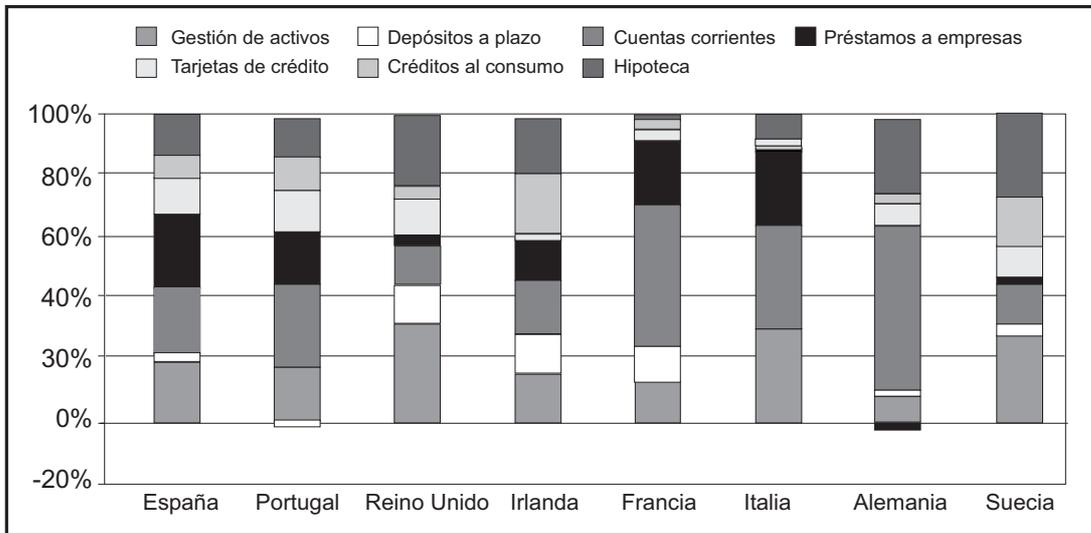
Fuentes: Bankscope Fitch-IBCA y Banco de España.

<sup>a</sup> Resultado neto sobre fondos propios.

<sup>b</sup> Gastos de explotación sobre ingresos netos.

**Figura 5**

Distribución por productos de los resultados de la banca comercial, año 2003



Fuente: JP Morgan (2004).