

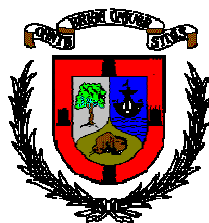
UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

Departamento de Administración de Empresas

**FUSIONES Y ADQUISICIONES BANCARIAS:
CARACTERÍSTICAS E IMPLICACIONES DE LAS
OPERACIONES REALIZADAS POR LAS ENTIDADES
DE CRÉDITO EUROPEAS**

Sergio Sanfilippo Azofra

Santander, Julio de 2004



UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

Departamento de Administración de Empresas

**FUSIONES Y ADQUISICIONES BANCARIAS:
CARACTERÍSTICAS E IMPLICACIONES DE LAS
OPERACIONES REALIZADAS POR LAS
ENTIDADES DE CRÉDITO EUROPEAS**

Doctorando: Sergio Sanfilippo Azofra

Dirección: Dra. Myriam García Olalla

***Catedrático de economía financiera
y contabilidad***

Julio 2004

La realización de este trabajo no hubiera sido posible sin la colaboración y el apoyo que me han brindado numerosas personas. A través de las siguientes líneas quiero dejar constancia de mi sincero y profundo agradecimiento a todas ellas.

En primer lugar, a la Dra. Dña. Myriam García Olalla, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad por su labor de dirección, dedicación y consejos.

A mis compañeros del área de Economía Financiera, especialmente a Begoña Torre, Belén Díaz, Esteban Fernández y Carlos López, por su ayuda, sugerencias y apoyo. Así como a Irene García, Alejandro Ruiz y Pedro Rábago.

A todos los integrantes del Departamento de Administración de Empresas y de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Cantabria.

Asimismo, a mi familia y a mis amigos por sus ánimos y comprensión. De un modo especial, a mis padres, a mi hermano, a mi abuela y a Lucia por su confianza, apoyo y cariño.

Por último, la ayuda financiera de la Fundación Banco Herrero ha colaborado en el desarrollo de esta investigación.

A todos ellos, mi agradecimiento más sincero.

ÍNDICE

ÍNDICE	I
INTRODUCCIÓN.....	IV
CAPÍTULO I: EL PROCESO DE CONSOLIDACIÓN BANCARIA.....	1
1.1.- INTRODUCCIÓN.....	2
1.2.- REVISIÓN DEL PROCESO DE CONSOLIDACIÓN	10
1.3.- FACTORES QUE IMPULSAN EL PROCESO DE CONSOLIDACIÓN BANCARIA.....	19
1.3.1.- La desregulación.....	24
1.3.2.- Progreso tecnológico	29
1.3.3.- Desintermediación, nuevos competidores e innovación financiera	34
CAPÍTULO II: FACTORES EXPLICATIVOS E IMPLICACIONES DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	53
2.1.- INTRODUCCIÓN.....	54
2.2.- MOTIVOS ECONÓMICOS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES	59
2.2.1.- Economías de escala	60
2.2.1.1.- Evidencias empíricas de las economías de escala	68
2.2.2.- Economías de alcance.....	74
2.2.2.1.- Evidencias empíricas de las economías de alcance	77
2.2.3.- Mejora de la gestión	80
2.2.4.- Mejora de la posición competitiva: incremento del poder de mercado.....	88
2.2.5.- Diversificación del riesgo.....	94
2.3.- LA DISCRECIONALIDAD DE LOS DIRECTIVOS	98
2.3.1.- Búsqueda de beneficios privados por parte de los directivos	101
2.3.2.- La hipótesis del exceso de confianza de los directivos de la empresa adquirente	111
2.4.- CONSECUENCIAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	114
2.4.1.- Análisis de las ganancias de mercado generadas tras el anuncio de la operación.....	118
2.4.1.1.- Revisión de la literatura.....	118
2.4.1.2.- Factores explicativos	120
2.4.1.3.- Limitaciones metodológicas.....	123
2.4.2.- Estudio de casos específicos	125
2.4.3.- Utilización de datos contables para la evaluación de los cambios originados por las fusiones y adquisiciones	128
2.4.3.1.- Rentabilidad y eficiencia en beneficios	129
2.4.3.2.- Análisis de los costes.....	131
2.4.3.3.- Evidencia europea.....	133
2.4.3.4.- Otros indicadores.....	136
2.4.3.5.- Limitaciones.....	139

CAPÍTULO III: ANÁLISIS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES CREDITICIAS EUROPEAS	141
3.1.- INTRODUCCIÓN.....	142
3.2.- MOTIVACIÓN, OBJETIVO E HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN.....	143
3.2.1.- Motivación y objetivo de la investigación.....	143
3.2.2.- Características distintivas de las entidades de crédito europeas que participan en procesos de fusión y adquisición.....	148
3.2.2.1.- Sinergias operativas derivadas del tamaño.....	150
3.2.2.2.- Calidad de la gestión.....	152
3.2.2.3.- Tipo de actividad de la entidad.....	154
3.2.2.4.- Poder de mercado.....	155
3.2.3.- Consecuencias de las fusiones y adquisiciones financieras en las entidades europeas	156
3.3.- COMPOSICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA.....	166
3.3.1.- Depuración de la muestra	168
3.4.- ANÁLISIS DE LAS CARACTERÍSTICAS QUE DISTINGUEN A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EUROPEAS QUE PARTICIPAN EN PROCESOS DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN.....	171
3.4.1.- Especificación del modelo y variables seleccionadas para el análisis	173
3.4.1.1.- Tamaño de la entidad.....	175
3.4.1.2.- Variables relacionadas con la gestión.....	175
3.4.1.3.- Tipo de actividad de la entidad.....	176
3.4.1.4.- Poder de mercado.....	177
3.4.1.5.- Variables de control.....	178
3.4.2.- Metodología del análisis.....	184
3.4.2.1.- Metodología del análisis: modelos de elección discreta.....	184
3.4.3.- Resultados obtenidos	191
3.5.- ANÁLISIS DE LAS CONSECUENCIAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES.....	203
3.5.1.- Especificación del modelo y variables seleccionadas para el análisis	204
3.5.1.1.- Variables independientes	206
3.5.2.- Metodología empleada en el análisis.....	212
3.5.2.1.- Metodología de datos de panel	215
3.5.3. Resultados obtenidos	220
CONCLUSIONES.....	239
ANEXO 1: EFICIENCIA EN COSTES Y ECONOMÍAS DE ESCALA	255
BIBLIOGRAFÍA.....	258

INTRODUCCIÓN

El objetivo de esta tesis consiste en profundizar en el análisis de las fusiones y adquisiciones que, durante los últimos años, han tenido lugar entre las entidades de crédito europeas, en primer lugar, desde una perspectiva *ex-ante* que ponga de manifiesto las características de las entidades que han participado en las mismas, ya sea como adquirentes, adquiridas o fusionadas y, en segundo lugar, realizando un estudio *ex-post* donde se reflejen las consecuencias que tales operaciones han generado en dichas entidades.

En las últimas décadas se ha producido una importante transformación del sector financiero y una reestructuración de la industria bancaria a escala mundial. El desarrollo de los mercados de activos, la desintermediación, la desregulación, la globalización, la innovación financiera o el progreso tecnológico, entre otros factores, han contribuido significativamente a tal cambio. De entre todos ellos, la consolidación bancaria se ha constituido en uno de los aspectos más notables del actual panorama financiero mundial. Así, recientemente hemos atravesado uno de los períodos con mayor cantidad de fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito, lo que ha reducido ostensiblemente su número. Y aunque en los últimos años ha disminuido la cifra de operaciones, la reciente mejora de los resultados de las

entidades y la entrada de diez nuevos países en la Unión Europea, augura un nuevo período de consolidación.

El estudio de las fusiones y adquisiciones es interesante en cualquier tipo de industria, tanto para las autoridades como para los directivos de las empresas o los inversores, puesto que estas operaciones implican una importante reestructuración del sector a través de una reducción del número de entidades y tiene destacadas repercusiones en la competencia, en la producción de bienes y servicios, en los precios, en la eficiencia o en los resultados. En este sentido, la actual oleada de fusiones y adquisiciones bancarias es ciertamente interesante, no sólo por el número tan elevado de operaciones, sino también por la importancia de este sector y el destacado papel que las entidades de crédito juegan en toda la economía¹. Por otro lado, estas operaciones también tienen importantes implicaciones desde el punto de vista de la empresa puesto que facilitan la reorientación de sus actividades, la entrada en nuevos mercados, la mejora de la eficiencia, el aprovechamiento de economías de escala o la diversificación del riesgo, así como cambios en la gerencia, un giro en la estrategia de la entidad y la realización de nuevos contratos con los empleados o los proveedores (Jensen, 1988; European Central Bank, 2000a; Group of Ten, 2001).

El aumento sin precedentes en el número de fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito, unido a las importantes repercusiones económicas de estas operaciones, ha despertado un gran interés académico, por lo que en los últimos años se han multiplicado las investigaciones sobre este tema. Sin embargo, la mayoría de los análisis se ha centrado en el mercado americano y, aunque en Europa también es posible encontrar trabajos que analizan la consolidación financiera, muchos estudian este fenómeno de forma aislada para un determinado país o se centran en aspectos

¹ Así, por ejemplo, las fusiones y adquisiciones bancarias conducen a un aumento del tamaño de las entidades y a una reducción en su número, lo que puede incrementar el riesgo sistémico o de contagio en el sector financiero, derivar en una disminución de los créditos concedidos a las pequeñas y medianas empresas y tener importantes implicaciones en los sistemas de pago y en la instrumentación de la política monetaria (Mishkin, 1998; Group of Ten, 2001).

muy concretos. Pero además, gran parte de esos trabajos han utilizado datos de los años ochenta y comienzo de los noventa, por lo que se circunscriben a un período de tiempo en el cual los países europeos presentaban unas características muy diferentes de las que han predominado en los últimos años. Es más, el progreso tecnológico y la desregulación financiera que han tenido lugar en la década de los noventa han favorecido la obtención de ganancias a través del proceso de consolidación provenientes de las economías de escala y alcance, a la vez que el incremento de las presiones competitivas ha incentivado la búsqueda de una mayor eficiencia en las operaciones (Calomiris y Karceski, 1998; Berger *et al.*, 1999). En este sentido, resultaría interesante realizar un análisis global del proceso de consolidación financiera en Europa, puesto que las conclusiones alcanzadas para el mercado americano no son aquí directamente aplicables debido a las diferencias entre ambos sistemas financieros. De esta manera, con esta tesis se pretende obtener una visión de conjunto del proceso europeo de consolidación bancaria, realizando tanto un análisis *a priori* de las características de las entidades que han participado en estas operaciones como un análisis *a posteriori* de las consecuencias que han provocado en dichas entidades.

De acuerdo con este planteamiento, el trabajo se ha estructurado en tres capítulos: en los dos primeros se analiza el cuerpo teórico en que se apoya la investigación, dedicándose el tercero al planteamiento de las hipótesis y a su contraste empírico.

El primer capítulo tiene por objetivo situar el proceso de consolidación en el contexto de los cambios que han tenido lugar recientemente en los sistemas financieros. La primera parte del mismo gira alrededor del fenómeno de las oleadas de fusiones y adquisiciones, es decir, períodos con gran actividad, seguidos de épocas de relativa calma. En este sentido, el aumento en el número de operaciones efectuadas dentro de una industria estaría directamente relacionado con shocks económicos inesperados, tales como cambios tecnológicos o reformas regulatorias,

puesto que, aunque las empresas pueden responder ante los mismos de diferentes maneras, las fusiones y adquisiciones representan, en la mayoría de los casos, la vía menos costosa para alterar, de forma global, la estructura de un sector (Jensen, 1986; Mitchell y Mulherin, 1996).

A continuación se realiza una revisión del proceso de consolidación, comenzando por un análisis de las principales características de las fusiones y adquisiciones que han tenido lugar en Estados Unidos para, posteriormente centrarnos, en más detalle, en las operaciones Europeas y en las consecuencias que éstas han tenido sobre la estructura del sector financiero. Aunque este fenómeno ha seguido un patrón diferente en cada país, en general, han sido mayoritarias las fusiones y adquisiciones domésticas y sólo recientemente se ha producido un aumento de las operaciones internacionales.

La última parte del capítulo se dedica al estudio de los factores externos que han impulsado el proceso de consolidación. En este sentido, el aumento en el número de fusiones y adquisiciones bancarias estaría relacionado con los cambios que, en las últimas décadas, ha sufrido el sector financiero a escala mundial, lo que indudablemente ha conducido a un rápido aumento de las presiones competitivas (Group of Ten, 2001; Shull y Hanweck, 2001). En particular, se dedica especial atención a la desregulación, al progreso tecnológico, a la desintermediación, a la innovación financiera, a la entrada de nuevos competidores y a la globalización.

El segundo capítulo se dedica a profundizar en el estudio de las fusiones y adquisiciones realizando un estudio teórico de los motivos que, desde el punto de vista de la propia empresa, justifican la realización de tales operaciones entre entidades de crédito, así como un examen de las consecuencias que generan en las mismas.

En general, las fusiones y adquisiciones entre empresas, financieras o no, se realizan por diferentes razones, que pueden variar en función de las características de

las sociedades participantes, el tipo de operación o los sectores afectados, por lo que, a lo largo de la literatura, su estudio se ha enfocado desde distintos puntos de vista. La hipótesis más extendida se apoya en los motivos económicos, tales como la obtención de economías de escala y alcance, la mejora de la gestión o la diversificación del riesgo, entre otros, por los cuales estas operaciones pueden incrementar el valor de la empresa y la riqueza de los accionistas. Sin embargo, gran parte de la literatura no encuentra que las fusiones y adquisiciones creen valor, por lo que se ha propuesto otro tipo de razones no explícitas que justifican su realización. Dentro de las mismas destaca el papel jugado por los gestores en el marco de la teoría de la agencia y las teorías del comportamiento de los directivos (Lewellen, Loderer y Rosenfeld, 1985; Hawawini y Itzhak, 1990; Berger *et al.*, 1999).

Por otra parte, la obtención de beneficios a través de las fusiones y adquisiciones no está exenta de dificultades, puesto que estas operaciones implican importantes cambios en las empresas, lo que conduce con frecuencia a la aparición de problemas y tensiones internas. De hecho, un considerable número de operaciones fracasa a los pocos años y otras muchas no alcanzan los objetivos deseados.

Las conclusiones obtenidas de nuestro análisis teórico permiten establecer un marco de referencia para llevar a cabo la investigación empírica que recogemos en el capítulo tercero. El objetivo de esta tesis consiste, en primer lugar, en examinar *a priori* las características distintivas de las entidades de crédito que participan en fusiones y adquisiciones europeas, mediante el estudio de los factores que incrementan la probabilidad de participar –ya sea como adquirente, adquirido, o realizando una fusión– en una operación de consolidación. Para ello se plantean las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1: *El tamaño es un factor que condiciona la participación de las entidades de crédito europeas en procesos de consolidación y su comportamiento como adquirente, adquirida o fusionada, de tal manera que:*

Hipótesis 1a: *El tamaño influirá positivamente en la probabilidad de ser adquirente o participar en fusiones.*

Hipótesis 1b: *El tamaño influirá negativamente en la probabilidad ser adquirida.*

Hipótesis 2: *La calidad de la gestión es un elemento diferenciador de las entidades que intervienen en operaciones de fusión o adquisición, de tal manera que las entidades bien gestionadas tendrán una mayor probabilidad de ser adquirentes y menor de ser adquiridas.*

Hipótesis 3: *La existencia de ciertos patrones en el negocio, relacionados con la proporción de préstamos, depósitos y actividades no tradicionales condiciona la participación de las entidades de crédito europeas en procesos de consolidación y su comportamiento como adquirente, adquirida o fusionada. Así,*

Hipótesis 3a: *Las entidades con mayor proporción de préstamos tienen mayor probabilidad de ser adquiridas.*

Hipótesis 3b: *La proporción de los depósitos ejerce una influencia positiva en la probabilidad de participar en operaciones de consolidación financiera, ya sea como adquirente, adquirida o a través de una fusión.*

Hipótesis 3c: *Una elevada proporción de actividades no tradicionales influye positivamente en la probabilidad de ser adquirente.*

Hipótesis 4: *Las entidades de crédito europeas que ejerzan cierto poder de mercado tienen una mayor probabilidad de adquirir otras entidades, para aprovecharse en mayor medida de su posición.*

Por otra parte, el segundo propósito de esta tesis consiste en estudiar *a posteriori* el efecto que las fusiones y adquisiciones ejercen sobre algunos de los elementos clave de las entidades de crédito, tales como la rentabilidad, la eficiencia, los costes y la cuota de mercado. Para ello se plantean las siguientes hipótesis:

Hipótesis 5: *Las fusiones y adquisiciones ejercen una influencia positiva en la rentabilidad de las entidades de crédito europeas que las realizan, aunque tal efecto no se manifiesta con carácter inmediato.*

Hipótesis 6: *Las fusiones y adquisiciones crediticias europeas únicamente originan mejoras en la eficiencia y en los costes de las entidades adquiridas.*

Hipótesis 7: *Las fusiones y adquisiciones ejercen una influencia positiva en la cuota de mercado de las entidades de crédito europeas que las realizan.*

El contraste empírico de las hipótesis propuestas se realiza para una muestra de entidades de crédito pertenecientes a la Unión Europea, centrándose el análisis en las fusiones y adquisiciones que han tenido lugar en el período comprendido entre los años 1993 y 2001. La metodología utilizada para el contraste de la primera, segunda, tercera y cuarta hipótesis se basa en los modelos multilogit, mientras que para la quinta, sexta y séptima se emplea el estimador GMM de datos de panel dinámicos desarrollado por Arellano y Bond (1991). Tras la exposición de los resultados obtenidos en la investigación empírica, el trabajo finaliza con un apartado en el que se resumen las principales conclusiones obtenidas y otro que recoge las referencias bibliográficas utilizadas.