

ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD OBTENIDA POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LAS ADQUISICIONES NACIONALES Y TRANSFRONTERIZAS*

Sergio Sanfilippo Azofra
Belén Díaz Díaz
Myriam García Olalla
Begoña Torre Olmo
Universidad de Cantabria

1. Introducción y motivación

El proceso de consolidación financiera ha despertado, desde hace ya varios años, un profundo interés, tanto en los ambientes académicos como profesionales, debido a que implica una importante reestructuración sectorial a través de la reducción del número de entidades y tiene destacadas repercusiones en la competencia, en la producción de bienes y servicios, en la eficiencia o en los resultados de las entidades. La concentración bancaria ganó relevancia en la década de los ochenta en Estados Unidos y se convirtió rápidamente en un fenómeno global, aumentando su intensidad en los noventa. De hecho, el número de fusiones y adquisiciones (F&A) entre entidades financieras en Europa ha pasado de 330 en 1990 a 1072 en el año 2000, y las realizadas por entidades de crédito han pasado de 97 en 1990 a 269 en el año 2000 (Fuente: Thomson Financial).

El destacado aumento en el número de fusiones y adquisiciones ha sido considerado por muchos autores como una respuesta estratégica de las entidades financieras a los cambios que, como la desregulación, la desintermediación, el desarrollo de los mercados de activos o la innovación financiera, han conducido a un aumento de las presiones competitivas en los últimos años (Calomiris y Karceski, 1998; Berger, Demsetz y Strahan, 1999). A este respecto, la expansión de los bancos se ha visto favorecida fundamentalmente por dos factores: la capacidad de las entidades de crédito para realizar adquisiciones en la década de los noventa y la desregulación del sector.

* Quisiéramos agradecer a la Fundación Banco Herrero la financiación recibida para la realización de este estudio.

En relación con el primero de ellos, la mejora de las condiciones económicas podría haber facilitado la obtención de altos niveles de capital y ciertos excesos de capacidad que habrían contribuido a acelerar el proceso de consolidación. Y, aunque la grave crisis que comenzó en el año 2000 supuso un freno significativo a este proceso de consolidación, las entidades europeas comienzan de nuevo a tomar posiciones tras superar varios años de dificultades en sus cuentas de resultados. En este sentido, los bancos buscan oportunidades que permitan su diversificación geográfica en mercados potenciales con mayores beneficios.

Por otro lado, la desregulación ha promovido buena parte del incremento de las operaciones de consolidación entre fronteras en el sector financiero (Berger, Demsetz y Strahan, 1999; Boot, 1999)¹. En la Unión Europea, la eliminación efectiva en 1992 de las barreras al movimiento del trabajo, bienes, servicios y capital entre las fronteras en los países miembros –cuyos beneficios ya se habían apuntado en el informe Cecchini en 1988²– y la implantación de la “Segunda Directiva de Coordinación Bancaria” que reduce las restricciones a la expansión de las entidades financieras dentro de la UE, deberían propiciar las F&A entre los países miembros. Asimismo, los programas de privatizaciones de la banca nacional en numerosos países latinoamericanos y del este de Europa suponen una buena oportunidad para entrar en dichos mercados³.

A pesar de la mayor liberalización, durante la última década, el 67% de las fusiones y adquisiciones realizadas por entidades de crédito europeas han sido nacionales, situándose las internacionales sólo en un 33%. Dentro de estas últimas, las realizadas entre dos entidades de la UE han sido, con 359 operaciones, inferiores a las realizadas con entidades de otros países que se sitúan en 464. El reducido número de operaciones

¹ El factor regulador adquiere especial importancia en el sector bancario debido a que, por su especial incidencia en la economía, se encuentra habitualmente muy regulado y protegido. Esta es una de las razones que según Focarelli y Pozzolo (2001) justifica la escasez de fusiones y adquisiciones bancarias internacionales en relación a las realizadas en otros sectores.

² Dicho informe destacaba la sustancial reducción en costes derivada del programa de mercado único. Se esperaban dos importantes efectos: i) una reducción de los precios originada por la racionalización de los costes y el incremento de las economías de escala; ii) un incremento de la productividad como resultado de la recolocación de los recursos (humanos, financieros y tecnológicos) y una reestructuración industrial, en la que juegan un papel importante las fusiones y adquisiciones.

³ No sólo la eliminación de las barreras internacionales propicia un aumento de la consolidación internacional, sino que la propia desregulación interna también puede conducir a la misma situación. Así, Saunders (1999) muestra cómo el consentimiento para que los bancos comerciales en el Reino Unido adquiriesen bancos de inversión en 1986 condujo a que muchos de estos bancos fuesen adquiridos por bancos extranjeros de inversión o comerciales.

internacionales ha dado lugar a un profundo debate sobre su relevancia, puesto que actualmente se considera que, en la Unión Europea, las operaciones nacionales están agotando su capacidad para generar economías de escala y alcance o para reducir costes, por lo que se deberían buscar nuevas oportunidades a través de la consolidación entre entidades de los distintos países miembros. Por una parte, es posible que los directivos de muchas entidades esperen todavía mayores ganancias de las operaciones domésticas, por lo que no se deciden a realizar adquisiciones internacionales⁴. De hecho, aunque ambos tipos de operaciones comparten numerosos motivos para su realización, unas y otras se ven afectadas por distintos factores, por lo que conducirán a diferentes resultados. No obstante, algunas entidades como el Grupo Santander, el BBVA o el Deutsche Bank ya han comenzado a tomar posiciones en el mercado europeo. Pero, en otros ámbitos se sugiere que son precisamente las trabas impuestas por las autoridades nacionales las que, al tratar de proteger las entidades de sus países frente a las ofertas extranjeras, impiden la obtención de ganancias de las fusiones y adquisiciones internacionales⁵. A este respecto, la literatura sobre F&A, aunque profundiza en las razones para realizar adquisiciones internacionales⁶, ha dejado de lado la comparación de los resultados obtenidos en estos dos grupos de operaciones.

En este contexto, parece adecuado realizar un análisis de la rentabilidad obtenida por el adquirente en las operaciones de consolidación financiera cuando éstas se diferencian entre domésticas y transfronterizas. El análisis, que se centra en el estudio de las adquisiciones⁷, puesto que las fusiones internacionales son poco frecuentes, se realiza utilizando la metodología de datos de panel para una muestra de bancos europeos durante el periodo 1992-2000⁸.

⁴ De hecho, Beitel, Schiereck y Wahrenburg (2004) señalan cómo las fusiones entre bancos nacionales generan en media un incremento en el valor para el accionista de 1,5% en el anuncio de la fusión, mientras que las que se producen entre bancos de diferentes países tienen una rentabilidad del -0,4%.

⁵ Por ejemplo en 1999 el Gobierno Italiano vetó la operación entre el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria y Unicredito, y el Gobierno Portugués interpuso numerosos obstáculos, también en 1999 a los acuerdos entre el Banco Santander Central Hispano y el Grupo Champalimaud.

⁶ Véase Focarelli y Pozzolo (2001) y Buch y DeLong (2004).

⁷ Considerando tanto las adquisiciones que tienen como objetivo la toma de una participación significativa en la entidad objetivo como aquellas que buscan el control.

⁸ En diferentes estudios que analizan las fusiones, y que consideran por lo tanto la entidad adquirente y objetivo, los beneficios derivados de la operación han resultado no significativos. Sin embargo, esto no significa que la operación no afecte a la rentabilidad del adquirente, puesto que cualquier cambio en la rentabilidad de éste podría estar compensado por cambios en la rentabilidad de la entidad objetivo.

A continuación, el trabajo se estructura de la siguiente manera. El apartado 2 revisa los estudios realizados en este sentido y plantea las hipótesis a contrastar. El apartado 3 describe la muestra, metodología y variables utilizadas en el estudio. El apartado 4 presenta los principales resultados obtenidos del análisis empírico y se finaliza planteando las principales conclusiones alcanzadas.

2. Antecedentes en el estudio de las fusiones y adquisiciones internacionales

En términos generales, tanto las adquisiciones nacionales como las internacionales permiten a las entidades financieras lograr economías de escala, economías de alcance, incrementar el poder de mercado, mejorar la gestión y reducir el riesgo a través de una diversificación geográfica y de productos⁹. Sin embargo, los trabajos empíricos, principalmente americanos, muestran que las ganancias asociadas a las mismas son en general pequeñas o inexistentes para la entidad compradora (Srinivansan y Wall, 1992; Linder y Crane, 1993; Berger y Humphrey, 1992; DeYoung, 1993; Fixler y Zieschang, 1993; Peristiani, 1997).

Gran parte de estos estudios utilizan datos de los años ochenta, por lo que se circunscriben a un período de tiempo con unas características muy diferentes a las de los últimos años, y en ningún caso recogerían el progreso tecnológico y la desregulación financiera que se produjeron en los noventa¹⁰. Así, estudios más recientes, muestran con relativa frecuencia ganancias destacables de las operaciones de consolidación financiera, aunque en general éstas se producen a largo plazo debido a que durante los primeros años tras la operación suelen incrementarse los costes como consecuencia del proceso de integración y reestructuración de las entidades (Rhoades, 1998; Akhavein, Berger y Humphrey, 1997; Carbó y Humphrey, 2002; Cyree, Wansley y Black; 2000; Hughes, Lang, Mester y Moon, 1999; Becher, 2000).

La mayoría de estos trabajos se han centrado en el mercado americano, por lo que sus conclusiones, aunque relevantes, no pueden ser trasladadas directamente a las entidades europeas debido a las diferencias

⁹ Berger et, al (1999), Pilloff y Santomero (1998) y Vander Vennet (1996), entre otros, realizan una revisión de estos motivos.

¹⁰ Estos cambios han facilitado la obtención de amplios beneficios procedentes de las fusiones y adquisiciones, especialmente en el ámbito de las economías de escala y alcance -Véase Cavallo y Rossi (2001), Berger y Mester (1997), y Carbó y Humphrey (2002).

entre ambos sistemas financieros. Los trabajos europeos –menos numerosos que los estadounidenses–, aunque no obtienen conclusiones definitivas, sí han encontrado ciertas ganancias derivadas de las operaciones de concentración financiera¹¹.

Si nos centramos a continuación en las diferencias entre las fusiones y adquisiciones nacionales e internacionales, cabe comenzar resaltando que ambos tipos de operaciones comparten numerosos motivos para su realización. No obstante, unas y otras se ven afectadas de forma especial por distintos factores, que comentamos a continuación, por lo que lógicamente conducirán a diferentes resultados.

Comenzando por las nacionales, la evidencia empírica muestra que, aunque no proporcionan una elevada diversificación, pueden conducir a apreciables mejoras en la eficiencia y en el rendimiento debido principalmente a la eliminación de los costes redundantes por el cierre de oficinas solapadas geográficamente (Berger y Humphrey, 1992; Pilloff, 1996; Srinivasan y Wall, 1992). Es más, Berger (2000) considera que los beneficios en términos de economías de escala derivados del mayor tamaño que se obtiene después de las F&A son más perceptibles cuando las instituciones que se unen se encuentran en el mismo mercado local, puesto que las operaciones domésticas permiten la agrupación de los sistemas de distribución de las entidades participantes y la combinación de la gestión. Por último, las ganancias provenientes del incremento del poder de mercado juegan un papel muy activo en este caso, puesto que si como consecuencia de una operación de consolidación entre entidades pertenecientes a un mismo marco geográfico la institución resultante alcanza una posición dominante, podrá obtener ganancias bajando los tipos de interés que aplican a sus depósitos y subiendo el de sus préstamos (Berger, DeYoung, Genay, y Udell, 2000).

A diferencia de las adquisiciones nacionales, las internacionales permiten alcanzar una elevada diversificación del riesgo, debido a la baja correlación entre los costes e ingresos provenientes de diferentes países o regiones¹², y facilitan una rápida entrada en nuevos mercados¹³. No obs-

¹¹ Véase, por ejemplo, Vander Venet (1996 y 2002) y Cybo-Ottone y Mugia (2000).

¹² Berger, DeYoung, Genay y Udell (2000) muestran como la correlación entre los ingresos bancarios de diferentes países (Unión Europea, Estados Unidos y Japón) es muy baja –incluso entre los países de la UE–.

¹³ Las adquisiciones son una importante vía para entrar en un mercado extranjero o para mejorar la posición competitiva en el mismo. Dependiendo de su estrategia, sus políticas o sus posibilidades, las entidades de crédito pueden expandir su actividad en el exterior a través de una nueva inversión o mediante la realización de adquisiciones. La primera es aconsejable para la provisión de

tante, la eficiencia de las entidades que realizan este tipo de operaciones puede reducirse, ya sea por la aparición de deseconomías en la gestión y el control de empresas a distancia, o porque existen barreras al establecimiento de empresas extranjeras en las economías domésticas. De entre todos estos factores, la existencia de barreras ha demostrado ser un elemento muy relevante en las operaciones de consolidación internacional. En primer lugar, pueden deberse a las restricciones que normalmente imponen los gobiernos a las fusiones y adquisiciones realizadas por empresas extranjeras —quienes incluso aprueban o desaprueban operaciones específicas—, así como a los incentivos que establecen para que lleven a cabo adquisiciones domésticas para impedir F&A por parte de compañías extranjeras o para crear campeones nacionales que puedan competir en los mercados internacionales (Boot, 1999)¹⁴. En segundo lugar, aparecen las barreras idiomáticas, culturales y regulatorias. En este sentido, se observa que las operaciones de fusión y adquisición fuera de las fronteras del país al que pertenece el adquirente son menos usuales en el sector bancario que en otro tipo de sectores, posiblemente por la importancia de las asimetrías de la información en las relaciones bancarias y las restricciones regulatorias (Focarelli y Pozzolo, 2001). A pesar de que las barreras regulatorias a las transacciones internacionales tienden a desaparecer, los costes de información se mantienen.

La mayoría de las investigaciones encuentran que las operaciones internacionales, debido probablemente a la existencia de numerosas barreras que las limitan, no conducen a reducciones importantes de costes ni resultan beneficiosas para las entidades participantes o sus accionistas¹⁵ (Rad y Van Beek, 1999; Waheed y Mathur, 1995; Amihud,

servicios desde el país de origen o la apertura de oficinas bancarias en el exterior y, comúnmente, pretende soportar las actividades que clientes nacionales realizan en el extranjero, o facilitar las operaciones en los principales centros financieros del mundo (Brealey y Kaplanis, 1996). Sin embargo, es más conveniente la realización de una adquisición cuando se pretende incrementar la presencia en el extranjero para ofrecer servicios al por menor a los clientes residentes en ese país, o para realizar actividades no permitidas mediante sucursales (Goldberg y Saunders, 1981). Finalmente, también es posible que las entidades de crédito faciliten a sus clientes ciertas operaciones en el extranjero sin necesidad de disponer de una presencia física en otro país, por ejemplo, a través de agencias representativas o entidades con las que se han establecido convenios de colaboración (Focarelli y Pozzolo, 2001).

¹⁴ De hecho, en Europa, la desregulación originó en primera instancia un incremento de las fusiones y adquisiciones a nivel doméstico como medida defensiva ante el incremento de la competencia y retrasándose hasta finales de los noventa el incremento en el número de operaciones entre países (ECB, 2000).

¹⁵ El trabajo de Waheed y Mathur (1995) muestra que se podrían observar ciertos beneficios en la expansión de bancos de países desarrollados a países en vías de desarrollo.

DeLong, Saunders, 2002). Es más, numerosos estudios encuentran que las entidades domésticas son más eficientes que las nacionales poseídas por empresas extranjeras, lo que pone en duda los beneficios de las adquisiciones internacionales¹⁶.

A pesar de todo, en la última década se han producido ciertos cambios en la Unión Europea que pueden haber facilitado la reducción de buena parte de las barreras que impedían la obtención de ganancias en las operaciones transfronterizas de consolidación entre las entidades de los países miembros. En primer lugar, la eliminación efectiva en 1992 de las barreras al movimiento del trabajo, bienes, servicios y capital entre las fronteras, así como la implantación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, han fijado un ambiente regulatorio especialmente favorable para la realización de este tipo de operaciones dentro de la UE. De hecho, Berger, DeYoung, Genay y Udell (2000) muestran que la consolidación internacional se produce en respuesta a la desregulación. En segundo lugar, los problemas informativos no parecen ser tan importantes en este caso, ya que un considerable número de fusiones y adquisiciones han tenido lugar entre países con vínculos culturales –como Bélgica y Holanda, o los países escandinavos– (Lindblom y Von Koch, 2002). En este sentido, Vander Vennet (1996) encuentra ciertas ganancias en las operaciones de consolidación entre distintos países de la UE.

En resumen, aunque la consolidación internacional implica mayor diversificación que la doméstica¹⁷, las ganancias derivadas de la misma no son, en general, suficientes para compensar los problemas organizativos derivados de la gestión de empresas a distancia o de las barreras regulatorias, lingüísticas, informativas, etc. No obstante, es posible que las operaciones transfronterizas dentro de la Unión Europea sí conduzcan a ciertos beneficios debido a los cambios regulatorios que han tenido lugar a lo largo de la década de los noventa. A diferencia de las operaciones internacionales, la consolidación doméstica, aunque no proporciona una diversificación tan elevada, puede generar apreciables mejoras de la eficiencia y del rendimiento, especialmente a largo plazo, así como un mejor aprovechamiento de las economías de escala (Berger y Humphrey, 1992; Pilloff, 1996).

¹⁶ Véase para una revisión de la literatura sobre este tema Berger, DeYoung, Genay y Udell (2000), Hasan y Hunter (1996) y DeYoung y Nolle (1996).

¹⁷ Debido normalmente a la escasa correlación existente entre las actividades que se desarrollan en diferentes países.

En este sentido, se plantean las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1: “Las adquisiciones financieras domésticas y aquellas en las que la entidad adquirida pertenece a otro país de la UE tienen una influencia positiva sobre el rendimiento de las instituciones crediticias europeas que las realizan”.

Hipótesis 2: “Las adquisiciones financieras internacionales (no UE) no tienen una influencia positiva, e incluso pueden tener una influencia negativa, sobre el rendimiento de las instituciones crediticias europeas que las realizan”.

3. Análisis empírico: definición de la muestra, variables y metodología

3.1. Definición de la muestra

El análisis empírico se realiza para una muestra de entidades bancarias de la Unión Europea, durante el periodo 1992 - 2000. Partimos del conjunto de entidades crediticias europeas que proporciona la base de datos Bankscope y que asciende a 4.187¹⁸. Asimismo, inicialmente se considera el número total de adquisiciones que realizan dichas entidades y que asciende a 1.465 facilitado por la base de datos Thomson Financial.

Se llevó a cabo una depuración de la muestra eliminando, en primer lugar, aquellas entidades para las que no disponíamos de toda la información necesaria para el cálculo de las variables. Además, puesto que las adquisiciones requieren tiempo para implementarse y sus efectos pueden observarse a medio y largo plazo, en el estudio sólo se incluyen las entidades de crédito para las que tengamos datos durante al menos 5 años consecutivos y para las que podemos analizar la rentabilidad a medio y largo plazo (con ambos ajustes eliminamos de la muestra 1.881 entidades y 1.030 adquisiciones).

Asimismo se eliminan las entidades que fueron objetivo de una adquisición, puesto que como mencionan Jensen y Ruback (1983) las adquisiciones provocan un incremento en la rentabilidad de las entidades objetivo, lo que podría sesgar los resultados a la hora de comparar la ren-

¹⁸ Bankscope es una base de datos que proporciona información sobre balances y cuentas de pérdidas y ganancias de las entidades de crédito de los diferentes países en un formato comparable, y ha sido utilizada para realizar comparaciones entre bancos de diferentes países europeos en diferentes estudios, como son De Bandt y Davis (2000) y Focarelli y Pozzolo (2001).

tabilidad obtenida por los adquirentes con la obtenida por el resto de entidades del sector. (con este ajuste se eliminan 115 entidades y 195 adquisiciones).

Así, obtenemos un panel incompleto compuesto por 2.191 entidades de crédito, de las cuales 105 han realizado alguna adquisición en el periodo analizado, siendo el número total de operaciones 240. En la tabla 1 se muestra el número de entidades que forman parte de la muestra en cada año y país, así como el número de adquisiciones realizadas.

Tabla 1

Muestra. Número de operaciones de adquisición y número de bancos en la muestra clasificados por año, país y tipo de operación

	Nº Operaciones	Nº Bancos que realizan operaciones	Nº Bancos Total
1992	6	6	282
1993	18	16	1597
1994	30	21	1922
1995	31	19	2112
1996	38	23	2191
1997	34	24	2191
1998	19	17	2191
1999	29	21	2191
2000	35	25	1207
Total	240	172	

	Nº Operaciones	Nº Bancos que realizan operaciones	Nº Bancos Total
Austria	9	3	47
Bélgica	9	3	48
Alemania	50	20	1282
Dinamarca	7	6	78
España	23	14	100
Finlandia	0	0	6
Francia	46	19	213
Reino Unido	2	2	50
Grecia	8	2	4
Irlanda	6	1	12
Italia	60	23	224
Luxemburgo	11	7	92
Holanda	1	1	23
Portugal	6	2	7
Suecia	2	2	5
Total	240	105	2191

Nº Operaciones No Bancarias	Nº Operaciones Bancarias	Nº Operaciones Nacionales	Nº Operaciones Internacionales (UE)	Nº Operaciones Internacionales (No UE)	Nº Operaciones Total
75	165	176	18	46	240

Además de las bases de datos mencionadas, el resto de la información requerida para el estudio proviene de informes anuales de las entidades de crédito y de World Development Indicators 2003, para la información de carácter macroeconómico.

3.2. Variables

Con este trabajo se pretende averiguar si la adquisición de entidades financieras mejora la rentabilidad de la entidad de crédito que la realiza distinguiendo entre operaciones domésticas, dentro de la UE y fuera de la UE. Para efectuar el análisis empírico es preciso la determinación de una serie de variables, tanto dependientes como independientes, que describimos a continuación.

a) Variable dependiente

Por lo que se refiere a la variable dependiente, se utiliza tanto la rentabilidad económica (ROA) como la rentabilidad financiera (ROE), calculadas sobre el activo medio del banco a principio y al final del año, en el primer caso, y sobre el valor de los fondos propios medio, en el segundo.

La rentabilidad puede medirse teniendo en cuenta el beneficio neto generado (Focarelli y Pozzolo, 2001). Sin embargo, si los países tienen diferentes sistemas impositivos y normas de amortización, esta medida incluiría tales diferencias y los resultados obtenidos en el análisis podrían estar sesgados por la manera en que medimos el rendimiento.

Por ello, utilizaremos dos medidas de rentabilidad que eliminen las posibles diferencias en el sistema impositivo de cada país y las diferencias en los sistemas de amortización del fondo de comercio¹⁹.

¹⁹ Los países de la Unión Europea han seguido, durante los últimos años, diferentes sistemas de amortización del fondo de comercio originado por las F&A (exceso del precio de compra sobre el valor tangible del activo de la entidad objetivo), por lo que es necesario ajustar las rentabilidades de las entidades para evitar la distorsión que puede originar la aplicación de distintas normas contables.

- ROA.b.tax y ROE.b.tax consideran el beneficio antes de impuestos y elimina la influencia que los diferentes sistemas impositivos pudieran tener sobre los resultados (Dickerson et al., 1997).
- ROAajustado y ROEajustado consideran el beneficio antes de impuestos más provisiones y amortización, y elimina la influencia de las diferentes normas de amortización sobre los resultados (Houston et al., 2001).

b) Variables independientes

En cuanto a las variables independientes, distinguimos entre las que se refieren a las operaciones de adquisición y a las variables de control, que se describen a continuación, quedando resumidas en la tabla 2.

Tabla 2

Definición de las variables utilizadas en el análisis empírico y estadísticos descriptivos

VARIABLES DEPENDIENTES	
Rentabilidad económica:	$ROA.b.tax_{it} = \text{Beneficio antes de impuestos}_{it} / [(\text{Activo}_{it-1} + \text{Activo}_{it}) / 2]$ $ROAajustado_{it} = \text{Beneficio antes de impuestos}_{it} + \text{provisiones}_{it} / [(\text{Activo}_{it-1} + \text{Activo}_{it}) / 2]$
Rentabilidad financiera	$ROE.b.tax_{it} = \text{Beneficio antes de impuestos}_{it} / [(\text{fondos propios}_{it-1} + \text{fondos propios}_{it}) / 2]$ $ROEajustado_{it} = \text{Beneficio antes de impuestos}_{it} + \text{provisiones}_{it} / [(\text{f. Prop.}_{it-1} + \text{f. Prop.}_{it}) / 2]$
VARIABLES INDEPENDIENTES	
Análisis de adquisiciones realizadas dentro del propio país del adquirente, dentro de la Unión Europea y fuera de la Unión Europea – Hipótesis 1 y 2 (variables dicotómicas que toman el valor 0 en el caso contrario al mencionado)	
Nacional _{it}	= 1 si el banco i realiza una adquisición dentro de su país en t-1 y a partir de entonces adopta el valor 1
Nacional0 _{it}	= 1 si el banco i realiza una adquisición dentro de su país en el año t
.....	
Nacional4 _{it}	= 1 si el banco i ha realizado una adquisición dentro de su país en el año t-4
UE _{it}	= 1 si el banco i realiza una adquisición dentro de la UE en t-1 y a partir de entonces adopta el valor 1
UE0 _{it}	= 1 si el banco i realiza una adquisición dentro de la UE en el año t
.....	
UE4 _{it}	= 1 si el banco i ha realizado una adquisición dentro de la UE en el año t-4
No UE _{it}	= 1 si el banco i realiza una adquisición fuera de la UE en t-1 y a partir de entonces adopta el valor 1
No UE0 _{it}	= 1 si el banco i realiza una adquisición fuera de la UE en el año t
.....	
No UE4 _{it}	= 1 si el banco i ha realizado una adquisición fuera de la UE en el año t-4

VARIABLES DE CONTROL

<p>PNB_{it} = logaritmo neperiano del PNB per capita basado en el poder de paridad de compra</p> $HERF = \sum_{i=1}^n (\text{Depósitos}_{it} / \sum_{i=1}^n \text{Depósitos}_{it})^2$	<p>SHARE_{it} = Cuota de mercado = $\frac{\text{Depósitos}_{it}}{\sum_{i=1}^n \text{Depósitos}_{it}}$</p> <p>TAMAÑO_{it}: logaritmo neperiano del activo total_{it}</p> <p>FP_{it} = Fondos propios_{it} / Activo_{it}</p> <p>DEP_{it} = Depósitos_{it} / Activo_{it}</p> <p>PRESDEP_{it} = Préstamos_{it} / Depósitos_{it}</p>
---	--

– Variables independientes referidas a las adquisiciones

El hecho de que una entidad realice una operación de F&A se considera en el análisis empírico introduciendo variables dummy.

Para cada operación de F&A se analizan dos cuestiones. En primer lugar, se estudia si se produce un cambio permanente en el rendimiento del adquirente como consecuencia de la operación. En este sentido, se introducen una variable dummy para cada tipo de adquisición, distinguiendo si la operación se realiza entre entidades dentro del mismo país (Nacional), entre entidades pertenecientes a diferentes países de la Unión Europea (UE) o fuera de la UE respectivamente (no UE). Estas variables toman el valor 1 desde el año después de que se haya producido la adquisición y el valor 0 en caso contrario (Dickerson et al., 1997). Por ejemplo, en el caso de la variable Nacional, ésta tomará el valor 1, desde el año después de que la entidad haya realizado una adquisición dentro de su propio país y cero en caso contrario. En cualquier caso, si una entidad de crédito realiza más de una adquisición en el mismo año, en el análisis se considera como una única operación.

Sin embargo, el análisis del cambio permanente puede plantear dos problemas. Por un lado, no tiene en cuenta que el efecto de una adquisición sobre la rentabilidad de la entidad puede estar diferido en el tiempo. De hecho, los trabajos empíricos han centrado el análisis en el intervalo temporal que va desde el año de la operación hasta seis años después (Rhoades, 1994). Por otro lado, existe la posibilidad de que la entidad lleve a cabo varias adquisiciones a lo largo del periodo muestral. Para considerar estos dos aspectos, se realiza un segundo análisis en el que se estudia cuándo se produce el cambio en el rendimiento. Para ello, se introducen cinco variables dummy para cada categoría de operación (Nacional, UE o no UE), de manera que, por ejemplo, para las F&A nacionales tendríamos las siguientes variables: la variable Nacional_{0it} toma el valor 1 en el año de la adquisición, Nacional_{1it} toma el valor 1

un año después de la adquisición, y así sucesivamente hasta la variable $Nacional4_{it}$ que toma el valor 1 cuatro años después de la adquisición. La misma definición de variables se mantendría para las F&A dentro de la UE y las F&A fuera de la UE.

– *Variables de control*

Las variables de control utilizadas consideran tanto características propias de cada entidad crediticia como aspectos del país al que pertenece.

El grado de desarrollo del país al que pertenece cada banco de la muestra lo aproximamos por la variable PNB per capita basado en el poder de paridad de compra (PNB).

Asimismo, incorporamos una variable que considera la concentración de los depósitos en el país al que pertenece cada banco medido a través del índice de Herfindahl²⁰ del mismo modo que Corvoisier y Gropp (2002). Tendremos un índice de concentración para cada país y año de la muestra. El índice se calcula considerando el conjunto de las entidades de crédito de cada país para las cuales disponemos del dato de depósitos en la base de datos Bankscope, siendo el número de entidades consideradas por término medio durante el periodo muestral el que figura en la tabla 3.

$HERF = \sum_{i=1}^n (Depósitos_{it} / \sum_{i=1}^n Depósitos_{it})^2$, siendo i cada una de las entidades de crédito de un país.

Tabla 3

Número de entidades de crédito medio por país durante 1992-2000 utilizado en el cálculo del índice de Herfindahl

	AT	BE	DE	DK	ES	FI	FR	GB	GR	IE	IT	LU	NL	PT	SE
Nº Medio de entidades crediticias	98	83	1533	86	139	10	364	185	20	28	321	113	42	27	19

AT: Austria; BE: Bélgica; DE: Alemania; ES: España; FI: Finlandia; FR: Francia; GB: Gran Bretaña; GR: Grecia; IE: Irlanda; IT: Italia; LU: Luxemburgo; NL: Holanda; PT: Portugal; SE: Suecia.

²⁰ Véase Akhavein, Berger y Humphrey (1997), Peristiani (1997).

Las variables de control que consideran características específicas del banco son las utilizadas tradicionalmente en estudios de rentabilidad y eficiencia bancaria (Berger y Humphrey, 1992; Akhavein, Berger y Humphrey, 1997; Cyree, Wansley y Black, 2000):

- El tamaño del banco medido a través del logaritmo neperiano del activo (TAMAÑO)
- La cuota de mercado medida a través del porcentaje de los depósitos totales de un país que le corresponde a un banco determinado y que medimos con el ratio, $Depósitos / \sum_{i=1}^n Depósitos$ siendo i cada una de las entidades de crédito de un país (SHARE)
- El ratio fondos propios / activo total (FP)
- El ratio préstamos / depósitos que indica el porcentaje de depósitos que se reorienta a la actividad bancaria de préstamos (PRESDEP)
- El ratio depósitos / activo total (DEP)

La tabla 4 muestra los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en el análisis empírico (media y desviación típica).

Tabla 4

Estadísticos descriptivos de las variables utilizadas en el análisis empírico

VARIABLE	MEDIA	DESVIACIÓN TÍPICA	VARIABLE	MEDIA	DESVIACIÓN TÍPICA
PNB	10,0082	0,14300	DEP	0,8164	0,15908
HERF	0,0386	0,04289	PRESDEP	1,0108	30,70046
TAMAÑO (millones de euros)	1963,2815	7882,25896	ROA.b.tax	0,0098	0,01683
LN TAMAÑO	6,4108	1,36941	ROAajustada	0,0142	0,01682
SHARE	0,0027	0,01622	ROE.b.tax	0,1583	0,28243
FP	0,0741	0,09471	ROEajustada	0,2399	0,52577

3.3. Metodología

El análisis empírico de las hipótesis planteadas se ha basado en el estimador de Arellano y Bond (1991). En particular, utilizamos el estimador GMM robusto en una etapa que es el recomendado por Arellano y Bond, puesto que el de dos etapas tiende a sesgar a la baja el error estándar en muestras pequeñas. Por su parte, en la elección de la matriz óptima de instrumentos, hemos seguido el procedimiento empleado en

otros trabajos similares²¹, de tal forma que se consideraran como variables predeterminadas todas las características específicas de la entidad de crédito y como exógenas las variables de control referidas al país²². La metodología de datos de panel ha sido utilizada en trabajos recientes sobre F&A, entre los que se encuentran Focarelli y Pozzolo (2001) en su análisis de los determinantes de las fusiones bancarias internacionales y Dickerson et al. (1997) en un estudio centrado en las adquisiciones en el Reino Unido. Sin embargo, en ningún caso se calcula el estimador de Arellano y Bond que permite corregir el sesgo que se deriva de la aplicación de otros estimadores en modelos dinámicos.

En particular, las ecuaciones a estimar son las siguientes:

a) Para analizar si se produce un cambio permanente en la rentabilidad con motivo de la adquisición se considera la siguiente ecuación:

$$\text{Rentabilidad}_{it} = \mu_0 + \beta_0 \text{Rentabilidad}_{it-1} + \beta_1 \text{PNB}_{it} + \beta_2 \text{HERF}_{it} + \beta_3 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_4 \text{SHARE}_{it} + \beta_5 \text{FP}_{it} + \beta_6 \text{PRESDEP}_{it} + \beta_7 \text{DEP}_{it} + \beta_8 \text{Nacional}_{it} + \beta_9 \text{UE}_{it} + \beta_{10} \text{No UE}_{it} + \alpha_i + \mu_t + u_{it}$$

$$i = 1, \dots, 2191 \quad t = 1992, \dots, 2000 \quad [1]$$

b) Para analizar en qué momento se produce un cambio en el rendimiento de la entidad bancaria con motivo de la adquisición consideramos la siguiente ecuación²³:

$$\text{Rentabilidad}_{it} = \mu_0 + \beta_0 \text{Rentabilidad}_{it-1} + \beta_1 \text{PNB}_{it} + \beta_2 \text{HERF}_{it} + \beta_3 \text{TAMAÑO}_{it} + \beta_4 \text{SHARE}_{it} + \beta_5 \text{FP}_{it} + \beta_6 \text{PRESDEP}_{it} + \beta_7 \text{DEP}_{it} + \sum_{j=0}^{j=4} \gamma_j \text{Nacional}_{jit} + \sum_{j=0}^{j=4} \eta_j \text{UE}_{jit} + \sum_{j=0}^{j=4} \lambda_j \text{No UE}_{jit} + \alpha_i + \mu_t + u_{it}$$

$$i = 1, \dots, 2191 \quad t = 1992, \dots, 2000 \quad [2]$$

4. Resultados obtenidos en el análisis empírico

A continuación, presentamos los principales resultados obtenidos del análisis empírico de las hipótesis planteadas, y que son recogidos en la tabla 5. El análisis se realizó para las cuatro variables de rentabilidad

²¹ Véase por ejemplo, Díaz et al., (2004).

²² Se consideran variables predeterminadas aquellas en las que $E[x_{it}, u_{is}] = 0$ si $s \leq t$, siendo x_{it} las variables independientes y u_{is} el término error. Se consideran variables exógenas aquellas en las que $E[x_{it}, u_{is}] = 0$ para todo s y t , siendo x_{it} las variables independientes y u_{is} el término error. Para las variables predeterminadas sólo serían instrumentos válidos x_1, \dots, x_i (T-1), mientras que para las variables estrictamente exógenas todas las x serían instrumentos válidos.

²³ α_i captura la heterogeneidad inobservable de cada entidad y μ_t considera la posibilidad de que algunas variables macroeconómicas afecten de forma similar a todas las entidades.

descritas en el apartado 3 (ROA.b.tax, ROE.b.tax, ROAajustada, ROEajustada), tanto desde el punto de vista del cambio permanente como temporal, y utilizando el estimador de Arellano y Bond robusto²⁴.

En primer lugar, al analizar si, como propone la hipótesis 1, existe una mejora en los rendimientos derivada de las adquisiciones domésticas y dentro de la Unión Europea, los resultados obtenidos muestran que, para el cambio permanente, la variable NACIONAL es positiva y significativa en todas las estimaciones efectuadas, por lo que las adquisiciones domésticas contribuyen a mejorar la rentabilidad de las entidades compradoras. En cierta medida, tal y como apuntan Berger et al., (1999) para el mercado americano, este tipo de operaciones posibilitan la obtención de destacadas ganancias debido a la reducción de costes por el cierre de oficinas solapadas, al aprovechamiento de economías de escala o una mejor posición competitiva. Cabe matizar, no obstante, que aunque los coeficientes asociados a la variable NACIONAL son muy elevados en el caso de la rentabilidad financiera (ROE), tanto antes de impuestos como ajustada, situándose en ambos casos cerca del 6%, no ocurre lo mismo en la rentabilidad económica (ROA), cuyos coeficientes, ciertamente bajos, se encontrarían entre un 0.2 y 0.3%.

En cuanto a las adquisiciones dentro de la Unión Europea, las estimaciones efectuadas para el cambio permanente no muestran, apenas, que estas operaciones tengan efecto alguno sobre la rentabilidad. De hecho, la variable UE que mide su influencia es únicamente significativa (al 10%) en el caso de la ROAajustada. Por ello, al igual que Boot (1999), es posible considerar que, a pesar de la desregulación tan importante que se ha producido en Europa, todavía quedan numerosas barreras, especialmente gubernamentales, que impiden o limitan este tipo de operaciones.

Por lo que respecta al cambio temporal, los resultados de la tabla 5 muestran que las operaciones nacionales mejoran la ROA.b.tax, la ROE.b.tax y la ROAajustada a partir del segundo año tras la realización de la operación, no observándose efecto alguno en el caso de la

²⁴ En las estimaciones realizadas, los resultados del test *m1* apuntan la existencia de autocorrelación de primer orden en varias estimaciones. No obstante, los correspondientes al *m2* permiten rechazar la presencia de autocorrelación de segundo orden, asegurando la consistencia de las estimaciones obtenidas. La presencia de heterocedasticidad en nuestras estimaciones nos lleva a calcular el estimador robusto. En esta situación no resulta aconsejable utilizar el test de Sargan puesto que, como mencionan Arellano y Bond (1991) y ocurre en nuestro caso, tiende a rechazar frecuentemente la validez de los instrumentos.

ROEajustada, ni en el año en que se realiza la operación o en el siguiente. Este resultado apoya la idea de que más del 50% de las ganancias derivadas de las adquisiciones bancarias se producen después del primer año de la operación, lo que se debe, con toda probabilidad, a los costes derivados del proceso de integración, reestructuración y adaptación que siguen a la realización de una operación (Rhoades, 1993). De hecho, la integración de diferentes empresas no es una tarea sencilla, puesto que implica, entre otros aspectos, su reestructuración interna, la implantación de nuevas técnicas o la renovación de los equipos directivos, así como la realización de nuevos contratos con proveedores y trabajadores, por lo que, es frecuente la aparición de problemas organizativos y conflictos de intereses durante los primeros años, que incluso pueden llevar al fracaso de la operación (Buono y Bowditch, 1989).

Nuevamente, el efecto positivo que las operaciones nacionales ejercen sobre la ROE del adquirente es mucho más importante que en el caso de la ROA. Un análisis detallado de los coeficientes vienen a corroborar, igualmente, que los beneficios de las adquisiciones son observables especialmente a largo plazo. En efecto, como se presenta en la tabla 5, el valor de dichos coeficientes y su significatividad se incrementa, continuamente, a medida que transcurren los años desde el momento en que se realizó la operación, siendo particularmente elevada su influencia tras cuatro años.

Por su parte, observando las adquisiciones internacionales realizadas dentro de la Unión Europea, nuestros resultados muestran que únicamente mejorarían la ROA.b.tax a partir del segundo año y la ROAajustada a partir del primero, no ejerciendo efecto alguno sobre la ROE.b.tax y la ROEajustada. De igual manera que en las operaciones nacionales, en este caso los coeficientes de las variables se incrementan a medida que transcurren los años desde la realización de la adquisición. En cualquier caso, y dado que, en el cambio permanente el efecto de este tipo de operaciones era prácticamente inapreciable, no se puede concluir que mejoren definitivamente la rentabilidad de los adquirentes.

A tenor de lo expuesto, la hipótesis uno sólo se confirmaría para las adquisiciones domésticas, mientras que no está claro el efecto que tienen las internacionales realizadas dentro de la Unión Europea.

Por lo que respecta a la hipótesis dos relativa a las operaciones internacionales realizadas con entidades pertenecientes a países fuera de la Unión Europea, los resultados de la tabla 5 muestran que en el cambio permanente dichas operaciones mejorarían únicamente la ROA.b.tax y la

ROAajustada, puesto que la variable No UE es positiva y significativa al 10% en ambos casos, no observándose efecto alguno en las estimaciones de la ROE. No obstante, el análisis del cambio temporal descarta definitivamente, tal y como propone la hipótesis dos, que este tipo de operaciones influya de alguna manera sobre la rentabilidad de los adquirentes, puesto que ninguna de las variables dummies asociadas a las mismas presenta coeficientes significativos. Este resultado confirma los problemas que traen consigo las operaciones internacionales, tanto desde el punto de vista de las deseconomías en la gestión y el control de empresas a distancia, como por la existencia de barreras gubernamentales o informativas.

Por último, los resultados obtenidos para las variables de control incluidas en los modelos permiten observar una influencia positiva y significativa de la variable PNB sobre la rentabilidad, tanto económica como financiera, indicando que el grado de desarrollo del país al que pertenece el banco adquirente influye positivamente en la rentabilidad de éste. Por su parte, la variable HERF, que mide la concentración del negocio bancario en cada país, únicamente se muestra significativa sobre la ROAajustado. Finalmente, y refiriéndonos a las variables de control que consideran características específicas del banco, resultan ser significativas y positivas, la ratio fondos propios sobre activo total (FP) en el análisis de la rentabilidad económica (ROA), la ratio depósitos sobre activo total (DEP) en el de la ROA.b.tax y la ROE.b.tax, y la cuota de mercado en todas las estimaciones, excepto la ROEajustado. No obstante, el porcentaje de depósitos que se reorienta a la actividad bancaria de préstamos (PRESDEP) y el tamaño del banco no resultan ser variables significativas.

5. Conclusiones

Este trabajo analiza la rentabilidad obtenida por el adquirente en las operaciones de consolidación financiera realizando una comparación entre las domésticas y transfronterizas. En resumen, los resultados obtenidos muestran que las operaciones de adquisición domésticas contribuyen a mejorar la rentabilidad, especialmente a largo plazo, mientras que no está claro que las internacionales, ya sean realizadas dentro o fuera de la Unión Europea, lo consigan.

Tabla 5

Resultados del contraste de las hipótesis 1 y 2.
Análisis de adquisiciones realizadas dentro del propio
país del adquirente, dentro de la Unión Europea y fuera de la Unión Europea

	ROA.b.tax		ROAajustado		ROE.b.tax		ROEajustado	
Retardo	-0.1283 **	-0.1251 **	-0.1357 **	-0.1342 ***	0.184 ***	0.1894 ***	-0.0408 ***	-0.0399 ***
	(-2.25)	(-2.19)	(-2.36)	(-2.33)	(2.97)	(3.05)	(-2.65)	(-2.62)
FP	0.151 **	0.1546 **	0.1185 **	0.1203 **	0.2329	0.2845	-0.4668	-0.3129
	(2.46)	(2.49)	(2.29)	(2.32)	(0.7)	(0.87)	(-0.36)	(-0.25)
DEP	0.0497 *	0.0494	0.0225	0.0223	1.058 **	1.060 **	2.938	2.966
	(1.64)	(1.63)	(0.88)	(0.87)	(2.35)	(2.38)	(1.45)	(1.45)
PRESDEP	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0088	0.0089	0.0129	0.0131
	(0.78)	(0.75)	(1.06)	(1.04)	(1.08)	(1.08)	(1.06)	(1.05)
TAMAÑO	0.0011	0.002	0.0028	0.0037	-0.1324	-0.11	-1.118	-1.08
	(0.12)	(0.24)	(0.37)	(0.48)	(-1.09)	(-0.91)	(-1.15)	(-1.14)
SHARE	0.0287 *	0.0305 *	0.0317 *	0.0332 *	0.4158 *	0.4810 *	0.3510	0.4726
	(1.65)	(1.73)	(1.75)	(1.78)	(1.72)	(1.84)	(0.63)	(0.83)
HERF	-0.0204	-0.0217	-0.0321 **	-0.0331 **	-0.0273	-0.0581	0.3870	0.4731
	(-1.21)	(-1.29)	(-2.06)	(-2.14)	(-0.11)	(-0.23)	(0.6)	(0.66)
PNB	0.0299 ***	0.0305 ***	0.0254 ***	0.0259 ***	0.5067 ***	0.511 ***	0.7333 **	0.7987 **
	(3.66)	(3.66)	(3.68)	(3.72)	(4.61)	(4.69)	(2.25)	(2.36)
Nacional0	-0.0012	-	-0.0007	-	-0.0052	-	0.1149	-
	(-1.19)	-	(-0.89)	-	(-0.32)	-	(1.05)	-
Nacional1	-0.0005	-	-0.0001	-	0.0032	-	0.1749	-
	(-0.52)	-	(-0.17)	-	(0.18)	-	(1.11)	-
Nacional2	0.0018 *	-	0.0014 *	-	0.0370 *	-	0.1518	-
	(1.86)	-	(1.76)	-	(1.9)	-	(1.22)	-
Nacional3	0.0028 ***	-	0.0018 **	-	0.0621 ***	-	0.1267	-
	(3.03)	-	(2.29)	-	(3.05)	-	(1.32)	-
Nacional4	0.0046 ***	-	0.0023 **	-	0.0933 ***	-	0.0531	-
	(4.04)	-	(2.32)	-	(3.55)	-	(1.13)	-
EU0	0.0033	-	0.0021	-	0.0532	-	0.0324	-
	(1.04)	-	(0.9)	-	(1.34)	-	(0.63)	-
EU1	0.0039	-	0.0062 *	-	0.0041	-	0.0068	-
	(1.08)	-	(1.65)	-	(0.13)	-	(0.11)	-
EU2	0.0074 *	-	0.0067 *	-	0.0431	-	0.1058	-
	(1.8)	-	(1.65)	-	(0.96)	-	(0.85)	-
EU3	0.0080 *	-	0.009 **	-	0.0344	-	0.1899	-
	(1.83)	-	(2.26)	-	(0.75)	-	(0.92)	-
EU4	0.0092 *	-	0.0104 **	-	0.072	-	0.1834	-
	(1.69)	-	(2.1)	-	(1.15)	-	(0.83)	-
No UE0	-0.00	-	-0.0008	-	-0.0033	-	0.1019	-
	(-0.65)	-	(-0.49)	-	(-0.15)	-	(0.98)	-

No UE1	-0.0026	-	-0.0021	-	-0.0359	-	0.1131	-
	(-1.15)	-	(-1.1)	-	(-0.95)	-	(0.87)	-
No UE2	-0.0017	-	-0.0010	-	-0.0124	-	0.2408	-
	(-0.6)	-	(-0.54)	-	(-0.28)	-	(1.09)	-
No UE3	0.0026	-	0.0015	-	0.0207	-	0.2539	-
	(0.74)	-	(0.49)	-	(0.62)	-	(1.1)	-
No UE4	0.0026	-	0.0025	-	0.0226	-	0.4565	-
	(0.79)	-	(0.93)	-	(0.48)	-	(1.19)	-
Nacional		0.0029 ***		0.0024 **		0.0596 ***		0.060 *
	-	(2.72)	-	(2.52)	-	(3.45)	-	(1.7)
UE	-	0.0029	-	0.0076 *	-	-0.0092	-	0.1326
	-	(0.62)	-	(1.66)	-	(-0.18)	-	(0.87)
No UE	-	0.0085 *	-	0.0046 *	-	0.0597	-	0.0865
	-	(1.87)	-	(1.84)	-	(1.31)	-	(0.77)
CONS	-0.0010 *	-0.011	-0.0015 **	-0.0015 ***	-0.0098	-0.0105	0.019	0.0168
	(-1.71)	(-1.78)	(-2.52)	(-2.6)	(-1.37)	(-1.44)	(0.45)	(0.41)
Wald(28)	123.66	-	219.95	-	176.64	-	170.29	-
(16)	-	84.47		194.89	-	148.13	-	164.12
m1	-2.54	-2.55	-2.29	-2.29	-2.32	-2.33	-1.09	-1.09
m2	-0.82	-0.83	-0.80	-0.80	0.99	1.01	-0.57	-0.56
Sargan	265.30	285.69	274.41	291.26	312.58	316.58	335.53	338.78
Num. Obs.	9302	9302	9302	9302	9302	9302	9298	9298

Estimación de los parámetros mediante GMM. Entre paréntesis el valor de la z. *** indica un nivel de significatividad del 1%, ** indica un nivel de significatividad del 5%, * indica un nivel de significatividad del 10%. Wald contrasta la significatividad conjunta de los coeficientes y se distribuye como una chi-cuadrado (sus grados de libertad figuran entre paréntesis). m_i es el test de correlación serial de orden i en los errores en primeras diferencias, que se distribuye como una $N(0,1)$ bajo la hipótesis nula de no correlación. Sargan es el test de sobreidentificación de los instrumentos y se distribuye como una chi-cuadrado de 155 grados de libertad. Num.Obs. es el número de observaciones.

La implantación definitiva de las nuevas normas de contabilidad (IAS) y la reciente aprobación del nuevo acuerdo de capital (Basilea II), así como la entrada de 10 nuevos países a la Unión Europea, pueden impulsar definitivamente la realización de un elevado número de fusiones y adquisiciones internacionales en los próximos años. No obstante, nuestros resultados muestran que para que este proceso tenga éxito, es necesario la realización de ciertas actuaciones de las autoridades competentes, cuyo compromiso es fundamental para el buen término de las operaciones y para que con ellas se generen externalidades que acaben beneficiando a toda la economía.

Por una parte, es preciso eliminar los obstáculos que imponen los gobiernos nacionales a las adquisiciones internacionales, puesto que

limitan sustancialmente las ganancias que se pueden obtener con las mismas. Sería conveniente armonizar la actual legislación Comunitaria en esta materia, puesto que actualmente la Directiva 89/646/EEC²⁵ otorga a las autoridades de cada país miembro la potestad de limitar e incluso impedir las operaciones que consideren pertinentes atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión sana y prudente de las entidades de crédito, así como en función de la distorsión competitiva que provoquen. De hecho, esta legislación otorga a los gobiernos de cada país un derecho efectivo de veto que ha sido utilizado en numerosas ocasiones con el fin de proteger a las entidades nacionales y evitar el control del sistema financiero por parte de extranjeros. Por ello es preciso el establecimiento de reglas comunes que aseguren la transparencia de las autoridades competentes.

Otro de los aspectos relevantes consiste en intensificar los esfuerzos que, en la línea del Informe Winter a nivel de la Unión Europea o del Código de Sociedades Mercantiles en España, están realizando actualmente los reguladores para establecer normas que aumenten la transparencia, refuercen la responsabilidad de directivos y consejeros y, en definitiva, mejoren la protección del inversor. De esta manera, se reducirán los problemas de agencia a la hora de realizar fusiones y adquisiciones, evitándose, en especial, la búsqueda de beneficios privados por parte de los directivos, tan presente en la literatura sobre estos temas.

Los resultados obtenidos en este trabajo plantean la necesidad de continuar profundizando en el estudio de las adquisiciones financieras internacionales. En este sentido, sería interesante realizar nuevos análisis basados en funciones de costes o beneficios que permitan controlar ciertos efectos como las variaciones en los precios de los factores productivos.

6. Bibliografía

- AKHAVEIN, J.D.; BERGER, A.N. y HUMPHREY, D.B. (1997): "The effects of bank megamergers on efficiency and prices: Evidence from the profit function". *Review of Industrial Organization*, vol. 12, pp. 95-139.
- AMIHUD, Y.; DELONG, G.L. y SAUNDERS, A. (2002): "The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value". *Journal of International Money and Finance*, vol. 21, número 6, pp. 857-877.

²⁵ También puede encontrarse en la Directiva 2000/12/CE que ha agrupado en un texto único la legislación que se refiere a la actividad y control de las entidades de crédito de la UE.

- ARELLANO, M. y BOND, S. (1991): "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations?". *Review of Economic Studies*, vol. 58, pp. 277-297.
- BECHER, D.A. (2000): "The valuation effects of bank mergers". *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, pp. 189-214.
- BEITEL, P.; SCHIERECK, D.; WAHRENBURG, M. (2004): "Explaining M&A success in European Banks". *European Financial Management*, vol. 10, iss. 1, pp. 106-139.
- BERGER, A. N. (2000): "The integration of the financial services industry, Where are the efficiencies?". *Board of Governors of the Federal Reserve System wp.*
- BERGER, A. N.; DEMSETZ, R. S. y STRAHAN, P. E. (1999): "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future". *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, iss. 2-4, 1999, pp. 135-194.
- BERGER, A. N.; DEYOUNG, R.; GENAY, H. y UDELL, G. (2000): "Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance". *W.P.*, número 2000-63. *Board of Governors of the Federal Reserve System.*
- BERGER, A. N.; MESTER, L. J. (1997): "Inside the black box, What explains differences in the efficiencies of financial institutions?". *Journal of Banking and Finance*, vol. 21, pp. 895-947.
- BERGER, A. N. y HUMPHREY, D. B. (1992): "Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defence". *Antitrust Bulletin*, vol. 37, pp. 541-600.
- BREALEY, R.A.; KAPLANIS, E.C. (1996): "The determination of foreign banking location". *Journal of International Money and Finance*, vol. 15, iss. 4, pp. 577-597.
- BOOT, A. W. A. (1999): "European lessons on consolidation banking". *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, iss. 2-4, pp. 609-613.
- BUCH, C.M.; DELONG, G. (2004): "Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?". *Journal of Banking & Finance*, vol. 28, iss. 9, pp. 2077-2102.
- BUONO, A.F.; BOWDITCH, J.L. (1989): *The Human Side of Mergers and Acquisitions - Managing Collisions Between People, Cultures and Organizations*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco.
- CALOMIRIS, C.W.; KARCESKI, J. (1998): "Is the bank mergers wave of the 1990s efficient? Lessons from nine case studies", en Kaplan (ed.), *Mergers and Productivity*, University of Chicago Press, Chicago.
- CARBÓ, S. y HUMPHREY D.B. (2002): "Nueva evidencia empírica sobre las economías de escala en el sector bancario". *Papeles de Economía Española*, número 94, pp. 163-169.
- CAVALLO, L.; ROSSI, S. P. S. (2001): "Scale and scope economies in the European banking systems". *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 11, pp. 515-531.
- CORVOISIER, S. y GROPP, R. (2002): "Bank concentration and retail interest rate". *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, iss. 11, pp. 2155-2189.
- CYBO-OTTONE, A. y MURGIA, M. (2000): "Mergers and shareholder wealth in European banking". *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, pp. 831-859.

- CYREE, K. B.; WANSLEY, J. W. y BLACK, H. A. (2000): "Bank growth choices and changes in market performance". *The Financial Review*, vol. 41, pp. 49-66.
- DE BANDT, O.; DAVIS, E.P. (2000): "Competition, contestability and market structure in European banking sectors on the eve of EMU". *Journal of Banking & Finance*, vol. 24, iss. 6, pp. 1045-1066.
- DEYOUNG, R. (1993): "Determinants of Cost Efficiencies in bank mergers, Economic and Policy Analysis". Working Paper, 93-1. *Washington Office of the Comptroller of the Currency*.
- DEYOUNG, R. y NOLLE, D. E. (1996): "Foreign-owned banks in the U. S.: Earning market share or buying it?". *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 28, número 4, pp. 622-636.
- DÍAZ, B.; GARCÍA, M.; SANFILIPPO, S. (2004): "Bank acquisitions and performance: Evidence from a panel of European credit entities". *Journal of Economics and Business*, vol. 56, iss. 5, pp. 377-404.
- DICKERSON, A. P.; GIBSON, H. D. y TSAKALOTOS, E. (1997): "The impact of acquisitions on company performance: evidence from a large panel of UK firms". *Oxford Economic Papers*, vol. 49, pp. 344-361.
- ECB (2000): "ECB mergers and acquisitions involving the EU banking industry". *European Central Bank*, working paper.
- FIXLER, D.J. y ZIESCHANG, K.D. (1993): "An index number approach to measuring bank efficiency: An application to mergers". *Journal of Banking & Finance*, vol. 17, iss. 2-3, pp. 437-450.
- FOCARELLI, D. y POZZOLO, A. F. (2001): "The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries". *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, pp. 2305-2337.
- GOLDBERG, L.G.; SAUNDERS, A. (1981): "The determinants of foreign banking activity in the United States". *Journal of Banking & Finance*, vol. 5, iss. 1, pp. 17-32.
- HASAN, I. y HUNTER, W. C. (1996): "Efficiency of Japanese multinational banks in the United States". *Research in Finance*, vol. 14, pp. 157-173.
- HOUSTON, J. F.; JAMES, C. M. y RYNGAERT, M. D. (2001): "Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders an outsiders". *Journal of Financial Economics*, vol. 60, pp. 285-331.
- HUGHES, J. P.; LANG, W.; MESTER, L. y MOON, C. G. (1999): "The dollars and sense of bank consolidation". *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, iss. 2-4, pp. 291-324.
- JENSEN, M.; RUBACK, R.S. (1983): "The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence". *Journal of Financial Economics*, vol. 11, iss. 1-4, pp. 5-50.
- LINDBLOM, T.; VON KOCH, C. (2002): "Cross-boarder bank mergers and acquisitions in the EU". *The Service Industries Journal*, vol. 22, número 4, pp. 41-72.
- LINDER, J. C. y CRANE, D. B. (1993): "Bank Mergers: Integration and profitability". *Journal of Financial Services Research*, vol. 7, pp. 274-282.

- PERISTIANI, S. (1997): "Do mergers improve the x-efficiency and scale efficiency of U.S. Banks? Evidence from the 1980s". *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, número 3, pp. 326-337.
- PILLOFF, S. J. (1996): "Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institution". *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 28, número 3, pp. 294-310.
- PILLOFF, S. J. y SANTOMERO, A. M. (1998): "The value effects of bank mergers and acquisitions". En Y. Amihud y G. Miller (eds.), *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic, pp. 59-78.
- RAD, A. T; y VAN BEEK, L. (1999): "Market valuation of European bank mergers". *European Management Journal*, vol. 17, número 5, pp. 532-540.
- RHOADES, S. A. (1993): "The efficiency effects of Bank Mergers: Rationale for a Case Study Approach and Preliminary Findings". *Proceedings of the 29th Annual Conference on Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, pp. 377-399.
- RHOADES, S. A. (1994): "A summary of mergers performance studies in banking, 1980-93, and an assessment of the operating performance and event study methodologies". *Staff Studies, ss169, Board of Governors of the Federal Reserve System*.
- RHOADES, S. A. (1998): "The efficiency effects of bank mergers: An overview of cases studies of nine mergers". *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, número 3, pp. 273-291.
- SAUNDERS, A. (1999): "Consolidation and universal banking". *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, iss. 2-4, pp. 693-695.
- SRINIVASAN, A. y WALL, L. D. (1992): "Cost savings associated with bank mergers". *Federal Reserve Bank of Atlanta, W.P.*, número 92-2.
- VANDER VENNET, R. (1996): "The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions". *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp. 1531-1558.
- VANDER VENNET, R. (2002): "Cost and profit efficiency of financial conglomerates and universal banks in Europe". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34, número 1, pp. 254-282.
- WAHEED A.; MATHUR I. (1995): "Wealth effects of foreign expansion by U.S. banks", *Journal of Banking & Finance*, vol. 19, número 5, pp. 823-842.

RESUMEN

Las fusiones y adquisiciones (F&A) realizadas por las entidades de crédito en Europa siguen siendo principalmente a nivel doméstico, es decir, entre entidades del mismo país. En este sentido, una de las principales razones para realizar adquisiciones en Europa consiste en conseguir una mayor presencia en los mercados nacionales y mantener la cuota de mercado. Sin embargo, el acceso a nuevos mercados constituye otra de las razones para realizar este tipo de operaciones, lo que ha propiciado la ejecución de operaciones de F&A a escala internacional. El presente trabajo analiza la rentabilidad obtenida por el adquirente en las compras de otras entidades financieras cuando éstas

se diferencian en función del país al que pertenecen la entidad objetivo y la adquirente. El análisis se realiza utilizando la metodología de datos de panel para una muestra de bancos europeos durante el periodo 1992-2000. Los resultados muestran que las adquisiciones domésticas resultan más rentables que las internacionales, debido probablemente a las barreras informativas y restricciones gubernamentales a que están sujetas estas últimas.

Palabras clave: Adquisiciones bancarias internacionales, rendimiento a largo plazo, datos panel.

SUMMARY

Mergers and acquisitions (M&A) accomplished by European credit entities are still mostly domestic, this is, between entities belonging to the same country. In this sense, one of the main reasons to make acquisitions in Europe is to achieve a higher importance in national markets and to maintain market share. However, the entrance in new markets is another reason to accomplish this kind of transactions, what has increase international M&A. This study analyses the profitability obtained by the acquirer in the purchase of other financial entities taking into account the country the acquirer and the target belong to. The analysis is done using panel data methodology in a sample of European banks during the period 1992-2000. The results show that domestic acquisitions are more profitable than international ones, due probably to information barriers and government restrictions in international acquisitions.

Key Words: Cross-Border banking acquisitions, long term performance, panel data.

Reproduced with permission of the copyright owner. Further reproduction prohibited without permission.