



universidad
de león
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Comercio Internacional

Curso 2018 / 2019

FUSIONES Y ADQUISICIONES: ANÁLISIS DE LA
CONSOLIDACIÓN TRANSFRONTERIZA DEL SECTOR
BANCARIO EUROPEO

*(MERGERS AND ACQUISITIONS: ANALYSIS OF THE CROSS-BORDER
CONSOLIDATION IN EUROPEAN BANKING)*

Realizado por el Alumno D. Daniel Sánchez Martínez

Tutelado por el Profesor D^a. María del Pilar Sierra Fernández

León, 4 de septiembre de 2019

El hombre no puede descubrir nuevos océanos
hasta que no tiene el coraje de perder de vista la
orilla.

André Gidé

ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN DEL TRABAJO	4
ABSTRACT	4
1. INTRODUCCIÓN	5
2. OBJETO DEL TRABAJO.	8
3. METODOLOGÍA.	9
4. FUSIONES Y ADQUISICIONES: MARCO TEÓRICO	10
4.1. CONCEPTO.....	10
4.2. EVOLUCIÓN: MERGER WAVES.	11
4.2.1. Origen.....	11
4.2.2. Análisis histórico.....	14
4.2.3. Tendencias actuales.	17
4.3. MODALIDADES.....	20
4.3.1. Ofertas públicas de adquisición hostiles.....	20
4.3.2. Leveraged buyouts (LBO).	25
4.3.3. Reestructuraciones.....	26
4.4. OBJETIVOS ESTRATÉGICOS.	27
4.4.1. Integración Horizontal.	28
5. FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO: ANÁLISIS DE LA CONCENTRACIÓN BANCARIA	32
5.1. CARACTERÍSTICAS DEL SECTOR.	32
5.2. EVOLUCIÓN DE LAS CROSS-BORDER M&A EN EL SECTOR BANCARIO.....	36
5.3. OBSTÁCULOS PARA LA INTEGRACIÓN BANCARIA EUROPEA.....	39
5.3.1. Debilidad del sistema bancario europeo.....	39
5.3.2. Incremento regulatorio.....	40
5.3.3. Proteccionismo financiero.....	42
5.4. FACTORES DETERMINANTES PARA LA CONSOLIDACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO.	42
5.4.1. Sobredimensionamiento bancario: overbanking.....	42
5.4.2. Estructura financiera banco-dependiente.	43
5.4.3. Diversificación transfronteriza.	44
6. CONCLUSIONES	45
REFERENCIAS	48
ANEXOS	57
ANEXO 1. CONCENTRACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO (2006-2018).....	57
ANEXO 2. NÚMERO DE EMPLEADOS EN INSTITUCIONES DE CRÉDITO (2006-2018)	59
ANEXO 3. FUSIONES Y ADQUISICIONES MUNDIALES EN EL SECTOR FINANCIERO	61

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Grafico 4.1. Evolución M&A a nivel mundial (1985-2019)	18
Grafico 4.2. Evolución cross-border M&A a nivel mundial (2009-2018)	19
Grafico 4.3. Evolución Transacciones M&A a nivel mundial vs Europa como objetivo (2016-2019) (billones de €)	20
Gráfico 5.1. Cross-border M&A en el sector bancario (2008-2016)	37
Gráfico 5.2. Cross-border M&A en el sector bancario (2000-2018).....	37
Gráfico 5.3. Evolución bursátil de los diez bancos más grandes de Europa (2006-2019)	39

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 4.1. Resumen de las seis merger waves a lo largo de la historia	17
Cuadro 4.2. Estrategias de defensa ante una OPA	25

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1. M&A a nivel mundial por región (2014-2019)	18
Tabla 4.2. Cross-border M&A a nivel mundial con Europa como objetivo (2014-2019)	19
Tabla 5.1. Número de Instituciones Financieras Monetarias en Europa, Julio 20193 ...	33
Tabla 5.2. Indicadores estructurales de las instituciones crediticias en Europa.....	34
Tabla 5.3. Diez bancos más grandes de Europa en 2018 y su segmentación geográfica	36
Tabla 5.4. Transacciones M&A por sector en el mundo y Europa (15-Agosto-YTD) ..	38
Tabla 5.5. Transacciones M&A sector financiero en el mundo y Europa (15-Agosto-YTD)	38

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 4.1. Costes marginales y demanda en un mercado competitivo vs un mercado monopolístico.	28
---	----

RESUMEN DEL TRABAJO

Desde su fundación, uno de los objetivos de la Unión Europea ha sido la consolidación de la unión bancaria. Para lograr este objetivo, se han emprendido una serie de políticas en materia de desregulación, armonización e institucionalización, provocando un proceso de consolidación bancaria a nivel Europeo. Este trabajo tiene como objetivo comprender el proceso de consolidación transfronteriza del sector bancario europeo. Para ello, siguiendo una metodología descriptiva, se expone en primer lugar el marco teórico sobre el que se sustenta las fusiones y adquisiciones y en segundo lugar, se aproxima la teoría al proceso de consolidación del sector bancario europeo. Así, se ha constatado una fuerte contracción de la actividad bancaria trasfronteriza tras la crisis financiera mundial. Por ello, se analiza la viabilidad del proceso de consolidación concluyendo en que se puede recuperar el camino marcado con anterioridad a la crisis.

Palabras Clave: fusiones y adquisiciones transfronterizas, consolidación bancaria, Unión Bancaria Europea, Unión Europea, M&A

ABSTRACT

Since its foundation, one of the main goals of the European Union has been the consolidation of the banking union. To achieve this goal, an array of measures concerning deregulation, harmonization and institutionalization have been undertaken. This paper aims to comprehend the cross-border consolidation in European banking. For that purpose, firstly a theoretical framework in which mergers and acquisitions are underpinned is discussed, and secondly an application of this theory regarding the cross-border consolidation in European banking is carried out. Hence, a retrenchment in the consolidation process is observed after the global financial crisis. Thus, an analysis of the viability of the process is conducted, concluding that is possible to resume the track before the crisis.

Key Words: cross-border mergers and acquisitions, banking consolidation, European Banking Union, European Union, M&A

1. INTRODUCCIÓN.

Desde su fundación, la Unión Europea (UE) ha implementado políticas de armonización en aras de crear una unión financiera: tanto con la creación del mercado único en 1993, como con la Unión Económica y Monetaria en 1999. Pretendía así imitar el éxito de la desregulación en materia de concentraciones interestatales que llevó a la consolidación bancaria en Estados Unidos (Stiroh y Strahan, 2003). Sin embargo, la consolidación bancaria en Europa no tuvo lugar entre bancos transfronterizos sino a nivel doméstico (Schoenmaker et al., 2016), dando lugar a la creación de los principales grupos bancarios de la actualidad: la fusión de los bancos BNP y Paribas en 1999 (BNP Paribas, 2019) y la fusión del Banco Santander con el Banco Central Hispanoamericano en 1999 y posteriormente con el Banco Popular en 2018 (AEB, 2018), entre otros. El último paso para lograr la integración definitiva de los más de 8.300 bancos europeos a nivel transfronterizo (European Commission, 2014) fue la creación del Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución en 2014. Estos dos organismos suponen la piedra angular de la unión bancaria europea, ya que en palabras de Mario Draghi¹ “era una condición previa necesaria para el resto de pilares de la Unión Bancaria” (European Central Bank, 2016a, pág. 3).

Esta tendencia hacia la concentración no es única de Europa ni del sector bancario. Las fusiones y adquisiciones se han afianzado como las operaciones financieras en boga alrededor del mundo. Según la base de datos Capital IQ (2019), en 2018 el volumen global de *M&A*² alcanzó los 3,48 trillones de dólares en transacciones anunciadas y 3,55 trillones de dólares en transacciones completadas, lo que supone un 4,19% del PIB mundial. Este fenómeno ha afectado a todos los países del mundo, desde 1990 el volumen de acuerdos *M&A* ha crecido un 609% en América del Norte, un 533% en Europa y un 1950% en Asia-Pacífico. Además, las *M&A* transfronterizas supusieron un total del 47% de transacciones a nivel mundial. Desde el punto de vista académico la tendencia mantiene la misma línea, la búsqueda de “*merger and acquisitions*” en Google Scholar (accedido el 9 de agosto de 2019) muestra un total de 203.000 artículos incluyendo el término en su título, lo que supone un incremento medio anual de un 15% desde el año

¹ “Was an essential precondition for the other pillars of banking union”.

² *M&A*, del inglés *Mergers and Acquisitions*, es el acrónimo más extendido para referirse a las fusiones y adquisiciones; de igual modo *cross-border M&A* hace referencia a las fusiones y adquisiciones transfronterizas.

1990, publicándose aquel año 155 artículos al respecto frente a los 9.080 artículos publicados en lo que va de 2019.

Ante la magnitud de estos datos cabe preguntarse si es necesaria alguna contribución adicional al debate sobre fusiones y adquisiciones. En nuestra opinión la respuesta es afirmativa. La mayoría de los trabajos académicos centran su foco de estudio sobre *M&A* alrededor de cuestiones relativas a la administración empresarial, la estructura organizacional, las finanzas corporativas... y toman primordialmente como muestra el mercado estadounidense; sin embargo, la literatura sobre *M&A* centrada en la industria bancaria es exigua, siendo la relativa a Europa prácticamente inexistente. Prueba de ello, es que la búsqueda de “*mergers and acquisitions*” añadiendo “*european banking*” en Google Scholar (accedido el 9 de agosto de 2019) limita los resultados a un total de 5,830 artículos, apenas un 3% del total de artículos sobre *M&A*. Dada la eminente consolidación del sector bancario europeo y la necesaria revisión académica al respecto, el presente trabajo pretende realizar un análisis de las fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector bancario europeo.

En el primer capítulo, hemos definido tanto los conceptos de fusiones y adquisiciones en general y fusiones y adquisiciones transfronterizas en particular. A continuación, hemos procedido a realizar un análisis de la evolución histórica de las fusiones y adquisiciones, encontrando que presentan un patrón cíclico denominado *merger waves* u olas de fusiones entre las que destacan seis a lo largo de la historia. Además, hemos recogido las dos hipótesis académicas que explican el origen de las olas y sus consecuencias. Asimismo, hemos comentado las tendencias actuales y demostrado la relevancia del tema dentro del contexto económico-financiero presente. Seguidamente, hemos presentado las tres principales modalidades que se emplean para realizar una fusión o adquisición, haciendo especial hincapié en las ofertas públicas de empleo debido a ser el mecanismo más recurrente dentro del sector bancario. Por último, se han revisado los posibles objetivos estratégicos de las fusiones y adquisiciones, en especial la integración horizontal por ser el objetivo prioritario de las *M&A* bancarias.

En el segundo capítulo, hemos expuesto las principales características del sector bancario europeo, así como su evolución durante los últimos años, especialmente después de la crisis financiera mundial de 2008. Seguidamente, hemos analizado la evolución histórica de las fusiones y adquisiciones transfronterizas en la banca europea descubriendo una fuerte contracción tanto en los flujos crediticios transfronterizos como

en la propia actividad *M&A*. Dada ésta contracción, nos hemos dispuesto a analizar los principales obstáculos para la consolidación transfronteriza europea. Para ello, hemos examinado los tres principales obstáculos señalados por la literatura al respecto: la debilidad del sistema bancario europeo, el incremento regulatorio y el creciente proteccionismo financiero. Por último, presentamos los principales factores determinantes para que se produzca la consolidación bancaria europea: el sobredimensionamiento bancario, la estructura financiera europea banco-dependiente y los beneficios de la diversificación transfronteriza.

2. OBJETO DEL TRABAJO.

El objetivo principal de este trabajo es entender el proceso de consolidación transfronteriza del sector bancario europeo. Para lograr este objetivo, encontramos necesario primeramente desarrollar un marco teórico que facilite la comprensión del concepto de fusiones y adquisiciones, su evolución, modalidades y objetivos estratégicos; y a continuación, aproximar dicha teoría al proceso de concentración bancaria en Europa. De esta forma, el trabajo se divide en dos capítulos.

En el primer capítulo, dentro del marco teórico, el objetivo es definir el concepto de fusiones y adquisiciones y comprender su evolución histórica. En concreto, se pretende realizar una breve revisión bibliográfica de las *merger waves* dada su relevancia académica; exponiendo las diferentes hipótesis relativas a su origen y estudiando las distintas “olas de fusiones”. Además, con el objetivo de contextualizar el concepto y mostrar la relevancia de las fusiones y adquisiciones, comentaremos las tendencias actuales del fenómeno tanto a nivel doméstico como transfronterizo. Por otra parte, repasaremos las diferentes modalidades de *M&A*, específicamente las ofertas públicas de adquisición (OPA), las compras apalancadas y las reestructuraciones; dada su holgada popularidad desarrollaremos especialmente la teoría relativa a las ofertas públicas de adquisición, así como las diferentes técnicas de defensa ante una OPA. Finalmente, para concluir el marco teórico, presentaremos los tres objetivos estratégicos de las fusiones y adquisiciones haciendo especial hincapié en la integración horizontal dada su eminente predominancia en el sector bancario.

En el segundo capítulo aproximaremos la teoría enunciada anteriormente al proceso de consolidación bancaria en Europa. Para ello, expondremos las características del sector centrándonos en las diferencias intercomunitarias y el impacto de la crisis financiera mundial de 2008. Además, comentaremos la evolución de las fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector bancario evidenciando la fuerte contracción del proceso de consolidación tras la crisis de 2008. A continuación, con el objetivo de determinar si esta contracción es de carácter estructural e impide la concentración efectiva del sector, expondremos tanto los obstáculos como los factores determinantes para el proceso de consolidación transfronteriza.

Por último, atendiendo al examen de los dos anteriores capítulos, extraeremos una serie de conclusiones que nos permitan comprender el proceso de consolidación transfronteriza del sector bancario europeo.

3. METODOLOGÍA.

Para satisfacer los objetivos de este trabajo hemos utilizado la metodología descriptiva, empleando para ello el uso de fuentes secundarias. En concreto, hemos realizado una breve revisión e investigación bibliográfica que mediante un proceso de búsqueda, revisión, estructuración e integración, sintetiza las principales tendencias académicas publicadas sobre una materia. Para ello, se considera un amplio conjunto de literatura académica tanto empírica, como no empírica, como conceptual y teórica (Torraco, 2005).

Entre las fuentes de carácter secundario existe una gran diversidad como producto del proceso de búsqueda, podemos distinguir entre:

1. Los artículos de revista sobre los que se hemos realizado la revisión bibliográfica, principalmente *The Journal of Finance*, *The American Economic Review*, *Journal of Financial Economics* y publicaciones del Banco Central Europeo. Para acceder a estos artículos hemos utilizado las bases de datos bibliográficas a las que brinda acceso la biblioteca de la Universidad de León: JSTOR, Direct Science y Wiley Online Library.

2. Las bases de datos que nos han ofrecido estadísticas y datos relevantes para el análisis de la evolución, importancia e impacto de las fusiones y adquisiciones transfronterizas y la consolidación bancaria. Para ello hemos utilizado Capital IQ, Thomson One y Yahoo Finance. Cabe agradecer tanto a la escuela de negocios NEOMA como a la Universidad de Valencia el acceso a la primera y la segunda respectivamente.

3. Los manuales de referencia al respecto, la mayoría publicados por la editorial John Wiley and Sons, que nos han servido de guía para comprender el concepto de fusiones y adquisiciones y su vertiente transfronteriza. Para acceder a estos artículos hemos utilizado la biblioteca online de contenido libre Genesis Library.

4. El diccionario económico y los estudios enciclopédicos de Palgrave Macmillan, que nos han ofrecido definiciones, explicaciones y orientación hacia cómo enfocar nuestros análisis. Para acceder a ellos, hemos utilizado tanto la base de datos Springer Link a la que dota acceso la biblioteca de la Universidad de León, como la ya mencionado Genesis Library.

5. Los medios de comunicación que han aportado con sus noticias actualidad y contexto al análisis teórico. Se han utilizado MarketWatch y Forbes.

En total se han utilizado 98 artículos de revista, tres bases de datos, nueve manuales de referencia, un diccionario, dos estudios enciclopédicos y dos medios de comunicación, además de otras fuentes diversas.

4. FUSIONES Y ADQUISICIONES: MARCO TEÓRICO

El presente capítulo tiene por objeto introducir los conceptos relativos a las fusiones adquisiciones en general y a nivel transfronterizo en particular. Para ello realizaremos una síntesis de los principales artículos académicos publicados al respecto, además de presentar con datos tanto las tendencias como la relevancia de las fusiones y adquisiciones en la actualidad.

4.1. CONCEPTO.

Las fusiones y adquisiciones (*M&A*) son una de las estrategias más populares de expansión empresarial. Son definidas como el término utilizado para describir la consolidación de compañías o activos a través de diversos tipos de transacciones financieras, incluyendo fusiones, adquisiciones, consolidaciones, desinversiones, ofertas públicas de adquisición y compra de activos (Meeks, 2016). Aunque los términos de fusiones y adquisiciones se usan a menudo de forma indiferente, existen ciertas diferencias. Una adquisición implica “la compra de todos los activos y pasivos de una empresa objetivo por parte de una empresa licitante. La primera deja de existir mientras que la segunda conserva su nombre y gran parte de la junta directiva”³; mientras que, una fusión consiste en “la creación de una nueva empresa mediante la combinación de dos compañías independientes que dejan de existir tras el acuerdo”⁴ (Fiordelisi, 2009, pp. 1-2).

Análogamente, la esencia de las fusiones y adquisiciones transfronterizas, *cross-border M&A*, es prácticamente idéntica a sus homónimas domésticas. Así, Shimizu, Hitt, Vaidyanath y Pisano (2004, p. 309) definen⁵ *cross-border M&A* como “aquellas fusiones y adquisiciones que implican una empresa compradora y otra objetivo cuyas sedes sociales están localizadas en diferentes países”; empero, Child, Falkner y Pitkethly (2003, pp. 7-8) añaden⁶ que aquellas “*M&A* de compañías con sede social en el mismo país,

³ “A company acquires all assets and liabilities of another firm, which ceases to exist after the merger is completed, and retains its name and often most of its top management. [...] In acquisitions deals, a company (labelled as “bidder”) acquires control of another firm (labelled as “target”).”

⁴ “Two separate companies agree to combine and form a single corporate entity rather than remain separately owned and operated. [...] Two separate companies create a completely new firm and both firms cease to exist”.

⁵ “Cross-border M&A are those involving an acquirer firm and a target firm whose headquarters are located in different home countries”

⁶ “M&As of companies with their headquarters in the same country, although normally classified as domestic, often have cross-border issues of concern when they integrate operations located in different countries”

aunque normalmente sean clasificadas como domésticas, a menudo presentan aspectos transfronterizos al integrar operaciones localizadas en distintos países”. Por todo ello, las *cross-over M&A* se han consolidado como uno de los principales instrumentos de internacionalización.

4.2. EVOLUCIÓN: MERGER WAVES.

Desde un punto de vista histórico, las fusiones y adquisiciones (*M&A*) son relativamente recientes ya que están ligadas al desarrollo de los mercados bursátiles y la aparición de sociedades anónimas formadas por acciones. De ahí que, junto al fenómeno de la globalización, las *M&A* se hayan consolidado como uno de los principales métodos de expansión internacional.

Uno de los aspectos más llamativos de las *M&A* es que presenta un patrón cíclico. Este patrón, conocido como *merger waves* en inglés, ha sido observado desde su inicio a finales del siglo XIX (Brealey, R. A., Myers, S. C., y Allen, 2017).

4.2.1. Origen.

Ralph L. Nelson (1959) fue el primer autor en documentar una clara concentración de fusiones y adquisiciones en ciclos, observando además diferentes patrones entre las industrias que podían estar influenciados por factores tales como la tecnología, la economía o los cambios regulatorios. Además, su estudio propuso que un futuro estudio sistemático del volumen de *M&A* podía arrojar luz sobre el fenómeno de las *merger waves*.

En la actualidad, si bien se ha corroborado la concentración de *M&A* por industrias (M. Andrade, Mitchell, y Stafford, 2001; Mitchell y Mulherin, 1996; Mulherin y Boone, 2000); sigue sin haber consenso respecto a por qué ocurren las *merger waves*. Específicamente, existen dos corrientes académicas en torno a qué genera las *merger waves*: la hipótesis neoclásica y la hipótesis basada en la teoría del comportamiento (Harford, 2005)

4.2.1.1. Hipótesis neoclásica.

Las explicaciones neoclásicas (Gort, 1969) sugieren que las *merger waves* tienen su origen en aquellos trastornos, *shocks*, de carácter económico que provoca una reestructuración de la industria. Ronald Coase (1937) fue uno de los primeros autores en afirmar que los cambios tecnológicos derivaban en fusiones. Más adelante, Jovanic y Rousseau (2001, 2002) desarrollaron un modelo que explica cómo los cambios

tecnológicos derivan en aumentos en la dispersión de los ratios Q^7 , de manera que las empresas con un mayor ratio Q adquieren las empresas con un ratio Q menor durante las *merger waves*. Por su parte, Maksimovic y Phillips (2001) usan el rendimiento de la mejora en las plantas de las compañías para respaldar la teoría neoclásica.

Desde el punto de vista de la liquidez de capital, Eisfeldt y Rampini (2006) demuestran que la variación de liquidez afecta enormemente el grado en el que se redistribuye el capital en la economía, mostrando además que la liquidez muestra patrones cíclicos. Harford (2005, p. 533) aclara que aunque no existe ningún trabajo que explícitamente estudie las valoraciones de mercado, en su opinión⁸ “las valoraciones de mercado altas reducen las restricciones de financiación, por lo que son un componente importante de la liquidez”. Análogamente, Shleifer y Vishny (1992) muestran que para que se de lugar a una transacción es necesario que los compradores tengan liquidez; de esta forma, desarrollan la hipótesis de que la razón por la que las *merger waves* siempre se generan durante booms bursátiles, es porque los aumentos en flujos de caja derivan a su vez en un aumento del valor fundamental de la empresa reduciendo sus limitaciones de financiación. Demostraciones empíricas por parte de Harford (1999) respaldan este argumento mostrando como las empresas que han acumulado grandes reservas de cash son más activas en los mercados de adquisiciones.

En resumidas cuentas, bajo la hipótesis neoclásica, una vez que los cambios tecnológicos, regulatorios o económicos impacta una industria, la reacción colectiva de las empresas de dentro y fuera de esa industria deriva en la reorganización de los activos por medio de fusiones y adquisiciones. Esta reorganización industrial se concentra en ciclos dado que los directivos reaccionan simultáneamente y compiten por la mejor combinación de activos. El argumento de la liquidez modifica la teoría neoclásica para predecir que sólo cuando haya suficiente liquidez se podrá reorganizar la industria. Por lo tanto, incluso si los *shocks* en la industria no se concentran en ciclos, las limitaciones

⁷ El ratio Q es uno de los métodos más populares para la estimación del valor “objetivo” de una empresa cotizada. Fue desarrollado por el premio Nobel James Tobin en 1977. Se calcula dividiendo el precio de mercado de la empresa entre el coste de replazamiento de todas sus compañías. Al nivel más básico, podemos utilizar este ratio para discernir si una compañía está sobrevalorada o infravalorada por el mercado; por ejemplo, si el precio de la empresa es superior a su coste de replazamiento, esto es el valor del ratio oscila entre 0 y 1, la empresa estará sobrevalorada, y viceversa (Investopedia, 2019d).

⁸ “Higher market valuations relax financing constraints, market valuations are an important component of capital liquidity”.

de liquidez provocan que las *merger waves* se concentre en ciclos provocando *merger waves* agregadas (Harford, 2005).

4.2.1.2. Hipótesis de la teoría del comportamiento.

Las explicaciones basadas en la teoría del comportamiento sugieren que las *merger waves* ocurren cuando, durante los mercados alcistas, los directivos de las empresas sobrevaloradas en bolsa usan la venta de sus propias acciones para financiar la compra de firmas cuyo valor de liquidación⁹ sea superior a su cotización en bolsa. Por lo que la sobrevaloración general o de ciertas industrias deriva en la agrupación¹⁰ de las *M&A* en ciclos (Golbe y White, 1988).

Dado que esta hipótesis se basa en el comportamiento racional del directivo licitante que aprovecha las ineficiencias del mercado para comprar empresas infravaloradas, es agrupada dentro de la teoría del comportamiento. Además, existen dos corrientes respecto a por qué el directivo de la empresa objetivo, *target*, actúa de forma irracional. Por una parte, Shleifer y Vishny (2003), indican los directivos de la empresa *target* aceptan la venta o fisión por su visión cortoplacista; mientras que Rhodes-Kropf y Viswanathan (2004) afirman que la razón por la que aceptan la fusión es porque sobrestiman los beneficios de la sinergia, luego por culpa de las asimetrías de información.

Jarrad Harford (2005)—el primer autor en contrastar ambas teorías entre sí de forma empírica y descriptiva— corrobora la hipótesis neoclásica añadiendo el rol de la liquidez. Así, determina que es la liquidez de capital lo que genera que las *merger waves* se agrupen en el tiempo a nivel de industria. Además, refuta la hipótesis basada en la teoría del comportamiento al indicar que la sobrevaloración de los activos no se deben a una ineficiencia del mercado sino al efecto inflacionario del exceso de liquidez.

En resumen, Harford apoya la hipótesis de que los *shocks* de carácter económico, regulatorio o tecnológico provocan las *merger waves* a nivel de industria. Sin embargo, incide que para que los *shocks* provoquen un ciclo de *M&A* es necesario que las empresas licitantes cuenten con suficiente liquidez.

⁹ Ratio de valor contable, *price-to-book ratio* en inglés.

¹⁰ Nótese que “agrupación” se está traduciendo del inglés *clustering* referido al término estadístico.

4.2.2. Análisis histórico.

A lo largo de la historia podemos destacar principalmente seis *merger waves*. Las cuatro primeras se desarrollaron únicamente en Estados Unidos, a partir de la quinta *ola* el fenómeno de las *merger waves* se extendió hacia Europa dando comienzo a las *cross-border M&A*. La sexta, y última *ola*, incluye también Asia, dando por concluida la expansión internacional de las *M&A*.

La primera *merger wave* tuvo lugar en Estados Unidos entre los años 1897 y 1904 y estuvo caracterizada por las *M&A* horizontales. Hasta la fecha, la mayoría de las industrias estaban atomizadas resultando en una ferviente competencia; sin embargo, la puesta en boga de las *M&A* derivó en una concentración de la industria en empresas mucho más grandes que rozaban el monopolio (Gaughan, 2013). Irónicamente, como señala Bittlingmayer (1985), la ley antimonopolio “*Sherman Act*” aprobada en 1890 fue la principal causante de esta restructuración de la industria ya que prohibía los cárteles favoreciendo el uso de *mergers* con motivo colusorio. Esta primera *ola*, terminó debido a la desaceleración de la economía a comienzos del siglo XX.

En la década de los años 20 –conocida como *los felices años 20* o *roaring twenties*– la economía boyante dio lugar a la segunda *merger wave* desde 1916 hasta 1929. Esta *ola* estuvo caracterizada por las *M&A* horizontales pero empezaron aparecer otras *M&A* de carácter vertical. El crac del 29 puso punto y final a esta segunda *ola*, provocando la conocida *Gran Depresión*, que junto a la absurda ¹¹ política antimonopolio estadounidense resultó en un período de baja actividad de *M&A* que se extendió hasta mediados de los años 50, cuando dio comienzo la siguiente gran *ola* (Gaughan, 2013).

La tercera *merger wave* tuvo lugar entre 1955 y 1973 y fue un periodo caracterizado por las *M&A* con carácter conglomerado debido, de nuevo, a la incesante persecutoria política antimonopolio estadounidense (Nouwen, 2011). El Departamento de Justicia Antimonopolio de Estados Unidos vetó numerosos acuerdos *M&A*, que a día de hoy

¹¹ Alan Greenspan (1967, pp. 70-71) criticó que “nadie sabrá nunca qué nuevos productos, procesos, máquinas y fusiones eficientes no pudieron existir por culpa del Sherman Act. Nadie podrá nunca poner precio al coste que hemos pagado por culpa de esta ley, que induce ineficiencias en el uso de capital y que ha mantenido nuestro nivel de vida por debajo de lo que hubiera sido posible”; “No one will ever know what new products, processes, machines, and cost-saving mergers failed to come into existence, killed by the Sherman Act before they were born. No one can ever compute the price that all of us have paid for that Act which, by inducing less effective use of capital, has kept our standard of living lower than would otherwise have been possible.”. Así mismo, definió la política antimonopolio estadounidense como “un batiburrillo de ignorancia económico irracional”; “a jumble of economic irrationality and ignorance”. Más adelante, dentro del epígrafe 4.4.1.3. enunciaremos nuestra propia crítica a la legislación.

hubieran sido aprobados de forma inmediata, argumentando que atentaban contra la libre competencia. Por esta razón, la compañías con tradición en *M&A* fueron forzadas a buscar acuerdos fuera de su industria para esquivar la persecución inquisitoria de los reguladores antimonopolio americanos. Si bien la década de los sesenta estuvo caracterizada por un crecimiento económico desenfrenado, la crisis del petróleo de 1973 finalizó esta tercera *ola* (Gaughan, 2013).

La cuarta *merger wave*, desarrollada durante los años 80¹², estuvo marcada por los excesos, los *leveraged buyouts* y las *OPAs* hostiles¹³. Hasta la llegada de los noventa, los años ochenta fueron el período de expansión económica más largo después de la Segunda Guerra Mundial, esto se reflejó en la aparición de megafusiones financiadas, en muchos casos, mediante bonos basura a través de *leveraged buyouts*¹⁴ (Sudarsanam, 2010). Además, se popularizaron las *OPAs* hostiles, hasta la fecha irrisorias. David J. Ravenscraft (1987) señala que los *corporate raiders* y sus prácticas de *asset stripping* fueron fruto de la moda de los conglomerados durante la tercera *merger wave*. Muchas compañías se dieron cuenta de que estaban atendiendo demasiadas líneas de negocio a la vez, consideraron que debían especializarse de nuevo en su actividad principal, por lo que era necesario un proceso de desinversión¹⁵ que aprovecharon los “asaltantes de compañías”¹⁶. Sudi Sudarsanam (2010) indica que durante esta ola las desinversiones supusieron una media del 37.67% de las transacciones realizadas. El crash bursatil ocurrido el viernes negro, 13 de octubre de 1989, dio comienzo a la recesión de principio de los noventa, poniendo fin a la cuarta *ola*.

¹² Los años ochenta, conocidos en la *cultura pop* como la *era yuppie*, son representados en el cine por la película de Oliver Stone, *Wall Street* (1987), en la que su personaje principal, Gordon Gekko, un reputado broker famoso por ser un *corporate raider*, realiza una *compra apalancada*¹² sobre una aerolínea para después liquidarla vendiéndola por partes.

¹³ Las *OPAs* hostiles serán desarrolladas en el punto 4.3.1. En breve, se tratan de la adquisición contra la voluntad de la dirección y/o administración de una compañía.

¹⁴ Las compras apalancadas, *leveraged buyout* o *LBO*, serán desarrolladas en el punto 4.3.2. En breve, se trata de la adquisición de una compañía mediante el uso de deuda utilizando como colateral los propios activos de la empresa adquirida.

¹⁵ Del inglés, *divestiture*, se trata de la venta parcial o tal de una o más líneas de negocio con el objetivo de especializarse en el negocio principal.

¹⁶ Del inglés, *corporate raider*. Se trata de una figura surgida en los años ochenta, cuyo máximo exponente es el inversor norteamericano Carl Icahn. Consiste en realizar una *OPA* hostil para transformar la compañía de cara a incrementar su valor. El término tiene una connotación negativa puesto que en la mayor parte de los casos se produce un *asset stripping* o liquidación de los activos. En otros, se implementa una política de austeridad en la que se producen despidos masivos y cierres de plantas/oficinas no rentables para reducir la deuda corporativa (Investopedia, 2019a).

La quinta *merger wave*, que tuvo lugar entre 1993 y 2000, fue fruto de la globalización. Las mejoras tecnológicas, lideradas por la aparición de internet, junto a la derrota del eje comunista y la consiguiente liberalización de sus economías estrecharon las diferencias mundiales convergiendo hacia un único mercado global. Desde el punto de vista teórico, coincidió con el auge de la teoría basada en los recursos que sostenía que las firmas debían buscar en el exterior nuevas recursos y capacidades que incrementasen sus ventajas competitivas. Por todo ello, la quinta *ola* supuso la expansión de las *M&A* a Europa y Asia, dando lugar al nacimiento de las *cross-border M&A*. El volumen de transacciones alcanzó dimensiones extraterráneas, en su pico, en el año 2000, se registraron *M&A* por el valor de 1,8 trillones¹⁷ de dólares, siendo su pico anterior, en el año 1989, 324 billones de dólares. Efectivamente, en el año 2000 la explosión de la burbuja tecnológica junto al posterior atentado sobre las torres gemelas pusieron punto y final a la conocida como “madre de todas las olas¹⁸” (Sudarsanam, 2010, p. 18).

Por último, la sexta *merger wave* comenzó poco después de la quinta debido a las políticas expansionistas de los principales bancos centrales liderados por la *Fed*. La “borrachera monetaria¹⁹” provocó una recuperación de la crisis de las *punocom* sin precedentes y dio comienzo al periodo de mayor crecimiento histórico. Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal Americana (*Fed*), fue enaltecido por aquellos a los que beneficiaba con sus tipos de interés bajos hasta el punto de considerar su política expansionista la quintaesencia de las políticas monetarias (Gaughan, 2013). Durante este periodo de bonanza las *M&A* continuaron el ritmo galopante que experimentaron durante la quinta *merger wave*, alcanzando su cenit en el año 2006, cuando se registraron transacciones por un valor superior a un trillón de dólares. El método de financiación predominante, en línea con la explicación neoclásica que se desarrollará en el punto 4.2.2.1. de Harford (2005) sobre liquidez, fue la deuda y el efectivo. Sin embargo, esta inyección de crédito descontrolada provocó la segunda peor recesión desde el crack del 29, la crisis de las *subprime* a mediados de 2007 (Alexandridis, Mavis, y Travlos, 2012).

En síntesis, podemos ver resumidas las seis olas descritas en el cuadro 4.1.

¹⁷ Para el uso de billones y trillones será utilizada la terminología americana; es decir, un billón 10^9 , un trillón 10^{12} .

¹⁸ “Mother of all waves”.

¹⁹ Término usado por el Profesor Jesús Huerta de Soto para describir los efectos nocivos que tienen las políticas expansionistas de los bancos centrales mediante la impresión de dinero y la consiguiente bajada de tipos de interés (Huerta de Soto, 2006, pág. X)

Cuadro 4.1. Resumen de las seis merger waves a lo largo de la historia

	1ª Ola	2ª Ola	3ª Ola	4ª Ola	5ª Ola	6ª Ola
Periodo	1897-1904	1910-1929	1955- 1975	1984- 1989	1993- 2000	2002-2008
Financiación predominante	Efectivo	Capital	Capital	Efectivo/ deuda	Capital	Efectivo/ deuda
Objetivo predominante	Creación de monopolios	Creación de oligopolios	Creación de conglomerados	Deshacer conglomerados	Internacionalizar la empresa	Crecimiento de la empresa
Naturaleza predominante	Amistosa	Amistosa	Amistosa	Hostil	Amistosa	Amistosa
Comienzo de la ola	Sherman Act	Felices años 20	Política antimonopolio persecutoria.	Desregulación financiera	Globalización	Política expansiva
Final de la ola	Primera Guerra Mundial	Crac del 29	Crisis del petróleo	Crac del 89	Fin burbuja puntocom y atentado 11-S	Crisis subprime

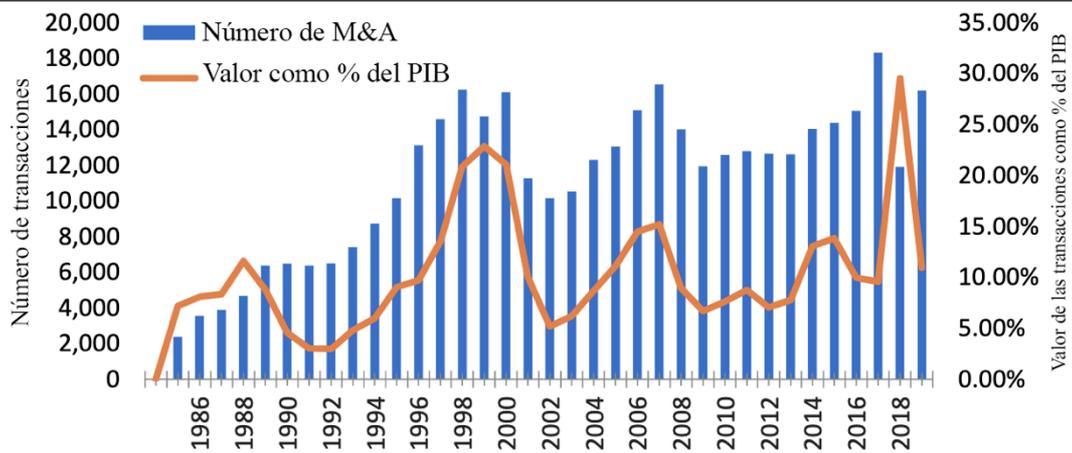
Elaboración propia. Fuente: Nouwen 2011 (pág. 7) y Gaughan, 2013 (págs. 18-19)

Dado el patrón cíclico de las *M&A*, cabe preguntarse cuáles son las consecuencias que las *merger waves* tienen sobre los acuerdos. El estudio de Duchin y Schmidt (2013) concluye que aquellas fusiones y adquisiciones iniciadas durante una *merger wave* tienden a presentar mayor nivel de incertidumbre y peores resultados debido a una inadecuada diligencia debida²⁰ que aquellas iniciadas fuera de la *merger wave*. Además, el estudio determina que los factores por los que fracasan las *M&A* iniciados durante la *merger wave* son principalmente dos. (1) El alto coste, debido a la alta demanda, de monitorización y auditoría externa; y (2) la presión de grupo que fuerza a los ejecutivos a “subirse a la ola” compartiendo la culpa o el éxito con sus homólogos.

4.2.3. Tendencias actuales.

Muchas son las voces que sugieren que estamos viviendo la séptima *merger wave* (Ching, 2019; Cordeiro, 2014; Green, 2016). Tras la crisis de 2008 la actividad de *M&A* se redujo drásticamente hasta 2014, cuando la actividad repuntó un 47%, respecto al año anterior, alcanzando un valor próximo al 15% del PIB mundial, recuperándose así las cifras de 2007. Los dos años siguientes estuvieron marcados por la incertidumbre política (elecciones americanas y referéndum Brexit) por lo que aunque el número de transacciones siguió en aumento pero el valor total respecto al PIB decreció (gráfico 4.1.). Finalmente, entre 2017 y 2018 se alcanzó un pico sin precedentes en la historia de las *M&A* con un valor de más del 30% del PIB mundial, probablemente debido a que las “mega fusiones” esperaron a una mayor estabilidad política.

²⁰ Del inglés *due diligence*, se trata de la investigación o auditoría previa a la realización de una posible inversión para cerciorarse de todos los aspectos económico financieros (Investopedia, 2019b).

Grafico 4.1. Evolución M&A a nivel mundial (1985-2019)

Elaboración propia. Fuente: Thomson One, 2019

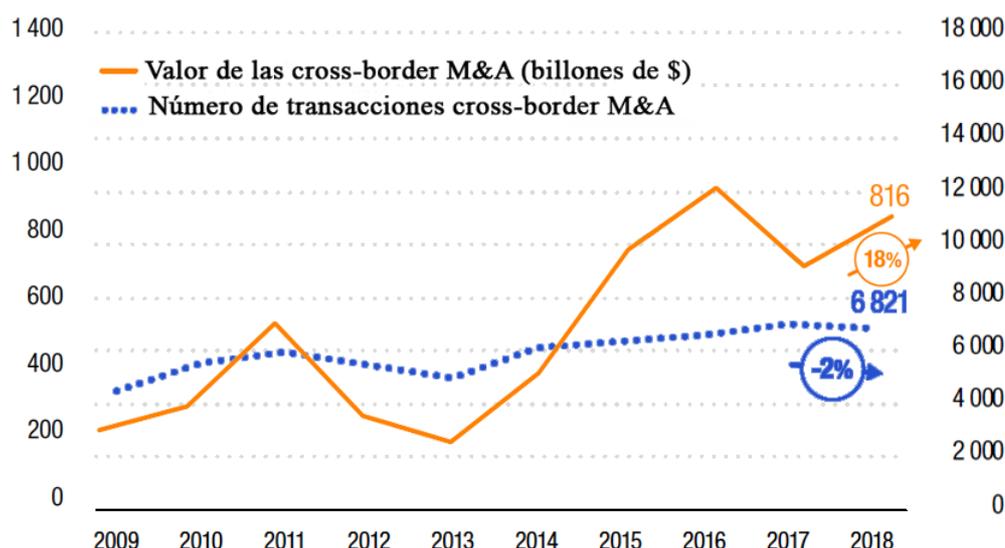
A nivel regional, durante estos años sigue liderando la región americana, con Estados Unidos al frente, alcanzando el 52,8%; sin embargo, tanto Europa como la región Asia-Pacífico siguen aumentando su actividad *M&A* alcanzando los 21,7% y 19,1% respectivamente (ver tabla 4.1.). Esta tendencia muestra la línea iniciado durante la quinta ola en la que el fenómeno de las fusiones y adquisiciones se expandió globalmente, y en la que Estados Unidos ve su peso reducido año tras año.

Tabla 4.1. M&A a nivel mundial por región (2014-2019)

País licitante	Volumen (billones de €)	Cuota de mercado (%)	Número de transacciones
Europa	277,71	21,7	5.952
Japón	47,97	3,7	935
Américas	676,03	52,8	5.865
Asia-Pacífico	244,19	19,1	3.915
África/Oriente medio/Asia Central	35,19	2,7	397
Total	1.281,10	100,0	17.064

Elaboración propia. Fuente: Thomson One, 2019

Desde un punto de vista transfronterizo, según la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, en 2018, la inversión extranjera directa (*FDI*) cayó un 13% debido principalmente a las repatriaciones de ganancias acumuladas en el extranjero por parte de empresas multinacionales (*MNE*) de Estados Unidos (UNCTAD, 2019). Estas repatriaciones se debieron a la reforma fiscal aprobada por la Administración Trump que aumentó la carga fiscal en las mencionadas ganancias acumuladas extranjeras, efectiva a finales de 2017 (Bartash, 2018). Con todo, a pesar del descenso en número de un 2%, las *cross-border M&A* crecieron un 18% (ver gráfico 4.2.).

Grafico 4.2. Evolución cross-border M&A a nivel mundial (2009-2018)

Elaboración propia. Fuente: UNCTAD, 2019 (pág. 8)

En Europa, las *cross-border M&A* se pueden analizar desde dos ángulos distintos, por una parte, aquellas en las que las empresas europeas son las empresas licitantes, tanto en Europa como en el exterior, y por otra aquella en la que las empresas europeas son objeto de una fusión o adquisición. En el presente análisis nos centraremos únicamente en las segundas dado el enfoque intraeuropeo del trabajo. Así, podemos observar como las fusiones y adquisiciones a nivel europeo están lideradas por empresas europeas con un 40,2%, sin embargo, sorprendentemente dada su baja actividad doméstica, le sigue Japón con un 35,9% de cuota de mercado. Por último, la región americana alcanza el 20,8% de *cross-border M&A* con Europa como objetivo.

Tabla 4.2. Cross-border M&A a nivel mundial con Europa como objetivo (2014-2019)

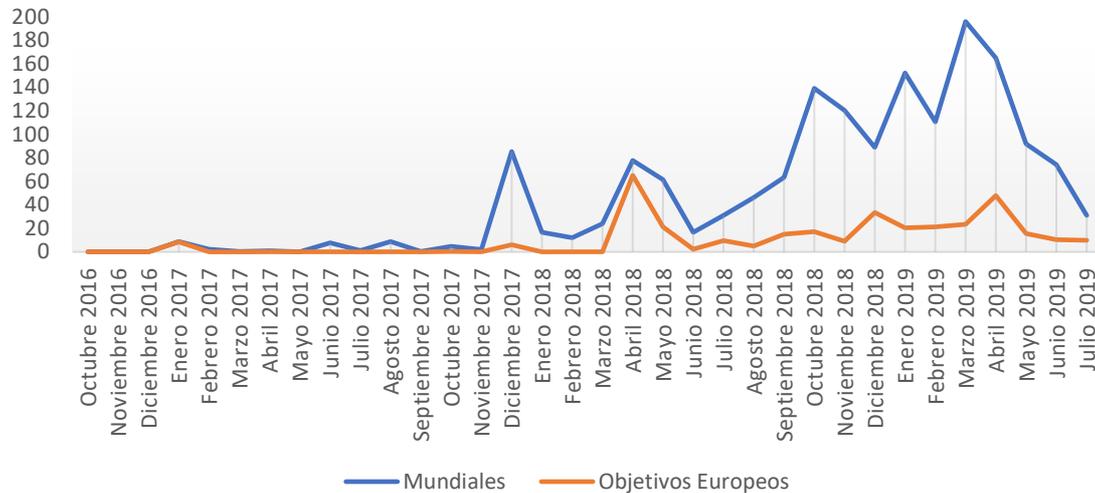
País licitante	Volumen (billones de €)	Cuota de mercado (%)	Número de transacciones
Europa	81,50	40,2	1807
Japón	72,91	35,9	43
Américas	42,26	20,8	501
Asia-Pacífico	4,94	2,4	124
África/Oriente medio/Asia Central	1,29	0,6	39
Total	202,91	100	2514

Elaboración propia. Fuente: Thomson One, 2019

El resurgimiento de las *cross-border M&A*, se retrasó tanto a nivel europeo como global hasta finales de 2017; sin embargo, desde entonces y hasta marzo de 2019 ha alcanzado cifras de récord, en línea con el volumen total de *M&A*. El declive experimentado desde entonces está ligado a los rumores de recesión y al desaceleramiento

general de la economía, aunque cabe tener en cuenta el carácter estacional, dado que generalmente durante los meses estivales decrece el volumen de transacciones.

Grafico 4.3. Evolución Transacciones M&A a nivel mundial vs Europa como objetivo (2016-2019) (billones de €)



Elaboración propia. Fuente: Thomson One, 2019

4.3. MODALIDADES.

Una fusión es “una combinación de dos corporaciones en la que sólo una de ellas sobrevive”, siendo ésta normalmente la compañía licitante. En ocasiones, cuando ambas compañías presentan un tamaño similar ambas compañías dejan de existir para crear una entidad totalmente nueva (Gaughan, 2013, p. 5)²¹. La mayoría de las M&A son transacciones amistosas en las que las dos compañías negocian los términos del acuerdo, además, en el caso de las empresas cotizadas este acuerdo es votado por la junta de accionistas. Sin embargo, no siempre tienen carácter amistoso. En el presente epígrafe se estudiarán las diferentes variaciones que pueden presentar los mecanismos de M&A.

4.3.1. Ofertas públicas de adquisición hostiles.

Las ofertas públicas de adquisición hostiles, en adelante *OPAs* hostiles, son definidas por Gaughan (2013, p. 6)²² como aquellas operaciones financieras por las que “se toma el control de una compañía contra la voluntad de su administración y/o dirección”. Cabe aclarar que el hecho de que la *OPA* atente contra la voluntad de su dirección no significa que lo haga contra el interés de los accionistas.

²¹ “A combination of two corporations in which only one corporation survives”.

²² “Taking control of a corporation against the will of its management and/or directors”.

Este tipo de operaciones se popularizaron en la década de los ochenta; sin embargo, en la actualidad ha disminuido el número de *OPAs* hostiles debido al alto coste que acarrear. Este alto coste proviene del hecho de que la empresa licitante termina pagando un *premium* más alto por la empresa objetivo dada la negativa de vender por parte de la dirección. Además, existen otros sobrecostes como el aumento de las tarifas por parte de los banqueros de inversión y los asesores legales.

Existen distintas alternativas para desarrollar una *OPA* hostil. Cuando la oferta de la compañía licitante es rechazada por la administración, tiene dos opciones: la primera, es hacer una oferta a la junta directiva, en lo que se conoce como *bear hug* –*abrazo del oso*. Se considera una táctica hostil pues se sobrentiende que si la junta no acepta la oferta, la empresa licitante procederá a la segunda opción; la *tender offer*, que consiste en realizar una oferta pública de adquisición sin el consentimiento de la administración ni la dirección para conseguir el accionariado minoritario. Otra alternativa menos común, es la *proxy fight* que consiste en que la empresa licitante use la democracia corporativa para unir votos en contra de la junta directiva para sustituirlos por directivos de su elección. En los años 2000, esta práctica fue popularizada por los *hedge fund* en lo que se conoce como activismo inversor (Gaughan, 2013).

A menudo, el orgullo desmedido de los directivos licitantes deriva en una adquisición demasiado cara que termina siendo la “maldición del ganador²³” (Bazerman y Samuelson, 1983, p. 1). Esto es, en caso de pagar más de lo que vale la compañía adquirida y no conseguir beneficios por la absorción, puede derivar en la bancarrota de la empresa licitante (Athanas, 2000).

4.3.1.1. Defensas ante una *OPA* hostil.

La popularización de las *OPAs* hostiles en los años ochenta derivó a su vez en el desarrollo de métodos sofisticados de defensa. Cuarenta años después, se ha asentado una legislación y jurisprudencia sólida que permite discernir la legalidad de estos métodos de defensa. Podemos distinguir principalmente entre dos tipos de estrategia: las técnicas de defensa preventivas y las técnicas de defensa activa.

A. Técnicas de defensa preventivas.

Éstas se producen cuando los directivos creen que su autonomía puede ser vulnerada debido al bajo precio en bolsa de la empresa, la persistencia de desventajas competitivas,

²³ “Winner’s curse”.

el cambio de condiciones de mercado, o por otras exigencias financieras (Pearce y Robinson, 2004).

La práctica más conocida, la *pastilla de veneno*²⁴, consiste en que la junta directiva o la administración emita derechos de compra –una especie de *warrants*– a un precio específico –normalmente la mitad– dadas unas circunstancias excepcionales. De esta forma, la empresa objetivo provoca que el precio de la *OPA* sea muy caro, ya que si la empresa licitante hubiera de comprar la totalidad de las acciones emitidas tendría que venderlas de vuelta al precio especificado. Como esta práctica hace que la *OPA* alcance un precio prohibitivo, a menudo las empresas licitantes negocian un mayor *premium* con el equipo directivo a cambio de derogar los derechos (Gaughan, 2013). Un ejemplo de esta técnica puede encontrarse en 2012, cuando Netflix emitió un derecho de compra sobre acciones preferentes de nueva emisión, por cada acción emitida, a un precio muy reducido en caso de que una persona o grupo adquiriese un 10% de la compañía. Así, evitaron que el inversor activista Carl Icahn incrementase su cuota accionarial (Savitz, 2015).

Otras medidas destacadas son las enmiendas de los estatutos sociales. Por ejemplo, instaurar una política de elección que sólo permita elegir un tercio de la junta directiva en cada periodo; requerir una mayoría reforzada para adoptar ciertas medidas; emitir acciones con diferentes derechos de voto... (Pearce y Robinson, 2004)

Por último, cabe mencionar los “paracaídas dorados”, *golden parachutes*, que son retribuciones salariales, normalmente en forma de grandes pagos, distribuidos entre el equipo directivo en caso de que se produzca la adquisición de un porcentaje determinado –según Lambert y Larcker (1985) una media de 26,6%. Si bien, su función es alinear los intereses de los directivos y los accionistas en torno a la defensa de la autonomía de la compañía, esto no significa que alinee los intereses de ambos en torno a la creación de riqueza. Un estudio de Walkling y Long (1984) pone de manifiesto que cuando las *OPAs* implican la probable sustitución del equipo directivo, éstos son mucho más propensos a openerse a la *OPA*, incluso cuando suponga un incremento en el beneficio de los accionistas.

²⁴ Del inglés *poison pill* también conocida como *shareholders' rights plans* (Gaughan, 2013, p. 9).

B. Técnicas de defensa activas.

Son aquellas prácticas que se implementan una vez la empresa es conocedora de la existencia de una *OPA* hostil. En general, son mucho menos efectivas que las medidas preventivas, sin embargo, tienen su razón de ser. Muchas empresas consideran que la toma de medidas para prevenir *OPAs per se* puede atentar contra el interés de los accionistas. Afortunadamente, existen opciones de defensa viables²⁵ tales como pleitos, *greenmail*, *standstill agreements* y cambios en la estructura del capital.

El uso de pleitos más que una medida disuasoria se trata de una medida moratoria, esto es una práctica para “comprar tiempo” de cara a preparar la estrategia defensiva ante la *OPA*. Los dos motivos de denuncia principales son la violación de la Ley de competencia, la falta de transparencia.

La técnica *greenmail*, cuyo origen etimológico proviene de extorsión, *blackmail*, consiste en recomprar la cuota accionarial recientemente adquirida por la empresa licitante por su precio original en adición de una prima. Además, normalmente la empresa que ha iniciado el ataque se compromete por escrito a no volver a realizar una *OPA* sobre la empresa en cuestión. Es considerada una extorsión porque caracteriza aquellas empresas que buscando un beneficio a corto plazo realizan una *OPA* hostil con la mera intención de obtener la prima de readquisición (Pearce y Robinson, 2004). En Estados Unidos, para evitar estas malas praxis, se promulgó una reforma fiscal en 1986 que grava un 50% el beneficio obtenido al usar la técnica *greenmail* (Granata y Klein, 2014). El efecto de esta técnica sobre el beneficio de los accionistas es generalmente, pero no necesariamente, negativo. Así, Bradley y Wakeman (1983) encontraron bajadas en el precio por acción, mientras que Mikkelson (1991) observó que cuando el ataque era neutralizado las empresas subían una media de un 7% en bolsa. No obstante, la investigación de Giammarino, Heinkel y Hollifield (1997) concluyó –siendo a día de hoy la tesis prevalente– que si bien la neutralización de una *OPA* hostil por medio de un pago

²⁵ Existen otras tres técnicas de defensa activa que han sido omitidas debido a su irrelevancia actual. (1) El *caballero blanco* consiste en que la empresa objetivo ofrezca su adquisición por parte de una compañía amiga en términos más favorables que la empresa que inicia la *OPA* hostil. Un estudio de Cathy M. Niden (1993) encontró que debido al conflicto de interés que suponía para los accionistas, esta praxis es prácticamente inexistente. (2) El *white squire*, o *señor blanco*, consiste en que la empresa objetivo pida a un inversor o empresa amiga la compra de un bloque accionarial suficiente para bloquear la compra hostil, con la condición de recomprárselo más tarde a cambio de un *premium*. El problema es que este *premium* puede ser sujeto al gravamen de la penalización del 50% por ser considerado *greenmail* en EEUU. (3) Por último, la defensa *Pac-Man* consiste en que la empresa objetivo “de la vuelta a la sartén” ejecutando una *OPA* hostil sobre la empresa licitante que comenzó la *OPA* hostil sobre ella. Debido a su dificultad, apenas es utilizada (Pearce y Robinson, 2004).

greenmail supone un beneficio a largo plazo, a corto plazo resulta en una pérdida de valor bursátil debido al alto coste que supone. Sin embargo, el estudio afirma que si los pagos *greenmail* son combinados con técnicas de defensa *ex ante* como las *pastillas de veneno*, sí que pueden ser técnicas altamente efectivas.

Un *standstill agreement* consiste en un contrato entre dos partes en las que la empresa licitante acuerda no adquirir más cuota accionarial durante un periodo determinado a cambio del pago de una prima. Estos acuerdos normalmente incluyen una cláusula que permite vetar la venta de la cuota accionarial por parte de la empresa de licitante con el fin de evitar la entrada de una nueva empresa licitante exenta del *standstill agreement* (Pearce y Robinson, 2004). Patrick Gaughan (2017) encontró que como resultado de estos acuerdos, que normalmente significan el cese de la *OPA*, el precio por acción de la empresa objetivo suele regresar a los valores anteriores al probable incremento producido al anunciarse la intención de *OPA*.

Por último, entre los cambios en la estructura del capital encontramos principalmente cuatro opciones: (1) Efectuar una *recapitalización*, es decir, proceder al pago de un superdividendo, financiado generalmente mediante deuda, que elimina el atractivo de la empresa al convertir la mayor parte del capital de su balance en deuda. Además, “compra” la voluntad de sus accionistas al realizar un pago superior a la prima que fueran a recibir por parte de la empresa licitante. El equipo directivo suele utilizar esta técnica para además incrementar el control sobre la firma mediante la emisión de acciones preferentes en un programa de propiedad participada²⁶ que aumente la cuota accionarial controlada por intereses afines (Pearce y Robinson, 2004); (2) Incrementar la deuda, otros directivos pueden considerar que el reparto de un superdividendo va en contra de los intereses de la compañía, y que lo más efectivo es simplemente añadir deuda al balance –normalmente esto sucede en compañías con un *ratio de solvencia* alto. El método más común es la emisión de bonos; sin embargo, esta estrategia es lenta ya que requiere la aprobación por parte del regulador. (3) Ampliar el capital mediante la emisión de nuevas acciones, de este modo se diluye el valor de las acciones, reduciendo el control de la empresa licitante pero también el propio. La ventaja es que el cambio de estructura del capital consiste en mantener la deuda y aumentar el patrimonio neto, forzando a la empresa licitante a

²⁶ Del inglés, *employee stock ownership plan (ESOP)*. Se trata de una estrategia de finanzas corporativas cuyo objetivo es alinear los intereses de los trabajadores con el de los accionistas. Generalmente, se realiza mediante la remuneración salarial en forma de acciones u opciones. Estas acciones u opciones de compra son financiadas mediante la emisión de nuevas acciones, la venta de acciones propias de la empresa o la compra de acciones en mercado con fondos propios (Investopedia, 2019c).

adquirir mucha más cuota accionarial para hacerse con el control. No obstante, se debe actuar con cuidado al implementar esta técnica ya que permite a la empresa licitante comprar las acciones libremente en el mercado. Por ello, en ocasiones se utiliza el ya mencionado *caballero blanco* en el que una empresa amiga participa en la ampliación de capital; otras veces, la ampliación de capital se realiza mediante la emisión de un programa de propiedad participada. Por último, (4) recomprar acciones para aumentar la cuota accionarial limitando las acciones disponibles en mercado. Este método requiere que la compañía tenga un *ratio de apalancamiento* alto, ya que deberá financiar la recompra de acciones con sus propios recursos o mediante la emisión de deuda. El caso más extremo de esta técnica es la *OPA* de exclusión, en la que la firma recompra la totalidad de las acciones emitidas para dejar de ser una empresa cotizada (Pearce y Robinson, 2004).

Cuadro 4.2. Estrategias de defensa ante una OPA

Técnica de defensa	Categoría	Popularidad	Efectividad como defensa	Efecto sobre los accionistas
Pastillas de veneno	Preventiva	Alta	Alta	Positivo
Enmiendas en los estatutos sociales	Preventiva	Media	Muy baja	Negativo
Paracaídas dorados	Preventiva	Media	Baja	Irrelevante
Pleitos legales	Activa	Media	Baja	Positivo
Greenmail	Activa	Muy baja	Media	Negativo
Standstill agreements	Activa	Baja	Baja	Negativo

Elaboración propia. Fuente: Pearce y Robinson (2004, pág. 22.)

4.3.2. Leveraged buyouts (LBO).

Una compra apalancada, o *leveraged buyout (LBO)*²⁷, consiste en la adquisición de una compañía usando principalmente deuda para su financiación y los activos de la compañía adquirida como colateral. Generalmente, se trata de una *OPA* de exclusión en las que la compañía adquirida deja de ser cotizada.

Precisamente el alto nivel de apalancamiento financiero de estas transacciones supone su principal riesgo. Para lidiar con él, las empresas adquirientes cuentan principalmente con dos estrategias: por una parte, reducir la deuda con la venta de activos e incluso líneas de negocio; y por otra, rediseñar la estructura de costes incrementando la eficiencia para satisfacer la deuda con el aumento de márgenes. Además, una práctica habitual son las

²⁷ En adelante se utilizará el término *LBO* para referirse a la compras apalancadas por ser el acrónimo más extendido en la industria.

conocidas *reverse LBO*, compras apalancadas inversas, que consisten en sacar a bolsa estas empresas una vez hayan sido transformadas y mejoradas.

Debido al alto coste de los bancos está mecanismo de *M&A* no es común dentro del sector bancario.

4.3.3. Restructuraciones.

Las fusiones y adquisiciones son la forma de restructuración corporativa más popular; sin embargo, existen muchas otras. Entre ellas destacan dos: las *ventas*²⁸ de parte de la empresa a otra compañía y los procesos de *quiebra* o bancarrota.

Las *ventas* de parte de la empresa a otra compañía son las operaciones antagónicas a las *M&A*, para que una empresa adquiera otra tiene que vender. Existen principalmente tres modalidades. (1) La *desinversión*²⁹, cuando una compañía simplemente vende parte de sí misma a otra empresa; (2) las *spin-off*, cuando una compañía escinde parte de sí misma en una compañía independiente. La empresa matriz sigue poseyendo la compañía derivada pero constituyen dos personas jurídicas independientes; (3) las *equity carve-out*, del mismo modo que las *spin-off*, consisten en la escisión de una, o más, líneas de negocio de la matriz, pero esta vez se ofrecen al público sacándolas a bolsa.

Los procesos de *quiebra*³⁰, conocidos en España como procedimientos concursales, son restructuraciones de la estructura de capital que garanticen el cobro por parte de los acreedores. La legislación al respecto dista mucho entre los distintos países. En Estados Unidos, el capítulo 11 del “*U.S. Bankruptcy Code*” permite a las compañías recibir protección de los acreedores para realizar un plan de restructuración que asegure la viabilidad de la empresa y el cobro por parte de los acreedores. Este plan muchas veces incluye la conversión de los bonos a acciones, de modo que la deuda pasa a ser capital; la liquidación de activos, incluso líneas de negocio, que influya efectivo con el que reducir la deuda que lo ha llevado a la quiebra (Gaughan, 2013). Otras legislaciones como la española, son más restrictivas con el deudor. Ampliar descripción de la legislación española. Los procesos de quiebra son oportunidades únicas para adquirir empresas o parte de empresas a bajo precio, muchas veces se trata de compañías de alto valor que se encuentran en bancarrota debido al alto nivel de apalancamiento, entre ellas muchas *LBO*.

²⁸ Del inglés *sell-off*.

²⁹ Del inglés *divestiture*.

4.4. OBJETIVOS ESTRATÉGICOS.

El objetivo de las fusiones y adquisiciones, normalmente, consiste en aumentar las ganancias reduciendo costes, gracias a las economías de escala, e incrementando los ingresos, gracias al aumento de poder de mercado (Kiyamaz, 2004).

Nguyen, Yung y Sun (2012) determinaron que las fusiones y adquisiciones pueden estar justificadas por:

1. *Market Timing*³¹. Las fusiones y adquisiciones ocurren porque la empresa licitante cree que está aprovechándose de una valoración incorrecta del mercado (ver hipótesis de la teoría del comportamiento epígrafe 4.2.1.2.)
2. *Respuesta a un cambio en la industria*. Las fusiones y adquisiciones ocurren porque es necesaria una reestructuración de la empresa debido a un cambio importante en la industria (ver hipótesis neoclásica epígrafe 4.2.1.1.)
3. *Conflicto de agencia*. Las fusiones y adquisiciones ocurren porque suponen un aumento en el salario de los directivos en detrimento de los accionistas.
4. *Valoración equivocada*. Las fusiones y adquisiciones ocurren porque los directivos sobrevaloran los beneficios provenientes de las posibles sinergias y pagan demasiado por la empresa objetivo (ver página 22).
5. *Motivos de sinergia*. Las fusiones y adquisiciones ocurren debido a los beneficios que generarán las sinergias entre ambas compañías.

Además, podemos distinguir las *M&A* según la relación que tengan las empresas entre sí entre tres grupos, cada uno con un objetivo estratégico diferente: fusiones horizontales, entre competidores; fusiones verticales, entre proveedor y cliente; y fusiones conglomeradas, entre compañías que no tienen ninguna relación entre sí. Sin embargo, en la práctica, ninguna *M&A* encaja perfectamente en estas amplias categorías sino que ha de incluirse otros objetivos o motivaciones, a menudo arbitrarias (Meeks, 2016). Sin embargo, debido a la eminente predominancia de las fusiones horizontales (ver anexo 3) este punto se centrará solamente en ellas.

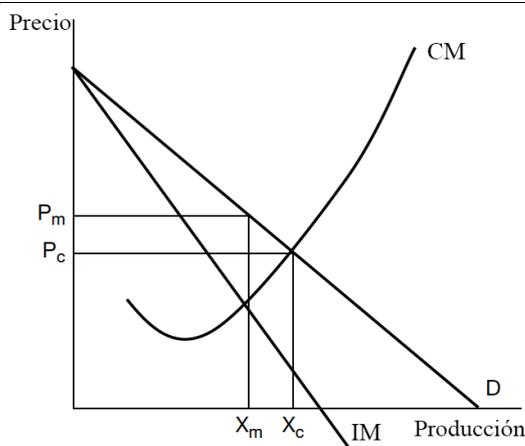
³¹ Término inglés definido como el conjunto de métodos utilizados por los inversores para comprar o vender acciones especulando con su precio futuro. En este contexto se refiere al momento en el que el directivo de la empresa licitante considera que el precio de la empresa objetivo está infravalorada.

4.4.1. Integración Horizontal.

La integración horizontal consiste en las combinaciones entre competidores, es decir, consiste en comprar o fusionar empresas rivales. Las principales motivaciones para perseguir una integración horizontal son ganar ventaja competitiva y aumentar la cuota de mercado en busca de economías de escala. Gracias a este proceso emergen las empresas líderes del sector que una vez alcanzan los suficientes recursos y márgenes a nivel doméstico salen al exterior adquiriendo competidores extranjeros.

4.4.1.1. Lógica económica.

Figura 4.1. Costes marginales y demanda en un mercado competitivo vs un mercado monopolístico.



Traducido de: Gaughan (2013)

P_m precio monopolio, P_c precio competición, X_m producción monopolio, P_c producción competencia
IM Ingresos Marginales, CM Coste Marginal

Desde el punto de vista económico, el objetivo de la integración horizontal es la consecución de poder de mercado, esto es, la capacidad de aumentar los precios por encima de los costes marginales. Según la teoría microeconómica clásica, en un mercado perfecto los proveedores son precio-aceptantes, tendiendo a igualarse el precio con el coste marginal. Esto genera la llamada *rentabilidad normalizada*³², que cubre los costes de oportunidad pero no genera ningún beneficio económico. De ahí,

que desde el punto de vista económico sea racional concentrarse en busca de poder de mercado que permita subir los precios. El gráfico 5.1. ilustra los beneficios empresariales de monopolizar el mercado en comparación de un mercado de competencia perfecta. En situación de monopolio, la empresa vende a precio (P_m), siendo éste considerablemente mayor al coste marginal; mientras que en un mercado competitivo el precio (P_c) iguala al coste marginal, produciendo un beneficio económico nulo.

4.4.1.2. Estudios empíricos.

A pesar de haber sido una cuestión de estudio fundamental en el campo económico durante las últimas décadas, no existen pruebas que muestren con clarividencia el incremento de poder monopolístico a través de integraciones horizontales.

³² Del inglés, *normal return*.

En 1983 se publicaron los dos ensayos más importantes hasta la fecha. Por una parte, Robert Stillman (1983) examinó la rentabilidad bursatil de once empresas que atravesaron procesos de fusiones horizontales entre 1964 y 1972, bajo la presunción de que un aumento del poder de mercado debería verse reflejado en un incremento del precio por acción en la industria dado que todas las empresas se verían beneficiadas del aumento de precio. Stillman concluyó que sólo dos de las once empresas estudiadas mostraban un incremento del poder de mercado. Por otra parte, B. Epsen Eckbo (1983) estudió 259 acuerdos *M&A*, tanto de integración horizontal como de integración vertical, bajo la presunción de que aquellas empresas cuyos acuerdos fueran investigados por la agencia antimonopolio estadounidense deberían ver reducido su precio en bolsa debido a la efectiva existencia de prácticas colusorias. Eckbo, análogamente con Stillman, concluyó que no existen pruebas que fundamenten la relación entre aumento de poder de mercado y fusiones horizontales. Además, añadió que los posibles beneficios derivados de la fusión no se deben a tal supuesto de poder sino al incremento de eficiencias.

Más adelante, Lars A. Stole y Jeffrey Zwiebel (1996) junto a C. Edward Fee y Shawn Thomas (2004) encontraron que si bien no existía un claro aumento de poder de mercado derivado de las fusiones horizontales respecto a los clientes sí aumenta el poder negociador con los proveedores. Ambos estudios analizaron análogamente el comportamiento en bolsa de proveedores afectados por fusiones horizontales entre sus clientes y comprobaron como éstos tendían a bajar en bolsa a medio y largo plazo.

4.4.1.3. Legislación relativa.

Por definición, las fusiones entre competidores devienen en un incremento de la concentración industrial. La relación entre la concentración industrial y las prácticas colusorias son la base sobre la que se sustenta la teoría del oligopolio de George J. Stigler (1964). Además, los modelos de Cournot-Nash muestran como crece el precio de equilibrio ante una reducción del número de empresas en un mercado (Nash, 1951). Por ello, las naciones han desarrollado un cuerpo legislativo que evite la naturaleza colusoria de las fusiones horizontales.

En la Unión Europea el ordenamiento jurídico en materia de defensa de la competencia está articulado entorno al TFUE (UE, 2012) y al Reglamento CE 139/2004 (UE, 2004). Así, encontramos tres soluciones legislativas que afectan las fusiones horizontales:

- 1) La prohibición de acuerdos y prácticas concentradas entre empresas que falseen o restrinjan la competencia, regulada en el artículo 101 del TFUE. Entre las conductas

sancionadas destacan la fijación de precios, la limitación de producción y el reparto de mercados.

- 2) La prohibición de la explotación abusiva por parte de una posición dominante, regulada en el artículo 102 del TFUE.
- 3) El control de las concentraciones entre empresas, regulado por el Reglamento CE 139/2004 del Consejo, que aspira a un control efectivo de todas las concentraciones entre empresas que puedan obstaculizar la competencia efectiva, en el mercado común o en una parte sustancial de este, sobre todo cuando se haya producido por la creación o refuerzo de una posición dominante (Esplugues Mota, Palao Moreno, Espinosa Calabuig, Fernández Masiá y Garín Alemany, 2016).

Sin embargo, muchas son las voces que critican el carácter “cuasi-inquisitorial” de la sedicente “defensa de la competencia”. Estas críticas se centran principalmente en el carácter *ex lege*³³ de los monopolios. Así, atendiendo a la definición de monopolio enunciada por, el celeberrimo jurista inglés, Sir Edward Coke³⁴:

Un monopolio es un otorgamiento o concesión del rey a una persona o institución corporativa para la compra, venta, fabricación, manipulación o utilización exclusiva de un bien, por la que se restringe la libertad previa de otras personas y se les obstaculiza en su comercio legal. (Malament, 1967, p. 1351)

Partiendo de esta base y tomando como referencia los estudios empíricos citados en el apartado anterior, es imposible que en el ejercicio del libre mercado se realicen prácticas que atenten contra la libre competencia. Para ilustrar, (1) la prohibición de fijación de precios se antoja absurda, pues todos los precios resultan de la conjunción de voluntades entre oferentes y demandantes. Salvo que el Estado imponga, con carácter *ex lege*, limitaciones sobre los precios como ocurre con los alquileres de vivienda; (2) la prohibición de limitar o controlar la producción, ningún tribunal tiene capacidad objetiva para decidir qué producción es óptima para el mercado; sin embargo, el Estado sí impone cuotas de producción, como ocurre con la Política Agraria Común; (3) la prohibición de repartirse los mercados, es sumamente difícil que dos empresas que compiten entre ellas

³³ Locución latina, literalmente “per lege”, se utiliza en lugar de la expresión “en ejecución directa de una norma” (Garzanti Linguista, 2019). En este caso, hace referencia a que un monopolio sólo puede existir por intervención del Estado, esto es, por ejecución directa de una concesión.

³⁴ “An institution or allowance by the King and explicitly reserved to Parliament the right to grant exclusive privileges to any person or persons, bodies politic or corporate whatsoever, of or for the sole buying, selling, making, or using of anything within this realm.”

pacten una repartición, pues como desarrolla John Nash en su Teoría de Juegos (Nash, 1951) el interés egoísta de cada uno llevará a romper tal acuerdo; (4) la prohibición de la explotación abusiva por parte de una posición dominante resulta absurda en tanto que responde a criterios subjetivos que conducen a situaciones delirantes como el intento por parte del Tribunal de la Competencia de Estados Unidos de dividir Microsoft en dos entidades (Armentano, 1990); por último, en relación directa con las fusiones horizontales, (5) la prohibición de concentraciones que puedan restringir la competencia efectiva. Esta práctica no sólo carece de sentido económico como se ha demostrado anteriormente, sino que además, como indica Pedro Schwartz (2015), atenta contra el principio de libertad de empresa y genera que las fusiones frustradas se conviertan en cárteles secretos. La concentración, bien sea mediante fusión o mediante asociación en el caso de los cárteles, no es perjudicial para la competencia siempre que se realice de forma pública

5. FUSIONES Y ADQUISICIONES TRANSFRONTERIZAS EN EL SECTOR BANCARIO EUROPEO: ANÁLISIS DE LA CONCENTRACIÓN BANCARIA

Las economías desarrolladas han presenciado un alto número de fusiones y adquisiciones, tanto a nivel doméstico como transfronterizo, en el sector bancario. Esta tendencia ha sido en respuesta a la desregulación, los avances tecnológicos, y la globalización de la actividad económica no financieras (Berger, Clarke, Cull, Klapper, y Udell, 2005).

En concreto, la Unión Europea (UE), desde su fundación, ha adoptado una serie de medidas hacia la creación de una unión financiera: aprobación de la licencia única bancaria en 1989, establecimiento de la Unión Económica y Monetaria en 1999, creación del Mecanismo Único de Supervisión en 2014... Imitando así, el éxito de la desregulación en materia de concentraciones interestatales que llevó a la consolidación bancaria en Estados Unidos (Stiroh y Strahan, 2003).

El presente capítulo tiene por objeto analizar la consolidación bancaria transfronteriza en Europa fijándonos en las características del sector, la evolución de las fusiones y adquisiciones transfronterizas y los factores determinantes para la consolidación.

5.1. CARACTERÍSTICAS DEL SECTOR.

El sector bancario europeo, por total de activos, representa un 150.68% del PIB de la Unión Europea (European Central Bank, 2019b), más que ningún otro sector. En julio de 2019 existían 6.877 Instituciones Financieras Monetarias (*MFI*³⁵, en inglés) en la Unión Europea, de las cuales el 76.52% pertenecían a países de la Eurozona. Así, Alemania y Francia por sí solas aglutinan casi un 43% de las *MFI* de la eurozona. En la tabla 5.1. se puede apreciar el fortísimo impacto que ha tenido la crisis de 2008 sobre la industria financiera, Francia y Luxemburgo vieron su número de *MFI* reducido casi a la mitad, otras economías como la chipriota o la holandesa sufrieron una corrección próxima al 70%; en general, la eurozona cayó de media un 33,6% a excepción de Irlanda que precisamente aumentó sus *MFI* un 29.5% (European Central Bank, 2008a, 2019a). Además, durante este periodo se perdieron 664.830 empleos en el sector bancario, un 19,57%, hasta los 1.67 millones de trabajadores (European Central Bank, 2019b); el valor

³⁵ Del inglés, *Monetary Finance Institution*.

total de los activos de los bancos de la euro-zona tocaron pico en 2012 alrededor del 340% del PIB y desde entonces han caído hasta el 280% del PIB (Nouy, 2017).

La mayoría de las *MFI*s son instituciones de crédito³⁶ (el 88,38%), mientras que el resto son fondos de renta fija (7,52%) y otras instituciones (3,68%); el 0,42% restante pertenece a los bancos centrales de cada país, que por sintetizar se han omitido de la tabla 5.1. Sin embargo, la distribución no es constante en todos los países. Por ejemplo, Francia, Irlanda y Luxemburgo tienen una proporción de renta fija muy superior a la media (20,21%, 25,98% y 52,04%); mientras que otros países, Austria, Chipre, Polonia, Rumanía, República Checa o Bulgaria, ni siquiera tienen. Además, el apartado de otras instituciones está prácticamente colmado por Francia representando un 50,64% de la eurozona y un 47,04% de la Unión Europea al completo.

Tabla 5.1. Número de Instituciones Financieras Monetarias en Europa, Julio 2019

País	Instituciones de crédito	Fondos de renta fija	Otras instituciones	Porcentaje Total	Total	Variación respecto a 2008
Alemania	1.567	11	11	23,12%	1.590	-24,14%
Francia	405	133	119	9,57%	658	-50,67%
Austria	540	0	2	7,90%	543	-34,26%
Italia	492	3	7	7,31%	503	-41,17%
Irlanda	320	119	8	6,51%	448	29,48%
Luxemburgo	131	153	9	4,28%	294	-52,81%
España	199	2	50	3,66%	252	-45,45%
Finlandia	249	2	0	3,66%	252	-36,20%
Portugal	151	3	0	2,25%	155	-13,41%
Países Bajos	93	13	5	1,63%	112	-67,16%
Bélgica	85	7	6	1,44%	99	-19,51%
Grecia	35	13	2	0,74%	51	-44,57%
Chipre	31	0	14	0,67%	46	-76,04%
Malta	24	1	0	0,38%	26	-7,14%
Eslovenia	17	3	0	0,31%	21	-32,26%
Total Euro Zona	4.544	463	235	76,52%	5.262	-33,59%
Polonia	636	0	0	9,26%	637	-11,40%
Reino Unido	401	42	9	6,59%	453	6,59%
Suecia	158	1	5	2,40%	165	-29,79%
Dinamarca	98	2	2	1,50%	103	-46,35%
Rumania	74	0	2	1,12%	77	48,08%
Hungría	58	8	0	0,97%	67	-72,20%
República Checa	58	0	0	0,86%	59	-10,61%
Bulgaria	26	0	0	0,39%	27	-18,18%
Croacia	25	1	0	0,39%	27	-18,18%
Total No Euro Zona	1.534	54	18	23,48%	1.615	-19,09%
Total UE	6.078	517	253	100%	6.877	-30,67%

Elaboración propia. Fuente: European Central Bank (2008a, 2019a)

³⁶ El Banco Central Europeo las define como cualquier institución que caiga bajo la definición contenida en la Directivas de Coordinación Bancaria 2000/12/EC y 2000/28/EC, “ una empresa cuyo negocio consiste en recibir depósitos u otros fondos repagables de parte del público y conceder créditos de sus propias cuentas” (Fiordelisi, 2009, p. 176).

La reducción del número de instituciones de crédito desde 2008, continuando la tendencia iniciada en los años 2000 (Fiordelisi, 2009), ha incrementado la concentración bancaria³⁷, en un 10,99% desde los 0,1119 sobre 1 de 2008 a los 0.1229 en 2018 (ver tabla 5.2.) A nivel de países, se observa una mayor concentración entre aquellos de menor tamaño (Por ejemplo, Estonia, Finlandia, Chipre, Grecia, Lituania...) acercándose al 0,25 sobre 1, a excepción de Austria (que tiene un sistema de cooperativas bancarias muy fuerte) y Luxemburgo (debido a los numerosos bancos extranjeros); mientras que, en general, los países de mayor tamaño tienen un sistema bancario mucho más atomizado, siendo Alemania, Reino Unido, Italia, Irlanda y Francia los menos concentrados con una media de 0.0406 sobre 1 (ver anexo 1).

Tabla 5.2. Indicadores estructurales de las instituciones crediticias en Europa

Año	Número de empleados	Número de oficinas	Total activos	Concentración del sector
2007	3.315.470	233.801	3.809.593	0.11080
2008	3.331.367	238.022	3,322,011	0.11199
2009	2.751.008	232.894	3.039.649	0.11023
2010	2.700.806	231.161	2.790.310	0.10989
2011	3.092.763	223.136	2.702.799	0.10956
2012	3.027.325	217.831	2.741.892	0.10566
2013	2.963.284	211.084	2.288.383	0.11289
2014	2.888.258	203.563	2.414.940	0.11504
2015	2.851.006	187.916	2.500.955	0.11490
2016	2.801.210	179.318	2.547.151	0.11222
2017	2.738.527	173.059	2.705.678	0.11452
2018	2.666.537	162.857	2.579.684	0.12297
Variación	-19,57%	-30,34%	-17,25%	10,99%

Elaboración propia. Fuente: European Central Bank (2011, 2016, 2019b)

Dentro de los parámetros medidos por el Banco Central Europeo en su reporte anual de indicadores estructurales, la concentración es el único que presenta una variación positiva, el resto son todas negativas. En primer lugar, el número de empleados del sector bancario ha decrecido un 19,57% desde los 3.315.470 de empleados en 2007 a los 2.666.537 en 2018 en la Unión Europea, siendo Países Bajos, Letonia y Grecia los países con mayor reducción (38,03, 36,99 y 36,66 respectivamente), seguidos por España, Reino Unido e Irlanda (31,63%, 29,02% y 28,64%); mientras que los países más pequeños de la Unión Europea han presentado un crecimiento en el número de trabajadores, así, Malta lidera con un 46,46% seguido por Bulgaria y Suecia (17,00% y 11,02%) (Ver anexo 2).

³⁷ Índice Herfindahl, mide la concentración del sector bancario según el total de activos gestionados. Este índice es calculado mediante la suma de los cuadrados de las cuotas de mercado de todas las instituciones de crédito europeas. La fórmula exacta seguida por el Banco Central Europeo está recogida en su guía ECB/2014/15..

En segundo lugar, el número de oficinas decreció un 30,34% desde las 233.801 de 2007 a las 162.857 en la Unión Europea, siendo Letonia, Estonia y Chipre los países con mayor reducción (64,26%, 62,86% y 58,98%); en este caso sólo un país presenta una variación positiva: las oficinas bancarias de Polonia crecieron un 15,65%. Estas reducciones, tanto en el número de trabajadores como en el número de oficinas, se deben a las sinergias obtenidas a través de las fusiones de las distintas entidades que permiten reducir los recursos empleados. En tercer y último lugar, el total de activos ha decrecido un 17,25% en la Unión Europea, esto, entre otras razones principalmente de carácter económico, se debe a la política comunitaria de reducir la dependencia del sistema financiero europeo de los bancos (ver epígrafe 6.2.). Los países que más han reducido sus activos bajo gestión han sido Grecia, Reino Unido, España e Irlanda con una reducción del 86,24%, 56,80%, 39,85% y 36,04%, siendo los únicos por debajo de la media europea; por otra parte, el resto de países, en general, presentaron un aumento de sus activos bajo gestión siendo Finlandia y Hungría los que más (401,08% y 392,71%), seguidos de Rumanía, Suecia y Polonia (293,45%, 222,72%, 186,31%).

Para concluir, el análisis de la estructura bancaria de la Unión Europea muestra que todavía existen diferencias sustanciales entre las bancas de los distintos países. A pesar del plan de armonización financiero (*Financial Service Action Plan*) comenzado desde la fundación de la Unión para crear un único mercado financiero en Europa, existen grandes diferencias respecto a la estructura bancaria de cada país, la concentración, el valor de sus activos... Diferentes estudios (Berger, De Young, y Udell, 2001; Berger y Mester, 2003; Buch y DeLong, 2004) sugieren que existen barreras significativas para la integración de los mercados bancarios europeos tales como las diferencias económicas entre las naciones, las diferencias de cultura y lenguaje, las diferencia de los sistemas legales y fiscales... Estas barreras son especialmente acuciantes en la banca minorista por dos razones: (1) El escepticismo de los consumidores locales a depositar su dinero en bancos extranjeros frente a los bancos locales o nacionales; (2) la asimetría de información. Los bancos locales tienen acceso a información acerca de la calidad crediticia de los clientes de la que no disponen los bancos extranjeros.

El nivel de integración bancaria logrado hasta la fecha es difícil de medir; sin embargo, se han realizado importantes avances en la armonización legislativa que permiten creer en la futura integración y homogenización de manera efectiva del mercado bancario europeo.

5.2. EVOLUCIÓN DE LAS CROSS-BORDER M&A EN EL SECTOR BANCARIO.

Mientras que hasta los años ochenta el fenómeno de las fusiones y adquisiciones se desarrolló principalmente en Estados Unidos y Reino Unido, la globalización y el desarrollo tecnológico lo convirtieron en un fenómeno global. Así, desde los años noventa, coincidiendo con la fundación de la Unión Europea, la mayor parte de los bancos europeos respondieron al incremento en la competitividad del mercado expandiéndose mediante fusiones y adquisiciones, tanto a nivel doméstico como internacional (Gugler, Mueller, Yurtoglu, y Zulehner, 2003). De manera que los grandes bancos europeos de la actualidad son el resultado de un proceso de consolidación activo durante las últimas décadas (ver tabla 5.3.).

Tabla 5.3. Diez bancos más grandes de Europa en 2018 y su segmentación geográfica

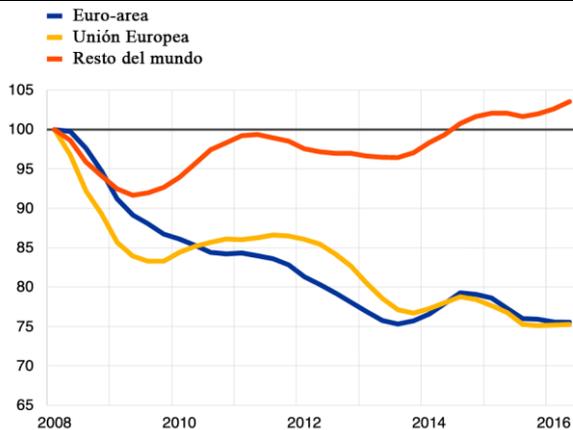
Banco	Total Activos (billones de €)	Segmentación geográfica		
		País origen	Resto de la UE	Resto del Mundo
HSBC (UK)	2.234	36%	3%	60%
BNP Paribas (FR)	2.040	32%	46%	22%
Crédit Agricole (FR)	1.854	81%	11%	7%
Banco Santander (ES)	1.459	27%	43%	30%
Deutsche Bank (AI)	1.348	35%	22%	43%
Société Générale (FR)	1.297	73%	17%	10%
Groupe BPCE (FR)	1.277	91%	2%	2%
Barclays (UK)	1.261	42%	28%	38%
Lloyds Banking Group (UK)	887,86	96%	2%	1%
ING (HO)	887,03	29%	54%	17%

Elaboración propia. Fuente: Duijm y Schoenmaker (2018)

Análogamente, la importancia de las *cross-border M&A* en el sector bancario ha incrementado con el tiempo tanto en la Unión Europea (UE) como en el resto del mundo. Desde el año 2000 hasta el 2004, el 63.1% de las fusiones y adquisiciones en el sector bancario europeo eran de carácter doméstico, un 19.2% *cross-border M&A* entre bancos comunitarios y un 17.7 con extracomunitarios. Entre 2005 y finales de 2007, las *M&A* domésticas descendieron hasta el 35.5% mientras que las *cross-border M&A*, tanto a nivel europeo como extracomunitario, se elevaron hasta los 37.7% y 26.8% respectivamente (European Central Bank, 2008b). Este incremento en las fusiones y adquisiciones transfronterizas, símbolo de la cohesión europea, se debe principalmente a la armonización de su legislación, la aparición del Euro como moneda común y el impulso del mercado único europeo. Sin embargo, Barros, Berglöf, Fulghieri y Vives (2005) se dieron cuenta que la mayor parte de la actividad *M&A* en el sector bancario se produce

mediante la creación de subsidiarias en vez de filiales³⁸ poniendo de manifiesta la existencia de múltiples barreras que impiden la integración efectiva del mercado bancario.

Gráfico 5.1. Cross-border M&A en el sector bancario (2008-2016)

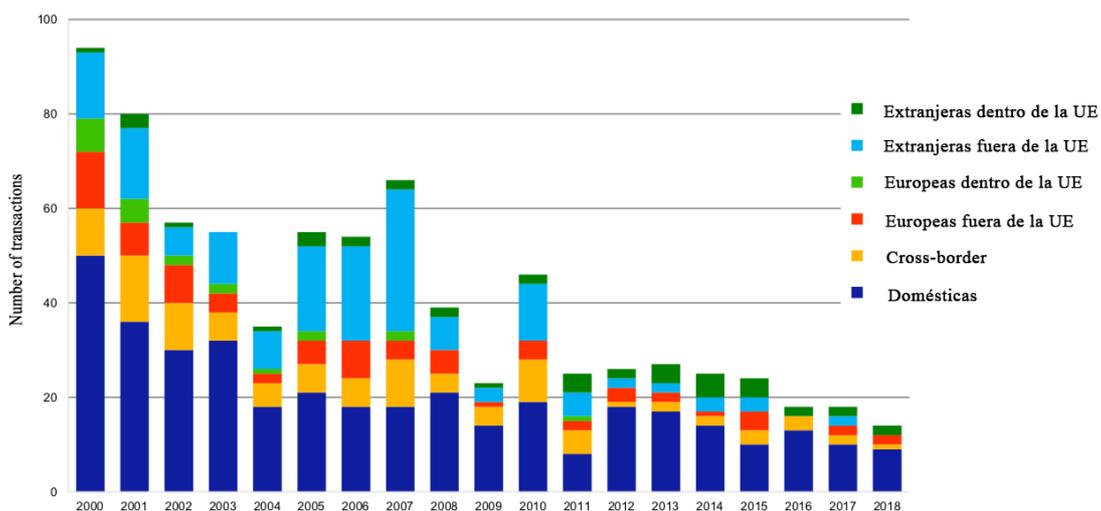


Traducido de: Tirpák et al (2018)

A partir de 2008, la crisis financiera mundial provocó un vertiginoso declive de los flujos de capital a nivel internacional, seguido por una recuperación dispar entre regiones (Lane, 2012). Así, mientras que en 2014 el resto del sector bancario mundial recuperaba el volumen de *cross-border M&A* previo a la crisis, el sector europeo

seguía un 25% por debajo (ver gráfico 5.1.). Del mismo modo, los préstamos interbancarios a nivel europeo cayeron un 40% durante el mismo periodo (Tirpák, Schmitz, y Emter, 2018). Esta desaceleración continuada de las *cross-border M&A* no responde a un patrón general de las fusiones y adquisiciones, puesto que éstas como mostramos en el epígrafe 4.2.4. sí han retomado su volumen pre-crisis. En el gráfico 5.2. podemos observar la evolución de las fusiones y adquisiciones bancarias europeas en general y las *cross-border* en particular, desde su pico en los 2000 hasta su declive actual:

Gráfico 5.2. Cross-border M&A en el sector bancario (2000-2018)



Traducido de: Enria (2019)

³⁸ Mientras que las filiales pertenecen a la misma entidad jurídica que la empresa matriz las empresas subsidiarias son entidades jurídicas propias subordinadas a la matriz.

Durante el último año, esto es desde agosto de 2018 a agosto de 2019, las fusiones y adquisiciones en el sector financiero supusieron el 10,5% (174,7 billones de euros) de las transacciones mundiales, de las que el 17,46% (30,5 billones de euros) tuvieron como objetivo una empresa europea, siendo el sector financiero el cuarto con mayor actividad de fusiones y adquisiciones en Europa (ver tabla 5.4.). Además, dentro del sector financiero en Europa, el subsector más activo fue el de seguros (12,72 billones de euros) seguido de los bancos (6 billones de euros) (ver tabla 5.5.).

Tabla 5.4. Transacciones M&A por sector en el mundo y Europa (15-Agosto-YTD³⁹)

Sector	Mundo			Europa			
	Volumen (billones de €)	Cuota de mercado (%)	Número de transacciones	Cuota respecto al mundo	Volumen (billones de €)	Cuota de mercado (%)	Número de transacciones
Sector público	0,37	0,0	29	0,00%			
Telecomunicaciones	18,24	1,1	270	25,03%	4,57	1,3	121
Productos de primera necesidad	42,35	2,6	1.195	25,63%	10,85	3,2	486
Ventas minoristas	44,80	2,7	1.032	20,14%	9,02	2,6	463
Productos y servicios de consumo	79,88	4,8	2.461	23,97%	19,15	5,6	999
Industriales	93,36	5,7	2.742	29,00%	27,08	7,9	1.090
Inmobiliarias	121,77	7,4	1.420	21,35%	26,00	7,6	484
Medios de comunicación y entretenimiento	163,74	9,9	1.437	20,27%	33,19	9,7	605
Financieros	174,70	10,6	2.073	17,46%	30,50	8,9	658
Materiales	186,89	11,3	1.454	16,13%	30,15	8,8	376
Salud	195,59	11,8	1.540	50,91%	99,58	29,0	423
Energía	257,89	15,6	1.229	6,87%	17,71	5,2	441
Alta tecnología	272,06	16,5	3.709	13,15%	35,77	10,4	1.048
Total	1.651,64	100,0	20.592	20,80%	343,57	100,0	7,206

Elaboración propia. Fuente: Thomson One, 2019

Tabla 5.5. Transacciones M&A sector financiero en el mundo y Europa (15-Agosto-YTD)

Sector	Mundo			Europa			
	Volumen (billones de €)	Cuota de mercado (%)	Número de transacciones	Cuota respecto al mundo (%)	Volumen (billones de €)	Cuota de mercado (%)	Número de transacciones
Financieras diversificadas	0,82	0,0	38	0,0	0,58	0,2	16
Inversiones financieras alternativas	1,71	0,1	53	25,03	0,78	0,2	22
Brókeres	3,73	0,2	100	25,63	1,21	0,4	26
Instituciones de crédito	13,05	0,8	144	20,14	2,84	0,8	51
Gestión de activos	20,50	1,2	356	23,97	2,00	0,6	127
Seguros	28,03	1,7	418	29,00	12,72	3,7	129
Bancos	49,47	3,0	276	21,35	6,00	1,7	91
Otros	57,41	3,5	688	20,27	4,37	1,3	196
Total Industria	174,70	10,50	2,073	17,46	30,50	8,90	658

Elaboración propia. Fuente: Thomson One (2019)

³⁹ Year-to-date (YTD), siglas utilizadas en la industria financiera en referencia al periodo comprendido desde un año atrás hasta la fecha especificada.

5.3. OBSTÁCULOS PARA LA INTEGRACIÓN BANCARIA EUROPEA.

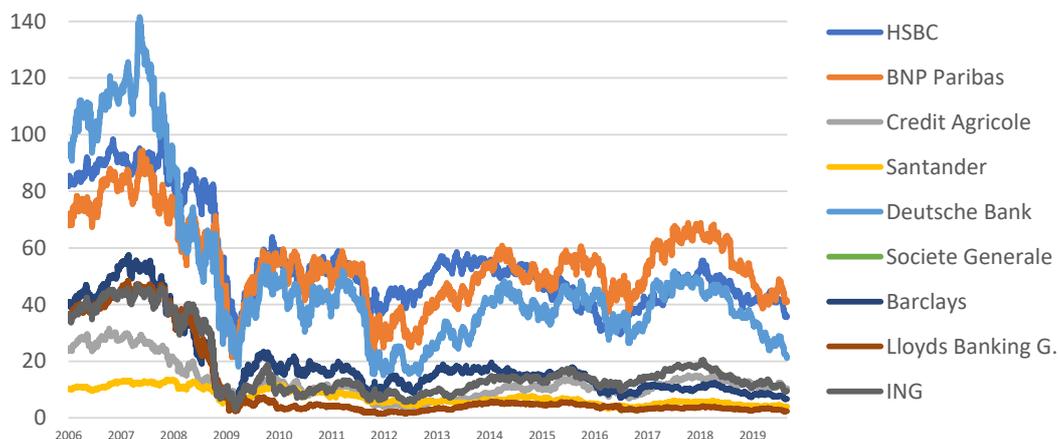
Numerosos estudios han abordado las causas de esta contracción tan drástica culpando principalmente la débil situación de los bancos europeos, el incremento regulatorio y el proteccionismo financiero (Bremus y Fratzscher, 2015; Giannetti y Laeven, 2012; Ichiue y Lambert, 2016; Rose y Wieladek, 2014).

5.3.1. Debilidad del sistema bancario europeo.

Existe una extensa literatura relativa a cómo las crisis bancarias se propagan globalmente contrayendo el crédito internacional. Por ejemplo, Giannetti y Laeven (2012) muestran como los bancos afectados por pérdidas en los créditos a nivel doméstico contraen su exposición internacional significativamente; y Cerutti y Claessens (2016) añaden que el desapalancamiento internacional durante el pico de la crisis financiera mundial varió enormemente entre países, siendo más acuciante entre aquellos países que presentaban una industria bancaria más vulnerable.

La banca europea se encuentra en su peor estado de la historia, prueba fáctica de ello es la evolución en bolsa de los principales bancos europeos, tomando como muestra los diez bancos más grandes⁴⁰ de Europa utilizados en la tabla 5.3. podemos observar su hundimiento en bolsa desde su pico en 2007:

Gráfico 5.3. Evolución bursátil de los diez bancos más grandes de Europa (2006-2019)



Elaboración propia. Fuente: Yahoo Finance (2019)

Además, un recientísimo estudio de Molyneux, Reghezza y Xie (2019), 22 de agosto de 2019, prueba empíricamente lo que la industria bancaria venía diciendo desde hace años: la política expansiva de tipos de interés negativos por parte de los bancos centrales

⁴⁰ Groupe BPCE no ha sido incluido en el gráfico puesto que no cotiza en bolsa como tal sino a través de sus múltiples empresas afiliadas.

perjudica la rentabilidad del sector bancario. En concreto, el estudio determina que aquellos países afectados por estas políticas monetarias ven su margen neto de interés reducido un 16,41% y su ROA⁴¹ un 3,06%.

Con todo, podemos afirmar que en primer lugar el deterioro económico-financiero del sector bancario después de la crisis, y su perpetuación mediante políticas monetarias de tipos de interés negativos, provocan una fuerte reducción de los flujos transfronterizos interbancarios.

5.3.2. Incremento regulatorio.

La banca ha sido tradicionalmente uno de los sectores más regulados a nivel mundial. Hasta finales de los años 80, la mayoría de los bancos europeos estaban sujetos a rígidas estructuras regulatorias que impedían su competición efectiva. Así, existían restricciones del número de licencias bancarias, limitaciones de expansión más allá de la localización de la sede central, regulaciones sobre la segmentación de las actividades financieras (como el *Glass-Steagall Act* que separaba la banca comercial de la banca de inversión)... Esta paranoia regulatoria surgió como respuesta a la crisis de los años 30 y su objetivo era preservar la estabilidad de la industria financiera favoreciendo un mercado oligopolístico ante la premisa de que la “competición era peligrosa” (Fiordelisi, 2009, p. 10).

Precisamente, la mayoría de países se dieron cuenta de que, si bien el marco regulatorio existente garantizaba la estabilidad financiera, no dotaba a los bancos de incentivos reales, malogrando la correcta asignación del capital. Berger y Humphrey señalan que⁴²:

Normalmente, la desregulación se emprende con el objetivo de mejorar el rendimiento de la industria desregulada. El incremento de eficiencia derivará en una mejora de la asignación de recursos que a beneficiará a la sociedad en general mediante la reducción de precios y/o expansión de los servicios si la competencia es suficiente. (1997, p. 190)

⁴¹ ROA, del inglés *Return on Assets*, ratio utilizado para medir la rentabilidad de una compañía con relación al total de sus activos.

⁴² “Deregulation is typically undertaken to improve the performance of the industry being deregulated. If efficiency is raised, the improvement in resource allocation will benefit society and may lead to price reductions and/or service expansion for consumers if competition is sufficient”

En Europa, el Informe Cecchini (1988) fue el primero en mostrar los beneficios de un mercado desregulado, concluyendo que: (1) Los sistemas bancarios domésticos europeos estaban fragmentados, caracterizándose por su tamaño reducido, alta concentración, exceso de capacidad y falta de competición; (2) Los bancos podrían alcanzar economías de escala mediante el incremento de su tamaño y la expansión de los servicios y productos ofrecidos; y, (3) Los bancos podrían alcanzar mejoras en eficiencias si tuvieran los incentivos adecuados para ello.

Durante la década de los años 90, se produjo una desregulación efectiva a nivel mundial con el fin de eliminar las restricciones que impidieran la competición entre intermediarios financieros. Esta desregulación se efectuó mediante la adopción de regulación prudencial frente a la regulación estructural existente. La regulación prudencial, del inglés *prudential regulation*, consiste en la combinación de la supervisión de la calidad de los activos bancarios, la imposición de requisitos de estructura de capital adecuados mediante estándares internacionales como los Acuerdos de Basilea, la limitación en la concentración de las carteras de inversión... (Fiordelisi, 2009) En Europa, estos cambios fueron a su vez influenciados por la adopción de una política integradora por parte de la Comunidad Económica Europa y posteriormente la Unión Europea en aras de crear un único mercado bancario europeo. Las acciones tomadas por la Comisión Europea y el Consejo de Ministros pueden resumirse en seis grandes fases: (1) La desregulación de entrada a mercados domésticos, entre 1957 y 1973; (2) El intento de armonización de las diferentes legislaciones, entre 1973 y 1983; (3) La directiva de 1992 sobre la creación de una licencia bancaria única para la Comunidad que permitiese tanto el reconocimiento bancario comunitario como la libertad de movimiento transfronteriza; (4) La creación de la moneda única en 1999; (5) La aprobación de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) y la adopción del Acuerdo Basilea II, en 2007 (Goddard, Molyneux, Wilson, y Tavakoli, 2007);y, (6) La creación del Mecanismo Único de Supervisión en 2014 (Schoenmaker et al., 2016).

Sin embargo, la crisis financiera mundial de 2008 provocó una paranoia regulatoria similar a la ocurrida tras el crack del 29. El endurecimiento de las políticas prudenciales redujo los flujos transfronterizos interbancarios. Así, Houston, Lin y Ma (2012) demuestran empíricamente como los bancos tienden a explotar las diferencias regulatorias centrando sus actividades en aquellos mercados más desregulados; Ongena, Popov y Udell (2013) muestran que regulaciones restrictivas a nivel doméstico suelen

derivar en una reducción de los estándares de préstamos en las operaciones transfronterizas; Bremus y Fratzscher (2015) señalan que mientras, en general, el incremento de independencia y poder de las autoridades regulatorias a nivel doméstico suele desviar el crédito al extranjero, en la euro área ocurre lo contrario: las restricciones regulatorias domésticas restringen la actividad bancaria transfronteriza; y por último, Ichiue y Lambert (2016) afirman que la contracción de la actividad bancaria transfronteriza en Europa tras la crisis mundial financiera se debe en buena parte al endurecimiento de los estándares regulatorios.

Por tanto, si bien la desregulación general del sector bancario europeo mediante la adopción de regulación prudencial dio lugar a una expansión sinigual de la actividad transfronteriza, el endurecimiento regulatorio después de la crisis de 2008 ha provocado una contracción significativa de la misma.

5.3.3. Proteccionismo financiero.

Por último, en línea con la tendencia mundial de crecimiento del proteccionismo advertida por el Banco Central Europeo, entre otros (Gunnella y Quaglietti, 2019), Rose y Wieladek (2014) encuentran señales de proteccionismo financiero a raíz de la crisis financiera mundial de 2008. Así, su estudio determina que tanto la nacionalización como el rescate a determinados bancos europeos redujeron su crédito transfronterizo un 11% y aumentó tal interés en una media de 70 puntos básicos.

De esta forma podemos concluir que si bien las autoridades regulatorias europeas se han fijado como objetivo conseguir la integración bancaria de la Unión, sus políticas de expansión monetaria, su incremento regulatoria y su permisividad con el nacionalismo financiero han provocado una fuerte contracción de la actividad bancaria transfronteriza.

5.4. FACTORES DETERMINANTES PARA LA CONSOLIDACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO.

5.4.1. Sobredimensionamiento bancario: overbanking.

Como hemos visto anteriormente, la situación económico-financiera de la banca europea se encuentra en uno de los peores momentos de su historia, a pesar de la moderada recuperación de los últimos años todavía se encuentran muy lejos de su estado anterior a la crisis. La mayoría de los bancos presentan aún ratios de valor contable

inferiores a uno y rentabilidades sobre el capital (ROE⁴³) inferiores al coste de capital. El presidente del Consejo de Supervisión del Banco Central Europeo, Andrea Enria (2019), señaló como principal culpable al sobredimensionamiento bancario de Europa, referido en inglés como “*overbanking*”.

El sobredimensionamiento bancario u *overbanking* está presente en cuatro dimensiones distintas, según Enria. La primera, es el exceso de bancos. Si bien existe una competencia feroz en el sector bancario europeo muy pocos dejan el mercado, provocando que aquellos bancos que no son rentables apuesten por estrategias de precios agresivos y tomen riesgos altos en busca de rentabilidad. La segunda, es el peso exagerado de los bancos respecto a otros sectores. Enria acusa a la banca europea de atraer talento de otros sectores mediante sus altos salarios desencadenando una asignación de recursos humanos ineficiente. La tercera, es la estructura financiera banco-dependiente en Europa que acrecienta el riesgo de colapso sistémico y prolonga la recuperación de las crisis financieras. Por último, la cuarta, es el exceso de activos bancarios en la economía europea. Enria se apoya en el estudio de Arcand, Berkes y Panizza (2015) para mostrar que cuando el crédito al sector privado excede del 100% del PIB se produce un efecto negativo sobre el crecimiento económico.

Para atajar este problema, Enria apuesta por la consolidación bancaria para la reducción efectiva y rentable del sector bancario. Por ello, podemos concluir que el sobredimensionamiento bancario puede resultar ser un catalizador para la consolidación bancaria transfronteriza pues la convierte en indispensable para la rentabilidad y el futuro sostenible del sector.

5.4.2. Estructura financiera banco-dependiente.

La estructura financiero banco-dependiente europea merece un epígrafe aparte. El valor total de los activos bancarios de la Unión Europea en su pico de 2013 sumó un total de 42 trillones de euros (334% del PIB de la UE), esto la convierte, con diferencia, en el mayor sistema bancario del mundo; en contraste, los bancos japoneses sumaron un total de 8 trillones de euros (196% del PIB de Japón) y los estadounidenses 14,5 trillones de euros (115% del PIB de Estados Unidos) (Langfield y Pagano, 2015).

⁴³ ROE, del inglés Return on Equity, ratio utilizado para medir la rentabilidad de una compañía con relación al capital empleado.

Este tamaño desproporcionado se debe a que el sector financiero europeo es banco-dependiente, esto es, frente al sistema americano mercado-dependiente en la que la financiación se canaliza a través de mercados de capitales, Europa se apoya en los bancos como principal intermediario financiero. Prueba de ello es que tradicionalmente, la cuota de mercado de los bancos frente a la de otras instituciones financieras ha sido de 70% frente a 30%, Langfield y Pagano muestran en su estudio como esta estructura acrecienta el riesgo de crisis sistémico y reduce el crecimiento económico, especialmente durante las crisis inmobiliarias como la de 2008. Por ello, el Banco Central Europeo se ha fijado como objetivo reducir esta dependencia bancaria y potenciar el desarrollo de los mercados de valores. Así, el Presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, anunció durante su comparecencia en el Parlamento Europeo el 17 de noviembre de 2014 que:

Basándonos en nuestra experiencia pasada, la ausencia de un canal de financiación alternativo ha acrecentado el riesgo económico general –dado que el canal de financiación bancario se estancó. Por ello, es mejor contar con una pluralidad de canales para financiar la economía real que depender de uno solo.

(Langfield y Pagano, 2015, p. 3)⁴⁴

Por ello, podemos concluir que la decisión del Banco Central Europeo de reducir el peso de la banca sobre la estructura financiera europea resulta en un factor determinante para la consolidación bancaria europea pues se antoja necesaria una reducción del sector.

5.4.3. Diversificación transfronteriza.

Existen importantes beneficios de estabilidad financiera resultantes de la integración financiera a través de la actividad bancaria transfronteriza, en especial la diversificación del riesgo. Por ejemplo, una cartera de créditos diversificada geográficamente hará que el banco sea menos vulnerable a los shocks domésticos, reduciendo así la volatilidad de sus flujos tanto de sus créditos como de sus depósitos. Además, la entrada de bancos extranjeros en mercados menos maduros tiende a introducir prácticas de gestión de riesgo más avanzadas, acelerar los procesos de privatización de bancos nacionalizados y contribuir a la resolución de créditos no rentables (Tirpák et al., 2018).

⁴⁴ “Looking at our past experience, the absence of an alternative funding channel increased overall economic risk – because the bank lending channel got clogged. Better to have a plurality of channels financing the real economy than to rely on just one.”

Ayako Saiki y Jon Frost (2014) señalan que para poder disfrutar de estos beneficios de la diversificación los ciclos económicos de los distintos países no pueden estar sincronizados. Aunque la correlación de los ciclos económicos en la eurozona es aproximadamente de un 0.8 aún se encuentra muy por debajo del 1 de correlación perfecta, por lo que como señalan Dermine y Schoenmaker (2010) la diversificación financiera de los principales bancos europeos redujo el impacto de la crisis financiera de 2008.

6. CONCLUSIONES.

El objetivo que se planteó con este trabajo era entender el proceso de consolidación transfronteriza del sector bancario europeo. Para ello, se enumeraron una serie de aspectos necesarios para el desarrollo del objetivo y se desglosó la estructura de los mismos dentro del trabajo. De acuerdo a lo expuesto a lo largo del trabajo podemos deducir una serie de conclusiones.

En primer lugar, que las fusiones y adquisiciones son una de las estrategias de expansión empresarial más populares, y que si bien ambos términos se utilizan indistintamente pueden diferenciarse en torno a la naturaleza de la entidad jurídica resultante. Además, que las fusiones y adquisiciones transfronterizas son uno de los principales métodos de internacionalización.

En segundo lugar, que las fusiones y adquisiciones han evolucionado históricamente, desarrollando modalidades y objetivos diferentes. Además, que se ha detectado la presencia de patrones cíclicos conocidos como *merger waves* cuyo origen es aún debatido. Mediante una breve revisión literaria se han presentado las dos hipótesis académicas enfrentadas para finalmente adoptar la posición intermedia presentada por Jarrad Harford que relaciona el origen de las *merger.waves* con los ciclos de liquidez.

En tercer lugar, que a lo largo de la historia se han constatado seis *merger waves* y que con toda probabilidad nos encontramos en la séptima. Gracias a los datos expuestos hemos podido constatar que se ha producido una importante recuperación de la actividad *M&A* tanto a nivel doméstico como transfronterizo tras su desaceleración durante la crisis financiera mundial de 2008.

En cuarto lugar, que existen distintas modalidades de fusiones y adquisiciones en relación al mecanismo utilizado y que la más popular es la oferta pública de adquisición (OPA). Además, que las OPAs hostiles no están exentas de una defensa por parte de la

empresa atacada y que existen múltiples técnicas de defensa clasificadas entre activas y preventivas.

En quinto lugar, que entre los tres principales objetivos estratégicos en las *M&A* del sector bancario la integración horizontal es la más recurrente. Asimismo, que la persecución regulatoria a estos acuerdos provoca asignaciones ineficientes de capital, como en el caso de la ola de los conglomerados; y además, la formación de cárteles y acuerdos secretos de carácter colusorio que realmente atentan contra la competencia. Por último, que no existen evidencias académicas que relacionen la integración horizontal con el aumento de poder monopolístico.

En sexto lugar, que la industria bancaria europea ha experimentado un proceso de consolidación alentado por las políticas de desregulación y armonización comunitarias durante las tres últimas décadas. Así, se ha registrado una reducción media de las instituciones financieras de un 30,67% en la Unión Europea. Sin embargo, hemos constatado las características del sector bancario en los distintos países siguen presentando notables diferencias, especialmente tras la crisis financiera de 2008. En concreto, existe una gran diversidad en la tendencia de los indicadores estructurales respecto al número de oficinas, empleados y concentración industrial.

En séptimo lugar, hemos observado cómo la actividad intensa de *M&A* durante finales de los años noventa y principio de los dos mils ha dado lugar a los principales grupos bancarios de la actualidad. Sin embargo, hemos evidenciado la fuerte contracción de la actividad de concentración transfronteriza tras la crisis financiera de 2008. Además, hemos advertido que al contrario que el resto de industrias, en las que como hemos dicho se observa la influencia de una séptima *merger wave*, el sector bancario sigue sin recuperar la actividad *cross-border M&A* anterior a la crisis.

En octavo lugar, hemos observado la existencia de una serie de obstáculos en el proceso de concentración bancaria. Hemos llegado a la conclusión de que estos obstáculos son de carácter *ex lege*: la debilidad del sistema bancaria se está perpetuando desde la crisis financiera por culpa de las políticas de expansión monetarias llevadas a cabo por el Banco Central Europeo; el incremento regulatorio viene dado por la reacción desproporcionado del legislador europeo ante la crisis financiera de 2008; y, el creciente proteccionismo financiero se debe a la permisividad de la Unión Europea con el nacionalismo financiero de intervencionismo bancario. Por ello, creemos que estos

obstáculos pueden revertirse volviendo a las políticas de desregulación y no intervención gubernamental de finales de los noventa.

En noveno lugar, hemos encontrado una serie de factores determinantes para la concentración bancaria. En concreto, creemos: que el problema de sobredimensionamiento bancario deberá solventarse por medio de esta consolidación; que la estructura financiera de excesiva dependencia bancaria va a ser revertido por parte de las políticas del Banco Central Europeo, incrementando la competitividad entre los bancos y haciendo aún más necesaria su consolidación; y que, dados los beneficios de diversificación transfronteriza, la consolidación bancaria europea se presenta como una solución necesaria para mitigar el riesgo sistémico financiero.

Con todo, hemos alcanzado el objetivo de comprensión del proceso de consolidación transfronteriza del sector bancario europeo y concluimos en que es un proceso viable, necesario para el futuro económico de la Unión Europea.

REFERENCIAS

- AEB. (2018). *Anuario Estadístico de la Banca en España 2018*. Asociación Española de Banca. Recuperado de <https://aebadm.aebanca.es/wp-content/uploads/2019/07/anuario-estadistico-2018-1.pdf>
- Alexandridis, G., Mavis, C. P., y Travlos, N. G. (2012). How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave. *European Journal of Finance*, 18, 663-688. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1632263>
- Arcand, J. L., Berkes, E., y Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Armentano, D. T. (1990). *Antitrust and Monopoly: Anatomy of a Police Failure* (Second). Oakland, California: Independent Institute.
- Athanas, J. S. (2000). Using Bankruptcy Law to Implement or Combat Hostile Takeovers of Targets in Chapter 11. *The Business Lawyer*, 55(2), 593-623. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/40687936>
- Auerbach, A. J. (1988). *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago, Estados Unidos: University of Chicago Press.
- Barros, P. P., Berglöf, E., Fulghieri, P., y Vives, X. (2005). *Integration of European Banking: The Way Forward*. (F. BBVA, Ed.). London, UK: Centre for Economic Policy Research.
- Bartash, J. (19 de septiembre de 2019). Repatriated profits total \$465 billion after Trump tax cuts - leaving \$2.5 trillion overseas. Recuperado el 10 de junio de 2019, de <https://www.marketwatch.com/story/repatriated-profits-total-nearly-500-billionafter-%0Dtrump-tax-cuts-2018-09-19>
- Bazerman, M. H., y Samuelson, W. F. (1983). I Won the Auction but Don't Want the Prize. *The Journal of Conflict Resolution*, 27(4), 618-634. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/173888>
- Berger, A. N., Clarke, G. R. G., Cull, R., Klapper, L., y Udell, G. F. (2005). Corporate governance and bank performance: A joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership. *Journal of Banking & Finance*, 29(8), 2179-2221. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.03.013>
- Berger, A. N., y Humphrey, D. B. (1997). Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research. *European Journal of Operational Research*, 98(2), 175-212. [https://doi.org/10.1016/S0377-2217\(96\)00342-6](https://doi.org/10.1016/S0377-2217(96)00342-6)
- Berger, A. N., y Mester, L. J. (2003). Explaining the dramatic changes in performance of US banks: technological change, deregulation, and dynamic changes in competition.

- Journal of Financial Intermediation*, 12(1), 57-95. [https://doi.org/10.1016/S1042-9573\(02\)00006-2](https://doi.org/10.1016/S1042-9573(02)00006-2)
- Bittlingmayer, G. (1985). Did Antitrust Policy Cause the Great Merger Wave? *The Journal of Law & Economics*, 28(1), 77-118. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/725466>
- BNP Paribas. (2019). History: two centuries of banking. Recuperado 9 de agosto de 2019, de <https://group.bnpparibas/en/group/history-centuries-banking>
- Bradley, M., y Wakeman, L. M. (1983). The wealth effects of targeted share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 301-328. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90015-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90015-6)
- Brealey, R. A., Myers, S. C., y Allen, F. (2017). Mergers. En *Principles of Corporate Finance* (12.ª ed., pp. 813-842). New York, NY: McGraw-Hill Education.
- Bremus, F., y Fratzscher, M. (2015). Drivers of structural change in cross-border banking since the global financial crisis. *Journal of International Money and Finance*, 52, 32-59. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.11.012>
- Bromberg, B. (1942). The Origin of Banking: Religious Finance in Babylonia. *The Journal of Economic History*, 2(1), 77-88. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2113028>
- Buch, C. M., y DeLong, G. (2004). Cross-border bank mergers: What lures the rare animal? *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2077-2102. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.002>
- Capital IQ. (20 de julio de 2019). Market Analysis M&A. Recuperado de <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/IndustryIntelligence/mandaanalysis.aspx>
- Caves, R. E. (1982). *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. Cambridge, MA: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.2307/2232374>
- Cerutti, E., y Claessens, S. (2016). The great cross-border bank deleveraging: supply constraints and intra-group frictions. *Review of Finance*, 21(1), 201-236.
- Child, J., Faulkner, D., y Pitkethly, R. (2003). *The Management of International Acquisitions*. *The Management of International Acquisitions*. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199267101.001.0001>
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Cordeiro, M. (2014). The seventh M&A wave. *Camaya Partners*. Recuperado de <http://camayapartners.com/wp-content/uploads/2016/06/The-seventh-MA-wave.pdf>

- Dermine, J., y Schoemaker, D. (2010). In Banking, Is Small Beautiful? *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 19(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0416.2009.00152.x>
- Duchin, R., y Schmidt, B. (2013). Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 107(1), 69-88. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.07.003>
- Eckbo, B. E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 241-273. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90013-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90013-2)
- Eisfeldt, A. L., y Rampini, A. A. (2006). Capital reallocation and liquidity. *Journal of Monetary Economics*, 53(3), 369-399. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.04.006>
- Enria, A. (4 de julio de 2019). Is less more? Profitability and consolidation in the European banking sector. Recuperado de <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2019/html/ssm.sp190704~1f442782ac.en.pdf>
- Esplugues Mota, C., Palao Moreno, G., Espinosa Calabuig, R., Fernández Masiá, E., y Garín Alemany, F. (2016). Derecho de la Competencia. En *Derecho del Comercio Internacional* (7ª Edición, pp. 61-87). Valencia, España: Tirant lo Blanch.
- European Central Bank. (2008a). *MFI statistical report July 2008 update*. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/euroareamonetaryfinancialstatistics/pdf/euroareamonetaryandfinancialstatistics200903en.pdf>
- European Central Bank. (2008b). *Review of the Lamfalussy framework Eurosystem contribution*. *Review of the Lamfalussy framework Eurosystem contribution*. <https://doi.org/978-92-899-0224-3>
- European Central Bank. (2011). *Structural Indicators for the EU Banking Sector - 2011*. Recuperado de https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/ssi_tab.pdf
- European Central Bank. (2016a). *ECB Annual Report on supervisory activities*. Recuperado de <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssmar2016.en.pdf>
- European Central Bank. (2016b). *Structural Indicators for the EU Banking Sector - 2016*. Recuperado de https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/160701_ssi_table.pdf
- European Central Bank. (2019a). *Number of monetary financial institutions (MFIs) in the euro area: July 2019*. Recuperado el 12 de agosto de 2019 de https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/escb/html/table.en.html?id=JDF_MFI_MFI_LIST

- European Central Bank. (2019b). *Structural Indicators for the EU Banking Sector, June 2019*. Recuperado de https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/ecb~10913d25c1.pr190604_ssi_table.pdf
- European Commission. (2014). A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the eurozone. Recuperado 8 de agosto de 2019, de https://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-244_en.pdf
- European Parliament. (1988). *The Cost of Non-Europe - Cecchini Report*. <https://doi.org/10.13140/RG.2.1.4287.6000>
- Fee, C. E., y Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, 74(3), 423-460. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.002>
- Fiordelisi, F. (2009). *Mergers and Acquisitions in European Banking*. (P. Molyneux, Ed.) (Palgrave M). Hampshire, UK: Palgrave Macmillan UK. <https://doi.org/10.1057/9780230245402>
- Garzanti Linguista. (2019). Ex Lege. Recuperado 30 de julio de 2019, de <http://www.garzantilinguistica.it/ricerca/?q=ex>
- Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (7.^a ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc. <https://doi.org/10.1002/9781119380771>
- Gaughan, P. A. (2013). *Maximizing Corporate Value through Mergers and Acquisitions: A Strategic Growth Guide* (2.^a ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc. <https://doi.org/10.1002/9781119204374>
- Giammarino, R., Heinkel, R., y Hollifield, B. (1997). Defensive Mechanisms and Managerial Discretion. *The Journal of Finance*, 52(4), 1467-1493. <https://doi.org/10.2307/2329443>
- Giannetti, M., y Laeven, L. (2012). The flight home effect: Evidence from the syndicated loan market during financial crises. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 23-43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.006>
- Giannetti, M., y Laeven, L. (2012). Flight Home, Flight Abroad, and International Credit Cycles. *The American Economic Review*, 102(3), 219-224. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/23245532>
- Goddard, J., Molyneux, P., Wilson, J. O. S., y Tavakoli, M. (2007). European banking: An overview. *Journal of Banking & Finance*, 31(7), 1911-1935. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.01.002>
- Golbe, D. L., y White, L. J. (1988). A Time-Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy. En *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (pp. 265-

- 310). University of Chicago Press. Recuperado de <http://www.nber.org/chapters/c2059>
- Gort, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 624-642. <https://doi.org/10.2307/1885453>
- Granata, E., y Klein, S. (22 de enero de 2014). "Greenmail" Makes a Comeback [Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation] Recuperado el 12 de junio de 2019 de <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/01/22/greenmail-makes-a-comeback/>
- Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., y Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21(5), 625-653. [https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(02\)00107-8](https://doi.org/10.1016/S0167-7187(02)00107-8)
- Gunnella, V., y Quaglietti, L. (2019). The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective. *ECB Economic Bulletin*, (3), 41-64. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201903.en.pdf>
- Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529-560. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.004>
- Harford, J. (1999). Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/797985>
- Houston, J. F., Lin, C., y Ma, Y. (2012). Regulatory Arbitrage and International Bank Flows. *The Journal of Finance*, 67(5), 1845-1895. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01774.x>
- Ichiue, H., y Lambert, F. (2016). *Post-crisis International Banking: An analysis with new regulatory survey data*. International Monetary Fund.
- Investopedia. (27 de junio de 2019a). *Corporate Raider*. Recuperado 12 de julio de 2019, de <https://www.investopedia.com/terms/c/corporate-raider.asp>
- Investopedia. (17 de mayo de 2019b). *Due Diligence*. Recuperado 10 de julio de 2019, de <https://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp>
- Investopedia. (8 de abril de 2019c). *Employee Stock Ownership Plan (ESOP)*. Recuperado 13 de julio de 2019, de <https://www.investopedia.com/terms/e/esop.asp>
- Investopedia. (24 de junio de 2019d). *Q Ratio - Tobin's Q*. Recuperado 5 de julio de 2019, de <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>
- Jovanovic, B., y Rousseau, P. (2001). *Mergers and Technological Change: 1885-1998* (Vanderbilt University Department of Economics Working Papers). Vanderbilt University Department of Economics. Recuperado de <https://econpapers.repec.org/RePEc:van:wpaper:0116>

- Jovanovic, B., y Rousseau, P. L. (2002). The Q-Theory of Mergers. *The American Economic Review*, 92(2), 198-204. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/3083401>
- Kiyamaz, H. (2004). Cross-border acquisitions of US financial institutions: Impact of macroeconomic factors. *Journal of Banking & Finance*, 28(6), 1413-1439. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(03\)00125-0](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(03)00125-0)
- Lambert, R. A., y Larcker, D. F. (1985). Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 179-203. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90036-9](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90036-9)
- Lane, P. R. (2012). Financial globalisation and the crisis. *Open Economies Review*, 24(3), 555-580. Recuperado de <https://www.bis.org/events/conf120621/lane.pdf>
- Langfield, S., y Pagano, M. (2015). *Working Paper Series Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth*, 1797, 1-61. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1797.en.pdf>
- Lippman, S. A., y Rumelt, R. P. (2006). Uncertain Imitability: An Analysis of Interfirm Differences in Efficiency under Competition. *The Bell Journal of Economics*. <https://doi.org/10.2307/3003464>
- M. Andrade, G., Mitchell, M., y Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103-120. <https://doi.org/10.2139/ssrn.269313>
- Maksimovic, V., y Phillips, G. (2001). The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains? *The Journal of Finance*, 56(6), 2019-2065. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00398>
- Malament, B. (1967). The «Economic Liberalism» of Sir Edward Coke. *The Yale Law Journal*, 76(7), 1321-1358. <https://doi.org/10.2307/794826>
- Martin, X., Swaminathan, A., y Mitchell, W. (1998). Organizational Evolution in the Interorganizational Environment: Incentives and Constraints on International Expansion Strategy. *Administrative Science Quarterly*, 43(3), 566-601. <https://doi.org/10.2307/2393676>
- Meeks, G. (2016). Mergers. En *The New Palgrave Dictionary of Economics* (pp. 1-4). London: Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1057/978-1-349-95121-5_790-1
- Meeks, G. (1987). Mergers. En S. N. Durlauf y L. E. Blume (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics* (Eds). New York, NY: Palgrave MacMillan. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-58802-2>

- Mikkelson, W. H., y Ruback, R. S. (1991). Targeted Repurchases and Common Stock Returns. *The RAND Journal of Economics*, 22(4), 544-561. <https://doi.org/10.2307/2600988>
- Mitchell, M. L., y Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 193-229. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00860-H](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00860-H)
- Modigliani, F., y Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Molyneux, P., Reghezza, A., y Xie, R. (2019). Bank margins and profits in a world of negative rates. *Journal of Banking & Finance*, 107, 105613. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105613>
- Mulherin, J. H., y Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117-139. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00010-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00010-9)
- Nash, J. (1951). Non-Cooperative Games. *The Annals of Mathematics*. <https://doi.org/10.2307/1969529>
- Nelson, R. L. (1959). *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*. Princeton, Estados Unidos: Princeton University Press.
- Niden, C. M. (1993). An Empirical Examination of White Knight Corporate Takeovers: Synergy and Overbidding. *Financial Management*, 22(4), 28-45. <https://doi.org/10.2307/3665575>
- Nouwen, T. (2011). *M&A waves and its evolution throughout history*. Recuperado 10 de junio de 2019, de <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=129395>
- Ongena, S., Popov, A., y Udell, G. F. (2013). “When the cat’s away the mice will play”: Does regulation at home affect bank risk-taking abroad? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 727-750. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.006>
- Pearce, J. A., y Robinson, R. B. (2004). Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, 47(5), 15-24. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2004.07.004>
- Rand, A., Nathaniel, B., Greenspan, A., y Hessen, R. (1967). Antitrust. En *Capitalism: The Unknown Ideal* (pp. 63-72). New York, Estados Unidos: New American Library.
- Ravenscraft, D. J. (1987). The 1980s merger wave: an industrial organization perspective. *Conference Series ; [Proceedings]*, 31, 17-51. Recuperado de <https://econpapers.repec.org/RePEc:fip:fedbcp:y:1987:p:17-51:n:31>

- Rhodes-Kropf, M., y Viswanathan, S. (2004). Market Valuation and Merger Waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/3694786>
- Rose, A. K., y Wieladek, T. Z. (2014). Financial Protectionism? First Evidence. *The Journal of Finance*, 69(5), 2127-2149. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/43612953>
- Saiki, A., y Frost, J. (2014). How Does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan. *De Nederlandsche Bank Working Paper*, (423). Recuperado de https://www.dnb.nl/en/binaries/WorkingPaper423_tcm47-307334.pdf
- Samuels, J. M., y Smyth, D. J. (1968). Profits, Variability of Profits and Firm Size. *Economica*, 35(138), 127-139. <https://doi.org/10.2307/2552126>
- Savitz, E. (5 de noviembre de 2015). Netflix Adopts Poison Pill. Recuperado 20 de junio de 2019 de <https://www.forbes.com/sites/ericsavitz/2012/11/05/netflix-adopts-poisonpill/#%0D2aff1f96a317>
- Schoenmaker, D., Veron, N., Gehrig, T., Messori, M., Leite, A. N., Steffen, S. Xafa, M. (2016). *European banking supervision: The first eighteen months. Blueprint Series*. Recuperado de <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/06/Blueprint-XXV-web.pdf>
- Schwartz Girón, P. (2015). Los límites de la política antitrust. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, (883), 97-108. Recuperado de <http://www.revistasice.com/index.php/ICE/article/view/1764/1764>
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., y Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*, 10(3), 307-353. <https://doi.org/10.1016/J.INTMAN.2004.05.005>
- Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *The Journal of Finance*, 47(4), 1343-1366. <https://doi.org/10.2307/2328943>
- Shleifer, A., y Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)
- Stigler, G. J. (1964). A Theory of Oligopoly. *Journal of Political Economy*, 72(1), 44-61. <https://doi.org/10.1086/258853>
- Stillman, R. (1983). Examining antitrust policy towards horizontal mergers. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 225-240. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90012-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90012-0)

- Stiroh, K. J., y Strahan, P. E. (2003). Competitive Dynamics of Deregulation: Evidence from U.S. Banking. *Journal of Money, Credit and Banking*, 35(5), 801-828. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/3649829>
- Stole, L. A., y Zwiebel, J. (1996). Organizational Design and Technology Choice under Intrafirm Bargaining. *The American Economic Review*, 86(1), 195-222. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2118263>
- Stone, O. (1987). *Wall Street* [cinta cinematográfica]. Estados Unidos: Motion Pictures.
- Sudarsanam, S. (2010). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Essex, UK: Financial Times Prentice Hall. Recuperado de <https://books.google.es/books?id=3H1OPgAACAAJ>
- Thomson One. (2019). Thomson One. Recuperado de <https://www.thomsonone.com/>
- Tirpák, M., Schmitz, M., y Emter, L. (2018). Cross-border banking in the EU since the crisis: What is driving the great retrenchment? *Review of World Economics*. <https://doi.org/10.1007/s10290-019-00342-5>
- UE. Reglamento Comunitario de Concentraciones (2004). Consejo de la Unión Europea. Recuperado de <http://data.europa.eu/eli/reg/2004/139/oj>
- UE. Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (2012). Consejo de la Unión Europea. Recuperado de http://data.europa.eu/eli/treaty/tfeu_2012/oj
- UNCTAD. (2019). World Investment Report 2019. Recuperado de https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_en.pdf
- Walkling, R. A., y Long, M. S. (1984). Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance. *The RAND Journal of Economics*, 15(1), 54-68. <https://doi.org/10.2307/3003669>
- Whitaker, S. C. (2016). *Cross-Border Mergers and Acquisitions* (1.^a ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc. <https://doi.org/10.1002/9781119268451>
- Yahoo Finance. (2019). Yahoo Finance. Recuperado 25 de agosto de 2019, de <https://finance.yahoo.com/>

ANEXOS**ANEXO 1. CONCENTRACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO (2006-2018)**

Índice Herfindahl de concentración bancaria, rango 0 a 1 siendo 1 un monopolio.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bélgica	0,2041	0,2079	0,1881	0,1622	0,1439	0,1294
Bulgaria	0,0707	0,0833	0,0834	0,0846	0,0789	0,0766
República Checa	0,1104	0,11	0,1014	0,1032	0,1042	0,1014
Dinamarca	0,1071	0,112	0,1229	0,1042	0,1077	0,1192
Alemania	0,0178	0,0183	0,0191	0,0206	0,0298	0,0317
Estonia	0,3593	0,341	0,312	0,309	0,2929	0,2613
Irlanda	0,06	0,07	0,08	0,09	0,09	0,0647
Grecia	0,1101	0,1096	0,1172	0,1184	0,1214	0,1278
Croacia						
España	0,0442	0,0459	0,0497	0,0507	0,0528	0,0596
Francia	0,0726	0,0679	0,0681	0,0605	0,061	0,06
Italia	0,022	0,0328	0,0307	0,0298	0,0395	0,0407
Chipre	0,1056	0,1089	0,1019	0,1089	0,117	0,103
Letonia	0,1271	0,1158	0,1205	0,1181	0,1005	0,0929
Lituania	0,1913	0,1827	0,1714	0,1693	0,1545	0,1871
Luxemburgo	0,0333	0,0316	0,0309	0,031	0,0343	0,0346
Hungría	0,0823	0,084	0,0819	0,0864	0,0806	0,0848
Malta	0,1171	0,1177	0,1236	0,125	0,118	0,1203
Países Bajos	0,1822	0,1928	0,2168	0,2032	0,2052	0,2067
Austria	0,0534	0,0527	0,0454	0,0414	0,0383	0,0423
Polonia	0,0599	0,064	0,0562	0,0574	0,0559	0,0563
Portugal	0,1134	0,1098	0,1114	0,115	0,1203	0,1206
Rumanía	0,1165	0,1041	0,0922	0,0857	0,0871	0,0878
Eslovenia	0,13	0,1282	0,1268	0,1256	0,116	0,1142
Eslovaquia	0,1131	0,1082	0,1197	0,1273	0,1239	0,1268
Finlandia	0,256	0,254	0,316	0,312	0,355	0,37
Suecia	0,0856	0,0934	0,0953	0,0899	0,086	0,0863
Reino Unido	0,0394	0,0449	0,0412	0,0467	0,0522	0,0519
Unión Europea	0,110537	0,110796	0,111993	0,110226	0,109885	0,109556

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bélgica	0,1061	0,0979	0,0981	0,0998	0,1017	0,1102	0,1218
Bulgaria	0,0738	0,073	0,0836	0,0919	0,0939	0,0906	0,0939
República Checa	0,0999	0,0999	0,0966	0,0994	0,1016	0,1039	0,1069
Dinamarca	0,113	0,116	0,119	0,118	0,1224	0,1123	0,1069
Alemania	0,0307	0,0266	0,03	0,0273	0,0277	0,025	0,0245
Estonia	0,2493	0,2483	0,2445	0,2409	0,2406	0,2419	0,2698
Irlanda	0,0632	0,0674	0,0673	0,0672	0,0636	0,0658	0,0632
Grecia	0,1487	0,2136	0,2195	0,2254	0,2332	0,2307	0,2304
Croacia		0,1384	0,1364	0,1396	0,1405	0,1387	0,1554
España	0,0654	0,0719	0,0839	0,0896	0,0937	0,0965	0,1138
Francia	0,0545	0,0568	0,0584	0,0589	0,0572	0,0574	0,0664
Italia	0,041	0,0406	0,0424	0,0435	0,0452	0,0519	0,0579
Chipre	0,1007	0,1645	0,1445	0,1443	0,1366	0,1962	0,2378
Letonia	0,1027	0,1037	0,1001	0,1033	0,108	0,1235	0,1578
Lituania	0,1749	0,1892	0,1818	0,1939	0,1938	0,2189	0,2278
Luxemburgo	0,0345	0,0357	0,033	0,0321	0,026	0,0256	0,0261
Hungría	0,0873	0,0862	0,0792	0,0763	0,0787	0,0802	0,0801
Malta	0,1313	0,1458	0,1648	0,162	0,1602	0,1599	0,1518
Países Bajos	0,2026	0,2105	0,2131	0,2104	0,2097	0,2087	0,2178
Austria	0,0395	0,0405	0,0412	0,0397	0,0358	0,0374	0,037
Polonia	0,0568	0,0586	0,0656	0,067	0,0659	0,0645	0,0683
Portugal	0,1191	0,1197	0,1164	0,1215	0,1181	0,122	0,1202
Rumania	0,0852	0,0821	0,0797	0,086	0,0903	0,0915	0,0965
Eslovenia	0,1115	0,1045	0,1026	0,1077	0,1147	0,1133	0,102
Eslovaquia	0,1221	0,1215	0,1221	0,125	0,1264	0,1332	0,1383
Finlandia	0,301	0,308	0,363	0,316	0,23	0,17	0,257
Suecia	0,0853	0,0876	0,088	0,0866	0,0845	0,0914	0,0785
Reino Unido	0,0527	0,0525	0,0462	0,0438	0,0422	0,0453	0,0353
Unión Europea	0,105659	0,112893	0,115036	0,114896	0,112221	0,114518	0,122971

Fuente: European Central Bank (2011, 2016b, 2019b). Elaboración propia.

ANEXO 2. NÚMERO DE EMPLEADOS EN INSTITUCIONES DE CRÉDITO (2006-2018)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Bélgica	67.957	67.080	65.985	63.723	61.833	61.197
Bulgaria	25.633	30.953	33.258	34.290	34.133	33.897
República Checa	37.825	40.037	39.882	38.394	38.359	2.074
Dinamarca	46.394	49.644	52.830	50.101	47.739	47.224
Alemania	692.500	691.300	685.550	673.500	667.900	663.800
Estonia	5.681	6.319	6.144	5.693	5.497	5.516
Irlanda	39.154	41.865	40.507	38.178	36.438	35.612
Grecia	62.171	64.713	66.163	65.673	63.408	59.958
Croacia						
España	261.890	275.506	276.497	267.383	261.389	245.956
Francia	484.557	497.384	492.367			426.336
Italia	339.091	340.443	338.035	323.407	320.327	316.360
Chipre	10.845	11.286	12.554	12.513	12.653	12.809
Letonia	11.656	12.826	13.905	12.365	11.534	11.188
Lituania	8.624	10.303	11.080	10.902	9.993	8.707
Luxemburgo	24.752	26.139	27.208	26.416	26.255	26.696
Hungria	39.302	41.905	43.620	42.609	41.484	41.305
Malta	3.444	3.666	3.871	3.843	3.918	4.026
Países Bajos	116.500	114.424	116.000	110.000	108.000	105.408
Austria	76.323	77.731	78.754	77.246	78.098	78.085
Polonia	162.125	173.955	188.969	183.064	184.858	186.331
Portugal	58.213	60.979	62.377	61.595	61.550	59.911
Rumania	58.536	66.039	71.622	67.898	66.753	65.772
Eslovenia	11.838	12.051	12.284	12.188	11.995	11.813
Eslovaquia	19.633	19.779	20.598	18.750	18.234	18.452
Finlandia	24.769	25.025	25.699	24.879	23.353	23.188
Suecia	47.069	48.457	50.115	49.256	49.799	49.784
Reino Unido	521.423	505.661	495.493	470.915	455.306	453.971
Euro Area	2.247.877	2.294.640	2.303.851	1.785.521	1.755.351	2.155.123
Unión Europea	3.173.736	3.315.470	3.331.367	2.751.008	2.700.806	3.092.763

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bélgica	60.068	58.237	56.666	55.774	54.657	53.059	51.740
Bulgaria	33.527	32.756	31.715	30.657	30.352	30.070	29.991
República Checa	39.461	40.147	39.742	38.835	39.654	39.990	40.244
Dinamarca	44.900	36.367	37.201	40.748	41.123	42.240	41.737
Alemania	659.100	655.600	649.900	637.338	619.621	597.319	564.935
Estonia	5.563	4.861	4.860	4.979	4.924	4.920	5.317
Irlanda	31.773	29.832	28.871	27.091	26.811	26.891	27.940
Grecia	57.006	51.242	45.654	46.095	42.647	41.707	39.382
Croacia	.	21.704	21.190	20.914	20.607	20.434	20.028
España	234.292	215.953	201.656	196.556	186.982	183.053	179.055
Francia	421.037	416.262	408.726	406.701	410.925	409.925	408.941
Italia	309.478	306.607	299.684	298.473	295.305	281.928	274.056
Chipre	12.853	11.142	10.956	10.983	10.663	10.632	8.946
Letonia	10.565	10.029	9.374	9.401	8.803	8.492	7.345
Lituania	8.671	8.392	8.952	8.434	8.643	8.922	9.165
Luxemburgo	26.534	26.237	25.963	25.945	26.062	26.149	26.317
Hungria	41.103	40.642	39.456	38.205	38.751	38.885	39.434
Malta	4.007	4.197	4.426	4.584	4.747	4.924	5.044
Países Bajos	103.447	96.423	94.000	90.137	82.836	75.215	72.199
Austria	77.424	75.980	74.110	73.315	72.957	71.927	71.798
Polonia	181.991	179.385	175.972	175.151	173.043	168.800	166.011
Portugal	57.348	55.820	53.888	50.687	51.062	50.358	50.819
Rumania	61.769	58.612	57.732	55.928	55.396	55.044	53.737
Eslovenia	11.498	11.218	10.682	10.444	10.055	9.844	9.683
Eslovaquia	18.655	18.540	18.656	18.900	19.788	18.879	19.539
Finlandia	22.510	22.402	22.019	21.806	21.965	20.999	20.796
Suecia	52.186	53.594	54.644	54.319	55.260	70.877	52.255
Reino Unido	439.873	421.508	400.971	398.606	387.571	367.044	370.083
Euro Área	2.112.593	2.060.553	2.020.091	1.997.643	1.959.453	1.905.143	1.853.017
Unión Europea	3.027.325	2.963.284	2.888.258	2.851.006	2.801.210	2.738.527	2.666.537

Fuente: European Central Bank (2011, 2016b, 2019b). Elaboración propia.

ANEXO 3. FUSIONES Y ADQUISICIONES MUNDIALES EN EL SECTOR FINANCIERO

Anexo 3. Fusiones y adquisiciones mundiales en el sector financiero en 2005: horizontales, verticales y otras operaciones.

Panel A – Número de transacciones

	Bancos Comerciales		Otras instituciones de crédito		Seguros		Otras instituciones financieras		Inmobiliarias, bancos hipotecarios		Bancos de ahorro	
	Nº.	%	Nº.	%	Nº.	%	Nº.	%	Nº.	%	Nº.	%
Fusiones horizontales	560	55,06	115	47,52	428	69,59	27	61,36	524	54,46	30	55,56
Fusiones Verticales	311	30,58	58	23,97	81	13,17	8	18,18	123	12,76	20	37,04
Otras fusiones	146	14,36	69	28,51	106	17,24	9	20,45	317	32,88	4	7,41
Total	1017	100,00	242	100,00	615	100,00	44	100,00	964	100,00	54	100,00

Panel B – Valor de las transacciones (en billones de dólares)

	Bancos Comerciales		Otras instituciones de crédito		Seguros		Otras instituciones financieras		Inmobiliarias, bancos hipotecarios		Bancos de ahorro	
	Nº.	%	Nº.	%	Nº.	%	Nº.	%	Nº.	%	Nº.	%
Fusiones horizontales	470,4	98,96	7,93	10,15	125,2	48,13	22,53	100,00	50,17	41,55	74,61	87,11
Fusiones Verticales	40,6	0,85	56,3	72,07	123,7	47,56	0	0	66,00	54,66	11,05	12,89
Otras fusiones	8,7	0,18	13,9	17,78	11,22	4,31	0	0	4,58	3,79	0	0
Total	475,3	100,00	78,1	100,00	260,1	100,00	22,53	100,00	120,75	100,00	85,65	100,00

Fuente: (Fiordelisi, 2009, p. 49) obtenido de *Thomson ONE Banker database*. Debido a ser una plataforma de pago sin acceso a través de la biblioteca, y ante la negativa por parte de la compañía de obtener un acceso temporal como estudiante, se muestran los datos de 2005.