

Determinantes de la prima pagada en las fusiones y adquisiciones de entidades de crédito europeas

Belén Díaz Díaz • Sergio Sanfilippo Azofra
Universidad de Cantabria

RECIBIDO: 21 de febrero de 2005

ACEPTADO: 30 de noviembre de 2005

Resumen: El objetivo de este trabajo consiste en analizar los determinantes de la prima pagada en las fusiones y adquisiciones (F&A) realizadas por las entidades de crédito europeas, de manera que se pueda ofrecer alguna indicación sobre los motivos de la oleada de F&A bancarias en la década de los 90.

El análisis empírico se realiza para una muestra de 81 operaciones de fusión y adquisición realizadas por entidades de crédito europeas en el periodo 1994-2000.

Los resultados muestran la existencia de diferentes variables que hacen atractiva a la entidad objetivo para el adquirente, como son el porcentaje de fondos propios, el porcentaje de préstamos y la rentabilidad financiera. Sin embargo, se observa como la mayor diversificación geográfica o de productos que puede alcanzarse a través de F&A no ha sido considerada por los adquirentes como un motivo que justifique el pago de primas superiores, siendo el medio de pago utilizado uno de los principales determinantes de la prima.

Palabras clave: Primas / Fusiones y adquisiciones bancarias.

Determinants of Premiums Paid in European Bank Mergers and Acquisitions

Abstract: The aim of this paper is to analyse the determinants of the premium paid in European bank mergers and acquisitions (M&A). This analysis will highlight the reasons for the bank M&A wave in the 90s decade.

The empirical analysis is accomplished using a sample of 81 European bank mergers and acquisitions since 1994 to 2000.

The results show that there are different variables that make the target bank attractive for the acquirer, such as the percentage of equity, the percentage of loans and return on equity. However, geographic and product diversification have not been considered by the acquirers as a reason to pay higher premiums, being the method of payment one of the main determinants of the premium paid.

Key Words: Premiums / Bank mergers and acquisitions.

INTRODUCCIÓN Y MOTIVACIÓN

Los cambios en el entorno económico y regulatorio han transformado profundamente el sector financiero en los últimos años. En particular, el desarrollo de los mercados de activos, la desintermediación, la desregulación, la innovación financiera y el aumento de las posibilidades tecnológicas, han propiciado una mayor liberalización del sector y un incremento de la competencia.

En este contexto, las fusiones y adquisiciones (F&A) han sido consideradas como una respuesta estratégica de las entidades financieras a los cambios acaecidos (Berger, Demsetz y Strahan, 1999), habiéndose observado un incremento en el número de estas operaciones tanto en Estados Unidos como en Europa en la década de los noventa. En concreto, el número de F&A realizadas por las entidades financieras europeas ha pasado de 330 en 1990 a 1072 en el año 2000, y el número de F&A realizadas por entidades de crédito ha aumentado de 97 en 1990 a 269 en el año 2000 (Fuente: Thomson Financial).

El incremento de las F&A en Europa ha estado motivado además por dos factores fundamen-

tales. Por un lado, la implantación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria¹ ha permitido una mayor liberalización financiera al reducir las restricciones a la expansión de las entidades financieras hacia otros países pertenecientes a la UE. Por otro lado, la creación de la unión monetaria con la introducción de la moneda única. La moneda única lleva consigo una mayor integración de los mercados, lo que implica un mayor atractivo para las operaciones de reestructuración empresarial, por la posibilidad de beneficiarse de nuevas oportunidades, o bien como medida defensiva para proteger los mercados nacionales de la competencia internacional (Campa y Hernando, 2004).

Sin embargo, a pesar del incremento experimentado en el número de F&A, las ganancias asociadas a las mismas no están claras². Por un lado, aquellos estudios que analizan el rendimiento anormal obtenido por los accionistas de las entidades involucradas en una F&A han mostrado resultados mixtos observándose en la mayoría de los trabajos previos³ rendimientos anormales positivos para la entidad objetivo, y negativos o no significativos para la adquirente.

Por otro lado, aquellos trabajos que analizan la influencia de las F&A sobre la rentabilidad o la eficiencia de las entidades tampoco han resultado concluyentes. Si bien algunos estudios encuentran un incremento en la eficiencia (Akhavein, Berger y Humphrey, 1997) o en el ratio de valoración (Cyree, Wansley y Black, 2000) de aquellos bancos que adquieren otras entidades de crédito, otros análisis no obtienen beneficios apreciables derivados de la operación, al no observar una influencia significativa de la adquisición sobre la eficiencia (Berger y Humphrey, 1992; DeYoung, 1993 y Peristiani, 1997) o la rentabilidad (Srinivasan y Wall, 1992; Linder y Crane, 1992 y Pilloff, 1996) de las entidades que intervienen.

En este contexto el estudio del precio pagado en las operaciones de F&A se vuelve especialmente relevante, dado que la ausencia de ganancias que se derivan de estas operaciones podría explicarse por la elevada prima que se paga en la adquisición, que compromete la solvencia y estabilidad de la nueva organización. De hecho, la prima pagada en las adquisiciones hostiles que se han realizado desde 1985 ha provocado que un 75% de las mismas fracasase, lo que ha repercutido en un descenso de dichas operaciones desde aproximadamente un 22% del total de adquisiciones en 1987 hasta menos de un 10% en 1998 (Cuervo, 1999).

En particular, el objetivo de este trabajo consiste en analizar los determinantes de la prima pagada en las F&A realizadas por las entidades de crédito europeas. Un mayor entendimiento de los factores que determinan dicho precio permitirá establecer cuáles son las características de la entidad objetivo y del mercado en el que actúa que resultan atractivas para la entidad adquirente, ofreciendo al menos alguna indicación sobre los motivos de la oleada de fusiones y adquisiciones bancarias en la década de los 90 (Rhoades, 1987). Además, este análisis mostrará las implicaciones que la continuación de estas operaciones tendrá en el sector bancario.

Sin embargo, la prima pagada no depende únicamente de lo atractiva que resulte la entidad objetivo por su valor potencial, sino también de la capacidad financiera del adquirente. Por lo tanto, en el análisis se introducirán variables in-

dicativas de características tanto de la entidad objetivo como de la entidad adquirente.

Este trabajo permitirá eliminar algunas limitaciones observadas en estudios previos cuyo objetivo radicaba bien en analizar los determinantes de las primas pagadas en las adquisiciones bancarias, o bien en analizar los motivos de las F&A.

En primer lugar, como señalan Cheng, Gup y Wall (1989), las conclusiones alcanzadas en estudios previos sobre los determinantes de la prima pueden venir influidas por el área geográfica en la que se ha desarrollado la operación de F&A y por el momento en el que se ha producido, lo que impide extrapolar los resultados obtenidos de manera general para cualquier país o tipo de entidad.

Por un lado, los trabajos realizados hasta la fecha se han centrado en el análisis de las operaciones en el mercado americano, mientras que en Europa no existe ningún estudio en esta línea. A diferencia de Estados Unidos, Europa se caracteriza por unas menores restricciones regulatorias en cuanto a la expansión bancaria tanto geográfica como de productos⁴. Esta menor restricción, da lugar a un mayor número de compradores potenciales y por tanto, en Europa las primas pagadas en las F&A bancarias podrían ser mayores.

Por otro lado, los resultados presentados en trabajos previos han sido mixtos y dependen en gran medida del periodo analizado, de la muestra seleccionada y de la metodología. De hecho, gran parte de los trabajos han utilizado tamaños muestrales reducidos y no han abarcado el análisis de la oleada de fusiones y adquisiciones que se produjo en la década de los 90, puesto que la mayoría de los estudios utilizan datos de los 80.

En segundo lugar, este trabajo permite eliminar algunas limitaciones observadas en los trabajos realizados para analizar los motivos de las F&A al constituir un enfoque alternativo para analizar los mismos.

Las F&A entre las entidades crediticias pueden realizarse por diferentes razones, que suelen variar en función de las características de cada institución, en cada país e incluso en el tiempo. En general, se distinguen dos motivos esenciales que justifican la realización de una F&A: la maximización del valor de la empresa y la

maximización de la riqueza de los directivos o búsqueda de beneficios privados.

La determinación de estos motivos es una cuestión empírica que se ha tratado en la literatura desde dos puntos de vista.

Por un lado, se han estudiado los rendimientos anormales que acompañan a una operación de F&A, tratando de medir el efecto que la consolidación tiene sobre las expectativas de creación de valor existentes en el mercado. En este sentido, si se observa un rendimiento anormal positivo el motivo de la operación sería la maximización del valor, mientras que si no se produce dicho rendimiento anormal podría deberse a la búsqueda de beneficios privados⁵.

El inconveniente de estos estudios es que los resultados pueden reflejar la opinión y el comportamiento especulativo de los inversores en relación con los resultados que esperan obtener de la operación. Sin embargo, lo que esperan los inversores puede diferir de lo que realmente persiguen los directivos, por lo que los resultados obtenidos no permitirán establecer claramente la razón por la que se realiza la adquisición.

Por otro lado, para analizar los motivos de las F&A se ha estudiado el efecto que la operación provoca sobre la rentabilidad o eficiencia de las entidades implicadas. Sin embargo, este tipo de trabajos también presentan limitaciones. Por un lado, la utilización de datos contables para calcular las variables que podrían ser manipulados y, por otro, la medida de la rentabilidad o de la eficiencia justo después de la operación no refleja las expectativas de los directivos por lo que la razón por la que se realizó la operación puede malinterpretarse⁶.

En este sentido, el análisis de los determinantes de la prima pagada en la operación, que permite determinar qué variables de la entidad objetivo resultan atractivas y, por lo tanto, qué motivos existen para realizar la adquisición, permitirá evitar algunos de estos inconvenientes. La ventaja de este análisis sobre los estudios de eventos es que la prima no está relacionada directamente con la opinión o especulaciones de los inversores externos. Por su parte, en relación a los estudios de eficiencia y rentabilidad, el estudio de los determinantes de la prima analiza los motivos a priori, en el momento de pagar por

la operación, por lo que aunque la operación no resulte como esperaban los directivos y la rentabilidad o la eficiencia sean distintas a las previstas, la razón por la que se realizó la operación no se verá afectada (Rhoades, 1987).

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

ANTECEDENTES EN EL ESTUDIO DE LAS PRIMAS PAGADAS EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES BANCARIAS

Los trabajos previos que analizan los determinantes de la prima han utilizado dos clases de metodología. Por un lado, algunos trabajos introducen directamente en los modelos un elevado número de ratios financieros y otras variables, para posteriormente seleccionar aquellas que mayor significatividad alcancen en un procedimiento de análisis por pasos⁷ (Fraser y Kolarri, 1988; Frieder y Petty, 1991). Sin embargo, operando de esta manera se introduce una elevada arbitrariedad en los modelos que, con frecuencia, se sobreajustan. Por otro lado, un segundo conjunto de trabajos seleccionan las variables que se incluyen en el modelo de acuerdo con una serie de hipótesis basadas en los análisis empíricos previos y en la literatura existente (Hannan y Rhoades, 1987; Worthington, 2004). De esta manera, es posible elegir de forma más consistente los factores a analizar, por lo que se eliminarían los inconvenientes del método anterior. Esta segunda manera de proceder es la que se llevará a cabo en este estudio.

La prima pagada está en función de múltiples factores, que podríamos agrupar en dos categorías principalmente: características de la empresa objetivo que la hacen atractiva y que justifican el pago de una prima superior y características de la empresa adquirente que miden su capacidad

para llevar a cabo la adquisición, que se desarrollan a continuación y a partir de las cuales se formulan las hipótesis a contrastar. Las hipótesis planteadas nos permitirán obtener alguna conclusión sobre los motivos que conducen a la realización de una F&A .

CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA OBJETIVO QUE JUSTIFICAN EL PAGO DE UNA PRIMA

La entidad objetivo puede resultar atractiva por dos motivos, que se vinculan con los objetivos perseguidos en la operación: la maximización del valor y la búsqueda de beneficios privados. Esto da lugar a plantear dos hipótesis generales que se desarrollan a continuación:

- *Hipótesis 1: “Cuanto más atractiva resulte la entidad objetivo para el adquirente, porque su objetivo sea maximizar el valor, mayor será la prima pagada”.*
- *Hipótesis 2: “Cuanto más atractiva resulte la entidad objetivo para el adquirente, porque su objetivo sea conseguir beneficios privados, mayor será la prima pagada”.*

Maximización del valor. Desarrollo de la hipótesis 1

La maximización del valor debería ser el principal motivo de las operaciones de consolidación (Berger, Demsetz y Strahan, 1999; Group of Ten, 2001). El incremento en el valor puede conseguirse por diferentes razones: las economías de escala, las economías de alcance, el poder de mercado, la mejora en la gestión y la reducción del riesgo a través de una diversificación geográfica y de productos que se deriva de la operación de F&A. Cada una de estas razones da lugar al planteamiento de una subhipótesis como se señala a continuación.

◆ *Economías de escala y de alcance.* En primer lugar, las fusiones bancarias pueden estar motivadas por el deseo de obtener sinergias a través de economías de escala o de economías de alcance. La presencia de economías de escala implicaría la reducción de los costes o el aumento de los ingresos por unidad debido al incre-

mento del tamaño o el número de ventas o bienes producidos. Las economías de alcance permiten reducir los costes por unidad debido a las sinergias derivadas de la producción de múltiples servicios por parte de una misma entidad.

En este sentido, el precio pagado en una F&A puede depender de la capacidad del adquirente para reducir los costes de la nueva organización, lo que resulta más sencillo en la adquisición de entidades más pequeñas (Thompson, 1997; Focarelli, Panetta y Salleo, 2002; Worthington, 2004). En particular, los trabajos previos suelen plantear esta cuestión utilizando una variable que considera el “tamaño relativo entre el objetivo y el adquirente”. Cuanto mayor sea la diferencia en el tamaño, mayor será la probabilidad de que el adquirente mejore la eficiencia y rentabilidad de la entidad objetivo a través de economías de escala y de alcance ofreciendo nuevos servicios y tecnología a la misma. Además, cuando el tamaño de la entidad objetivo y de la adquirente es similar resulta más difícil y costoso la unión de diferentes culturas en una fusión.

Este argumento da lugar a plantear la siguiente subhipótesis:

- *Hipótesis 1.1: “Cuanto mayor sea la diferencia en tamaño entre el adquirente y el objetivo, mayor será la prima pagada”.*

La evidencia empírica obtenida en este sentido no resulta concluyente. Por un lado, los trabajos de Benston, Hunter y Wall (1995), Palia (1993), Cheng, Gup y Wall (1989) y Darnell (1973) obtienen evidencia significativa de que la prima pagada es mayor cuanto mayor es la diferencia en tamaño⁸ entre las entidades involucradas en la operación. En la misma línea se plantea el trabajo de Brewer, Jackson, Jagtiani y Nguyen (2000), aunque estos autores tienen en cuenta cómo valora el mercado la diferencia en tamaño. La relación negativa que observan entre el tamaño relativo y el rendimiento anormal generado alrededor del anuncio de F&A les lleva a la conclusión de que el mercado no aprecia los beneficios de crear una entidad demasiado grande (too big to fail) a través de una fusión entre iguales, sino que existen problemas derivados de la unión de culturas de dos grandes entidades. Por otro lado, se ha llegado a observar el resultado

contrario, es decir, el pago de primas superiores en adquisiciones en las que las entidades son más similares en tamaño (Rogowski y Simonson, 1987). Por último, la diferencia en tamaño resulta no significativa sobre la prima pagada en el trabajo de Jackson y Gart (1999), ya que estos autores encuentran que la sinergia es únicamente posible si, además de tener un tamaño diferente, ambas entidades actúan en la misma zona geográfica.

◆ *Poder de mercado.* Otro de los motivos para realizar una F&A es la búsqueda de un incremento en el poder de mercado. En este sentido, resultarán más atractivas aquellas entidades que pertenecen al mismo marco geográfico que el adquirente, ya que su adquisición les permitirá aumentar su poder en un determinado mercado. Este hecho, puede originar un incremento de los beneficios mediante una subida de los tipos de interés de los préstamos y una bajada del de los depósitos (Berger, Demsetz y Strahan, 1999). De manera que si el objetivo perseguido con la operación es incrementar el poder de mercado, podríamos plantear una segunda subhipótesis en los siguientes términos:

- *Hipótesis 1.2: “La prima pagada será mayor cuanto mayor sea la cuota de mercado de la entidad objetivo y ambas entidades pertenezcan al mismo país”.*

Sin embargo, se debería tener en cuenta las restricciones que las autoridades pueden imponer a las adquisiciones que den lugar a un incremento importante en el poder de mercado con el objetivo de no dañar la competencia.

◆ *Mejora en la gestión.* La gestión de la entidad objetivo puede afectar al precio que se paga por la misma en dos sentidos. Por un lado, el adquirente puede encontrar más atractivas aquellas entidades que se hayan gestionado adecuadamente, dando lugar al pago de primas superiores por aquéllas que hayan recibido una mejor gestión. Sin embargo, por otro lado, si la gestión actual se considera ineficiente, y existe la posibilidad de mejorarla realizando cambios en la organización y/o comportamiento empresarial, se pagarán mayores primas por este tipo de entidades. La evidencia observada, en términos gene-

rales, se decanta más por el primero de los argumentos, como se indica a continuación.

Por un lado, si el adquirente busca entidades que hayan sido gestionadas eficientemente, se debería observar el pago de primas superiores por este tipo de entidades, es decir, pagar más por aquéllas que se considera tienen un mayor valor. Puesto que la eficiencia de la gestión de los directivos no es directamente observable se han utilizado variables para aproximarla, como son la rentabilidad y el crecimiento de la entidad. Este argumento da lugar al planteamiento de una tercera subhipótesis:

- *Hipótesis 1.3: “La prima pagada es mayor en la compra de entidades que hayan sido gestionadas más eficientemente”.*

La evidencia observada muestra una relación positiva entre la prima y la rentabilidad de la entidad objetivo tanto económica - ROA (Fraser y Kolari, 1988; Hakes, Brown y Rappaport, 1997; Palia, 1993; Jackson y Gart, 1999) como financiera - ROE (Beatty Santomero y Smirlock, 1987; Cheng, Gup y Wall, 1989; Frieder y Petty, 1991; Shawky, Kilb y Staas, 1996 y Brewer, Jackson y Jagtiany, 2000).

Por otro lado, si el motivo para realizar la F&A es mejorar la gestión de la entidad objetivo, y conseguir así una mayor eficiencia y valor de la entidad, la posibilidad de lograrlo será mayor en aquellas entidades que antes de ser objeto de adquisición han resultado menos eficientes, dando lugar al pago de una prima superior por la adquisición de este tipo de entidades⁹, lo que daría lugar a plantear la relación establecida en la Hipótesis 1.3 en sentido contrario. En el sector industrial, Bethel, Porter y Opler (1998) señalan que a través de las adquisiciones¹⁰ se identifican y rectifican problemas de rendimientos escasos en la empresa objetivo. Sin embargo, no está tan claro que las adquisiciones sean capaces de identificar las empresas mal gestionadas. De hecho, en el Reino Unido, por ejemplo, se constata que solamente un tercio de las adquisiciones hostiles realizadas en 1989 y los primeros meses de 1990 fueron dirigidas contra empresas que mostraban signos inequívocos de mala gestión. Asimismo, a pesar de que más de la mitad de los gestores de

las entidades bancarias son despedidos antes de que hayan transcurrido dos años desde la operación (Hadlock *et al.*, 1999), tanto en el estudio de Martin y McConnell (1991) para Estados Unidos como en el de Franks y Mayer (1996) para el Reino Unido se constata que no existen diferencias significativas en las primas pagadas en aquellas ofertas en las que se había producido un cambio en el ejecutivo de la empresa objetivo y aquellas en las que no se había producido tal cambio.

Asimismo, estudios previos sobre los determinantes de la prima pagada en F&A han valorado la influencia de la capacidad del adquirente para mejorar la gestión de la entidad objetivo. En este sentido, si el adquirente está gestionado adecuadamente, tendrá un mayor potencial para mejorar la gestión de la entidad objetivo y permitirá obtener un mayor valor de las entidades involucradas en la operación. De acuerdo con este argumento, las variables del adquirente que han resultado significativas en sentido positivo en la determinación de la prima pagada son: el crecimiento de los depósitos principales (Cheng, Gup y Wall, 1989) y la rentabilidad económica (Hakes, Brown y Rappaport, 1997¹¹).

En este caso la hipótesis a contrastar se plantea en los siguientes términos:

- *Hipótesis 1.4: “La prima pagada es mayor cuando el adquirente presenta una gestión más eficiente”.*

♦ *Diversificación.* Uno de los motivos para realizar una fusión bancaria es el deseo de reducir el riesgo total a través de la diversificación geográfica y de productos. El adquirente busca diversificar las ganancias generando mayores niveles de flujos de caja para un mismo nivel de riesgo total. De esta manera, un adquirente pagará más por una entidad que le ofrezca la posibilidad de diversificar sus ganancias (Benston, Hunter y Wall, 1995). En este sentido, se ha observado una relación negativa entre el riesgo, medido a través de la variabilidad del rendimiento económico de la entidad objetivo, y la prima pagada, apoyándose la hipótesis de que el objetivo de la operación es la diversificación de ganancias (Benston, Hunter y Wall, 1995; Brewer, Jackson y Jagtiani, 2000).

Asimismo, si el objetivo es la diversificación de actividades, uno podría esperar el pago de una prima superior en las adquisiciones de entidades financieras no bancarias (como compañías de inversión y de seguros) por parte de las entidades de crédito. Empíricamente, no se observan resultados concluyentes que permitan afirmar que la adquisición de entidades financieras no bancarias mejoran los resultados de la entidad adquirente¹² (Cyree, Wansley y Black, 2000) y por lo tanto, la mayor prima pagada en este tipo de operaciones podría estar justificada por la diversificación de ingresos (Kwan, 1998). Sin embargo, la banca europea opera de acuerdo con el principio de “Banca Universal” ofreciendo una gran gama de productos. Salvo algunas excepciones, la mayoría de las instituciones de crédito europeas ofrecen servicios relacionados con seguros, banca de inversión y planes de pensiones, además de los servicios de banca comercial tradicional, por lo que, en este contexto, no tendría sentido el pago de primas superiores por la compra de entidades financieras no bancarias¹³. Sin embargo, a pesar de ofrecer diferentes servicios financieros, dentro de las entidades de crédito se puede encontrar diferentes grupos de especialización, en función de la intensidad con que realizan cada servicio (DeLong 2001). En este sentido, al adquirente le puede resultar atractiva una entidad por el hecho de pertenecer a un grupo de especialización productiva diferente, pudiendo estar dispuesto a pagar un precio superior. En definitiva, la subhipótesis planteada es:

- *Hipótesis 1.5: “La prima pagada es mayor en la adquisición de entidades que permiten diversificar la actividad productiva”.*

La búsqueda de una mayor diversificación geográfica también puede influir en el precio que se paga por una operación de F&A, puesto que se puede mejorar la relación riesgo – rentabilidad de la entidad, debido a la baja correlación existente entre los costes e ingresos provenientes de diferentes localizaciones (Berger, DeYoung, Genay y Udell, 2000). En este sentido, la diversificación geográfica tendría una relación positiva con la prima pagada, como planteamos en la subhipótesis 1.6.

- *Hipótesis 1.6: “La prima pagada es mayor en la adquisición de entidades que permiten diversificar geográficamente”.*

Sin embargo, existen dos motivos por los cuales la diversificación geográfica puede reducir la eficiencia de las entidades que realizan este tipo de operaciones y por lo tanto la prima que se está dispuesto a pagar, como son las dificultades para gestionar y controlar entidades a distancia (Berger y DeYoung, Genay y Udell, 2000) y la existencia de barreras idiomáticas, culturales y regulatorias al establecimiento de empresas extranjeras en las economías domésticas. En este sentido, se observa que las operaciones de fusión y adquisición fuera de las fronteras del país al que pertenece el adquirente son menos usuales en el sector bancario que en otro tipo de sectores, posiblemente por la importancia de las asimetrías de la información en las relaciones bancarias y las restricciones regulatorias (Focarelli y Pozzolo, 2001). Así, las operaciones de consolidación domésticas no sólo permiten eliminar los inconvenientes anteriores, sino que además posibilitan la eliminación de los costes redundantes por solapamiento geográfico (Berger y Humphrey, 1992; Pilloff, 1996). Este planteamiento daría lugar a establecer la Hipótesis 1.6 en sentido contrario.

La evidencia observada en relación con la prima pagada en aquellas operaciones que dan lugar a una mayor diversidad geográfica ha sido mixta. Esta cuestión ha sido abordada en los estudios realizados para el mercado estadounidense, diferenciando las operaciones que se realizan dentro de un mismo estado y las realizadas inter-estatalmente. Por un lado, se plantea que conseguir una mayor diversificación geográfica entrando en nuevos mercados a través de F&A implica el pago de una prima superior. En este sentido, se observa el pago de una prima mayor en las transacciones interestatales (Rogowski y Simonson, 1987, Frieder y Petty, 1991, Shawky, Kilb y Staas, 1996). Por otro lado, se considera que realizar F&A dentro del mismo estado permite reducir costes y obtener sinergias derivadas de las economías de escala. En este sentido, el trabajo de Jackson y Gart (1999) muestra el pago de una prima superior en las operaciones intra-estatales.

♦ *El mercado en el que se realiza la F&A como factor explicativo de la prima pagada.* El

mercado en el que opera la entidad objetivo puede resultar atractivo para el adquirente, puesto que puede determinar la posibilidad de generar ganancias derivadas de la operación y maximizar el valor. Por lo tanto, el mercado afectará al precio que se está dispuesto a pagar en la adquisición.

Por un lado, un mayor crecimiento económico o desarrollo del sector bancario en el país de la entidad objetivo indica la capacidad para generar nuevos ingresos por parte de la entidad adquirente, de manera que la prima pagada por entidades que se encuentren en países con una mayor tasa de crecimiento¹⁴ o con un mayor tamaño de su sector bancario¹⁵ será mayor (Rhoades, 1987; Frieder y Petty, 1991; Focarelli y Pozzolo, 2001).

Por otro lado, algunos autores han planteado el pago de una prima para entrar en mercados más concentrados, ya que estos mercados tienen una mayor probabilidad de ser rentables debido a la reducida competencia. Sin embargo, la evidencia observada ha sido mixta, ya que si bien Beatty, Santomero y Smirlock (1987) encuentran una relación positiva y significativa entre la prima pagada y esta variable, otros autores encuentran una relación no significativa (Hakes *et al.*, 1997; Brewer *et al.*, 2000b).

La importancia del mercado en el que actúa la entidad objetivo ha llevado a diferentes autores a introducir en sus análisis sobre los determinantes de la primas variables dummy indicativas de la zona geográfica a la que pertenece la misma (Frieder y Petty, 1991; y Brewer *et al.*, 2000b). En este sentido, se controlaría cualquier posible aspecto que pueda afectar al pago de una prima superior dentro de un mercado.

En definitiva la subhipótesis a contrastar establece:

- *Hipótesis 1.7: “La prima pagada es mayor en la compra de entidades que pertenecen a un mercado en el que la posibilidad de obtener ganancias derivadas de la operación es mayor”.*

Objetivos diferentes a la maximización del valor. Desarrollo de la hipótesis 2

Existen otra serie de motivos que hacen atractiva a la entidad objetivo y que justifican la realización de una operación de fusión o adqui-

sición, con una finalidad distinta a la maximización del valor de la entidad, como es la maximización de la riqueza de los propios directivos o búsqueda de beneficios privados (Berger, Demsetz y Strahan, 1999; Group of Ten, 2001). Por lo tanto, como planteaba la hipótesis 2 “Cuanto más atractiva resulte la entidad objetivo para el adquirente, porque su objetivo sea conseguir beneficios privados, mayor será la prima pagada”.

Las fusiones pueden realizarse con el objetivo de crecer rápidamente en otros entornos y alcanzar un tamaño lo suficientemente grande que les permita no fracasar¹⁶. Este motivo, que en la literatura anglosajona se denomina “too big to fail”, ha sido una de las razones que justifican las grandes fusiones bancarias en los 90 (Kane, 2000) y puede justificar que se paguen primas superiores por aquellas fusiones entre iguales y mega-fusiones. Este deseo de crecer agresivamente hace que aquellas entidades más grandes y rentables tengan un mayor incentivo para pagar mayores primas en una operación de F&A (Hakes, Brown y Rappaport, 1997).

Asimismo, el mayor crecimiento de la entidad objetivo la hace más atractiva para satisfacer este mismo deseo. En este sentido, la variable generalmente utilizada para medir este crecimiento ha sido el crecimiento del activo. La evidencia encontrada en relación con esta variable ha sido mixta, ya que si bien resulta significativa en los trabajos de Hakes, Brown y Rappaport (1997), Cheng, Gup y Wall (1989)¹⁷ y Rhoades (1987), resulta no significativa en el trabajo de Palia (1993).

En este sentido la subhipótesis planteada establece:

- *Hipótesis 2.1: “El deseo de la entidad adquirente de alcanzar un gran tamaño le lleva a pagar primas superiores por operaciones entre iguales y por entidades que han crecido más”.*

Por otro lado, el motivo para realizar una adquisición puede limitarse al deseo de evitar ser absorbido por otras entidades –acciones defensivas–. En este sentido, el estudio de Louis (2004) muestra que aquellas entidades que han sido previamente objetivo de una operación pagan una prima superior por realizar una adquisición,

lo que nos lleva a plantear en los mismos términos la siguiente subhipótesis:

- *Hipótesis 2.2: “La prima pagada es mayor por parte de aquellas entidades que han sido previamente objeto de una adquisición”.*

Asimismo, si el objetivo perseguido con la operación de F&A es conseguir el control de la entidad objetivo, el porcentaje accionarial que posee el adquirente de la entidad adquirida antes de realizar la operación afectará a la prima pagada por la misma (Bris, 2002). Así, la tercera subhipótesis plantea:

- *Hipótesis 2.3: “La prima pagada es mayor cuanto menor es el porcentaje accionarial que poseía el adquirente de la entidad objetivo antes de la operación”.*

Por último, no se debe olvidar la posibilidad de que los gestores se embarquen en operaciones de consolidación simplemente porque el resto de las entidades lo están haciendo y lleven a cabo un comportamiento “imitador” para seguir a la competencia. Asimismo, podríamos justificar el proceso de consolidación bancaria como respuesta a la desregulación (Berger, De Young, Genay y Udell, 2000) al igual que Mitchell y Mulherim (1996) justifican las adquisiciones empresariales como respuesta a los shocks industriales, la desregulación y la innovación financiera, con el ánimo de llevar a cabo un proceso de reestructuración para adaptar la empresa a la nueva realidad.

LA ACTIVIDAD BANCARIA DE LA ENTIDAD OBJETIVO COMO FACTOR EXPLICATIVO DE LA PRIMA PAGADA EN OPERACIONES DE F&A

La entidad objetivo puede resultar atractiva para el adquirente por la clase de actividad bancaria que desarrolla. En este sentido, la literatura previa plantea al menos tres variables que miden la actividad bancaria de la entidad objetivo que pueden afectar al precio pagado en su adquisición. Sin embargo, estas variables no están relacionadas con un objetivo claro perseguido por el adquirente en la operación, por lo que las consi-

deramos dentro de una tercera hipótesis, teniendo en cuenta los siguientes argumentos:

- a) Recursos propios / activo. La regulación bancaria establece que las entidades de crédito deben mantener un porcentaje mínimo en recursos propios con el objetivo de reducir el riesgo. Sin embargo, un mayor porcentaje de capital sobre el activo total podría indicar que la entidad objetivo está utilizando su capital ineficientemente y es aversa al riesgo, lo que la hace menos atractiva, siendo menor la prima pagada. Evidencia en este sentido encuentran Rhoades, (1987), Rogowski y Simonson (1987) y Hakes, Brown y Rappaport (1997). Sin embargo, Palia (1993) no observa resultados significativos para esta variable¹⁸.
- b) Préstamos / activo total. Este ratio mide la iliquidez del activo así como el efecto de las posibles pérdidas derivadas de los préstamos sobre el activo y el capital, lo que haría menos atractiva a la entidad objetivo, reduciéndose la prima pagada, *ceteris paribus*¹⁹ (Beatty, Santomero y Smirlock, 1987).
- c) Ingresos no financieros / activo. En la década de los 90 ha existido un importante cambio en la estructura de los ingresos de las empresas bancarias. El incremento en la competencia en el sector bancario ha provocado una reducción de los ingresos tradicionales en concepto de intereses, convirtiéndose los ingresos no financieros (*non-interest income*) en el componente más dinámico de los ingresos de la banca europea. Estas fuentes de ingresos son, por ejemplo, los derivados de la titulización de préstamos, servicios de las tarjetas de crédito, colocación de una emisión (Hakes, Brown y Rappaport, 1997), habiéndose observado una relación positiva entre esta variable y la prima pagada.

En definitiva, la hipótesis 3 establece:

- *Hipótesis 3: “La actividad bancaria que desarrolla la entidad objetivo, medida a través del menor porcentaje de fondos propios, menor porcentaje de préstamos y mayor porcentaje de ingresos no financieros, aumenta la prima pagada en la adquisición”.*

CAPACIDAD PARA PAGAR DEL ADQUIRENTE: EFECTOS SOBRE LA PRIMA

La fortaleza financiera de la entidad bancaria permitirá a ésta pagar un precio más elevado en sus F&A. Variables del adquirente que han resultado significativas en la determinación de la prima en sentido positivo son: los ingresos no financieros, la rentabilidad económica (Hakes, Brown y Rappaport, 1997) y el porcentaje de capital sobre el activo total (Benson, Hunter y Wall, 1995). Sin embargo, otros autores como Jackson y Gart (1999) y Frieder y Petty (1991) encuentran una relación no significativa entre la prima pagada y las siguientes variables financieras del adquirente: tamaño, rentabilidad económica, porcentaje de depósitos principales sobre activo total, ratio de endeudamiento financiero y la rentabilidad financiera. Esta ausencia de significatividad ha llevado a algunos autores a no incluir en sus análisis dichas variables del adquirente (Palia, 1993).

Sin embargo, a pesar de que la capacidad para pagar del adquirente se ha mostrado en ocasiones no significativa en la explicación de la prima, el medio utilizado para pagar la operación (acciones o efectivo) ha resultado especialmente relevante, de acuerdo con dos motivos: las sinergias financieras y la hipótesis de sobrevaloración. De acuerdo con el primero, Hakes et al. (1997) plantea la posibilidad de obtener sinergias financieras mayores si se realiza el pago a través de acciones en lugar de en efectivo, debido a que este último medio de pago provocaría restricciones de liquidez. En este sentido, la prima pagada por la operación resulta mayor cuando el pago se haya producido con acciones (Hakes et al., 1997; Shawky, Kilb y Staas, 1996; Beatty, Santomero y Smirlock, 1987). Esta misma relación entre la prima y medio de pago podemos explicarla de acuerdo con la hipótesis de sobrevaloración de Myers y Majluf (1984). Esta hipótesis parte de la existencia de información asimétrica sobre la empresa, de manera que se considera que la dirección posee mayor información sobre la misma que el resto de agentes. Si los directivos de la entidad adquirente consideran que sus activos están sobrevalorados, tendrán un mayor incentivo a pagar la adquisición con acciones. Sin embargo, el mercado, consciente de la asimetría informativa, interpretará el pago con acciones como una señal negativa, lo

que reducirá el valor de las acciones de la entidad adquirente. De manera que la prima pagada en la adquisición debería ser mayor si el pago se produce con acciones en lugar de en efectivo.

En definitiva, la revisión de la literatura existente nos permite establecer dos hipótesis en relación con la capacidad para pagar del adquirente y el medio de pago utilizado:

- *Hipótesis 4.1: “Cuanto mayor sea la fortaleza financiera del adquirente, mayor será la prima pagada”.*
- *Hipótesis 4.2: “Si la adquisición se paga en efectivo, la prima es menor”.*

ANÁLISIS EMPÍRICO: DEFINICIÓN DE LA MUESTRA, VARIABLES Y METODOLOGÍA

DEFINICIÓN DE LA MUESTRA

El análisis empírico se realiza para una muestra de fusiones y adquisiciones realizadas por entidades bancarias de la Unión Europea, durante el periodo 1994-2000. Dado que para el cálculo de algunas variables se necesitarán datos retardados dos periodos, la información sobre las entidades bancarias abarca el periodo 1992-2000.

Inicialmente se dispone del conjunto de entidades crediticias europeas que proporciona la base de datos Bankscope y que asciende a 4.187 y del número total de adquisiciones que realizan dichas entidades y que asciende a 1.733 facilitado por la base de datos Thomson Financial. Asimismo, de la base de datos Bankscope se obtiene la información sobre cuentas de pérdidas y ganancias y balance de las entidades de crédito necesaria para realizar los contrastes, de la base de datos Thomson Financial, la relativa a las características de las operaciones de F&A y de World Development Indicators 2001 la información macroeconómica de los países.

Una vez analizados los datos disponibles que resultan necesarios para el desarrollo del análisis empírico se obtiene una muestra compuesta por 81 adquisiciones. A pesar de que se dispone de información para calcular la prima de la operación en un total de 193 operaciones, con la información suministrada por Bankscope, única-

mente se pueden analizar operaciones en las que tanto la entidad adquirente como la objetivo pertenecen a países de la Unión Europea (eliminándose así todas las operaciones realizadas fuera de la UE) y realizadas entre entidades de crédito (eliminándose así todas las adquisiciones de entidades financieras no bancarias). De ahí la reducción de la muestra a las 81 adquisiciones finalmente analizadas en las que intervienen un total de 147 entidades de crédito diferentes²⁰.

La tabla 1 muestra el número de operaciones realizadas en cada año y la tabla 2 el número de operaciones por país del adquirente y de la entidad objetivo, observándose una concentración de las operaciones en los últimos años de la muestra y en los siguientes países: Italia, España y Francia. Asimismo, la tabla 3 señala las características de las operaciones de la muestra, observándose un mayor porcentaje de las operaciones pagadas en efectivo (80%) frente al pago en acciones y un mayor porcentaje de operaciones realizadas a nivel nacional (81%). Por otro lado, el porcentaje de operaciones realizadas por bancos frente a las realizadas por cajas de ahorros y cooperativas resulta bastante similar (57% por bancos y 43% por cajas de ahorros y cooperativas), observándose que en el 81% de las F&A la entidad objetivo es un banco.

METODOLOGÍA

La metodología utilizada para el contraste de las hipótesis consiste en un análisis de regresión lineal (Rhoades, 1987; Cheng, Gup y Wall, 1989; Hakes, Brown y Rappaport, 1997) que nos permita explicar la prima pagada en función de una serie de variables, cuya significatividad ayudará a establecer conclusiones sobre los motivos de las F&A así como sobre las características de la entidad objetivo y adquirente que determinan el pago de una prima mayor o menor²¹.

De acuerdo con las hipótesis planteadas, el número de variables que pueden afectar al precio pagado resulta elevado siendo el número de observaciones disponibles de 81. Para evitar problemas de multicolinealidad se ha procedido a realizar una regresión para cada una de las hipótesis generales que se plantean incluyendo aquellas variables que afectan únicamente a esa hipótesis²².

Tabla 1.- Número de operaciones de fusión y adquisición realizadas en cada año y valor medio y desviación típica de la prima observada

AÑO OPERACIÓN	Nº F&A	PRIMA MEDIA	DESV. TÍP.
1994	1	1,9552	.
1995	11	1,9277	,57140
1996	9	1,9302	,89922
1997	11	1,7265	,67876
1998	14	2,4384	1,61339
1999	17	2,3126	2,29009
2000	18	2,4289	1,32103
Total	81	2,1814	1,44777

Tabla 2.- Número de operaciones y prima media por país de la entidad objetivo y del adquirente

	ENTIDAD OBJETIVO			ADQUIRENTE		
	Nº F&A	%	Prima media (desv.tip.)	Nº F&A	%	Prima media (desv.tip.)
Alemania	6	7,4	1,63 (0,54)	8	9,9	1,58 (0,60)
Austria	3	3,7	1,56 (0,92)	1	1,2	2,32 (.)
Belgica	2	2,5	1,64 (0,12)	1	1,2	0,87 (.)
Dinamarca	-	-	-	1	1,2	2,68 (.)
España	17	21,0	2,39 (1,61)	15	18,5	2,29 (1,70)
Francia	13	16,0	2,14 (2,36)	12	14,8	2,35 (2,43)
Italia	31	38,3	2,17 (1,0)	31	38,3	2,34 (1,27)
Luxemburgo	-	-	-	4	4,9	1,43 (0,17)
Portugal	8	9,9	2,54 (1,65)	8	9,9	2,14 (0,60)
Suecia	1	1,2	2,68 (.)	-	-	-
Total	81	100,0		81	100,0	

Tabla 3.- Características de las operaciones de la muestra

	MODO DE PAGO		TIPO DE OPERACIÓN		TIPO DE OPERACIÓN	
	Acciones	Efectivo	Doméstica	Internacional (UE)	Fusión	Adquisición
Nº operaciones	16	65	66	15	14	67
Prima media	2,85	2,01	2,13	2,37	1,69	2,28

	TIPO DE ENTIDAD			
	Adquirente		Objetivo	
	Bancos	CCAA y Cooperativas	Bancos	CCAA y Cooperativas
Nº operaciones	47	34	66	15
Prima media	2,13	2,24	2,09	2,55

En particular, se establece una regresión para cada hipótesis general en los términos siguientes:

Hipótesis 1:

$$\text{Prima}_{it} = \mu_0 + \beta_0 \text{RSIZE} + \beta_1 \text{T_SIZE} + \beta_2 \text{PODER} + \beta_3 \text{T_ROE} + \beta_4 \text{A_ROE} + \beta_5 \text{A_GASSET} + \beta_6 \text{DIVERSIFICACIÓN} + \beta_7 \text{NACIONAL} + \sum_{j=1}^{j=7} \gamma_j \text{Dummys de país}_j + \sum_{t=1995}^{t=2000} \mu_t \text{Dummys temporales}_t + u_{it}$$

Hipótesis 2:

$$\text{Prima}_{it} = \mu_0 + \beta_0 \text{RSIZE} + \beta_1 \text{T_GASSET} + \beta_2 \text{A_SIZE} + \beta_3 \text{ADPREVIO} + \beta_4 \text{PPREVIO} + \sum_{j=1}^{j=7} \gamma_j \text{Dummys de país}_j + \sum_{t=1995}^{t=2000} \mu_t \text{Dummys temporales}_t + u_{it}$$

Hipótesis 3:

$$\text{Prima}_{it} = \mu_0 + \beta_0 \text{T_EQUITY} + \beta_1 \text{T_LOAN} + \beta_2 \text{T_INF} + \sum_{j=1}^{j=7} \gamma_j \text{Dummys de país}_j + \sum_{t=1995}^{t=2000} \mu_t \text{Dummys temporales}_t + u_{it}$$

Hipótesis 4 :

$$\text{Prima}_{it} = \mu_0 + \beta_0 \text{A_ROE} + \beta_1 \text{A_GASSET} + \beta_2 \text{A_EQUITY} + \beta_3 \text{A_INF} + \beta_4 \text{CASH} + \sum_{j=1}^{j=7} \gamma_j \text{Dummys de país}_j + \sum_{t=1995}^{t=2000} \mu_t \text{Dummys temporales}_t + u_{it}$$

Para el desarrollo del análisis empírico se han utilizado los programas estadísticos Stata 7.0 y SPSS 11.5.

DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES UTILIZADAS EN EL ANÁLISIS EMPÍRICO

Variable dependiente: la prima

La variable más utilizada para medir la prima pagada en las fusiones y adquisiciones bancarias en la literatura financiera ha sido el cociente entre el valor de la operación y el valor contable de la entidad objetivo²³. Esta variable presenta limitaciones puesto que el valor contable de una entidad no es un sustituto perfecto del valor de mercado de sus activos netos. En este sentido, Frieder y Petty (1991) consideran que puesto que la mayoría de los activos y pasivos bancarios son a corto plazo o su valor es actualizado frecuentemente, la aproximación resulta aceptable, y será la medida que se utilizará para medir la prima.

La prima media observada en la muestra de F&A europeas asciende a 2,1814 con un valor máximo de 9,76 y un valor mínimo de 0,30, siendo la desviación típica 1,44. En otros estudios realizados para el mercado americano la prima media ha resultado sensiblemente inferior. Palia (1993) obtiene una prima media de 1,89 (con un valor mínimo de 0,7 y máximo de 4,9) y Jackson y Gart (1999) muestran una prima media de 1,987.

A continuación se describen las variables independientes utilizadas para el contraste de las hipótesis planteadas, cuya selección se deriva de la revisión de la literatura realizada en el apartado 2. Las variables independientes que miden características de la entidad objetivo y adquirente utilizan información financiera de dichas entidades el año anterior a la F&A.

VARIABLES INDEPENDIENTES UTILIZADAS PARA EL CONTRASTE DE LA HIPÓTESIS 1

Estas variables consideran características de la empresa objetivo que justifican el pago de una prima cuando el objetivo perseguido en la operación es la maximización del valor.

VARIABLES RELACIONADAS CON LA POSIBILIDAD DE CONSEGUIR ECONOMÍAS DE ESCALA Y ALCANCE (HIPÓTESIS 1.1):

- Tamaño de la entidad objetivo (T_SIZE): medido a través del logaritmo neperiano del activo total de la entidad objetivo.
- Tamaño relativo (R_SIZE): cociente entre el activo total de la entidad objetivo y el activo total de la entidad adquirente.

VARIABLES RELACIONADAS CON LA BÚSQUDA DE UN INCREMENTO EN EL PODER DE MERCADO DEL ADQUIRENTE (HIPÓTESIS 1.2):

- La variable $PODER$ tendrá en cuenta la cuota de mercado de la entidad objetivo y su pertenencia al mismo mercado que el adquirente. Esta variable es el producto de la variable $CUOTA$ y la variable $NACIONAL$.

$CUOTA$ de mercado: $\frac{Depósitos_{it}}{\sum_{i=1}^n Depósitos_{it}}$, por-

centaje de los depósitos totales de un país que le corresponde a un banco determinado, siendo i cada una de las entidades de crédito de un país.

$NACIONAL$: variable dummy igual a 1 si la operación es doméstica, 0 en caso contrario.

VARIABLES QUE CONSIDERAN LA CALIDAD EN LA GESTIÓN DE LA ENTIDAD OBJETIVO (HIPÓTESIS 1.3):

- Rentabilidad de la entidad objetivo (T_ROE):

$$\frac{B^{\circ} \text{neto}_{t-1}}{\frac{\text{Fondos propios}_{t-1} + \text{Fondos propios}_{t-2}}{2}}$$

VARIABLES QUE CONSIDERAN LA CALIDAD EN LA GESTIÓN DE LA ENTIDAD ADQUIRENTE (HIPÓTESIS 1.4):

- ROE del adquirente (A_ROE):

$$\frac{B^{\circ} \text{neto}_{t-1}}{\frac{\text{Fondos propios}_{t-1} + \text{Fondos propios}_{t-2}}{2}}$$

- Crecimiento en el activo del adquirente (A_GASSET) = $(\text{Activo}_{t-1} - \text{Activo}_{t-2}) / \text{Activo}_{t-2}$.

VARIABLES RELACIONADAS CON LA BÚSQUDA DE DIVERSIFICACIÓN:

- Diversificación de actividades ($DIVERSIFICACION$) – (Hipótesis 1.5).

La variable utilizada para medir la diversificación de actividades ($DIVERSIFICACION$) requiere de una explicación más detallada, dado que para su cálculo fue preciso realizar un aná-

lisis cluster que permitiese identificar grupos de entidades de crédito en función de su especialización productiva.

El análisis cluster permite identificar grupos afines de comportamiento en base a un conjunto de variables, agrupando las entidades de forma que se minimicen las diferencias entre empresas dentro de cada grupo de especialización, a la vez que se maximizan las diferencias entre los distintos grupos (Pérez *et al.*, 2003).

El análisis cluster se realiza para el conjunto de entidades de crédito europeas²⁴ que suministra la base de datos Bankscope durante el periodo 1993-1999 y con un activo superior de 60 millones de euros, para asegurar un tamaño mínimo de las entidades incluidas en el análisis. Con este criterio de selección, el número de observaciones asciende a 20.347 con un total de 3.861 entidades.

Las variables utilizadas para la determinación de grupos de especialización en las entidades de crédito europeas consideran la estructura porcentual de sus balances. Estas variables, que se recogen en la tabla 4, permiten identificar dos grupos de especialización en el sistema bancario europeo.

El primer grupo se caracteriza por realizar intensamente la actividad de intermediación, mediante la captación de depósitos y la

concesión de préstamos, mientras que el grupo dos engloba las entidades de crédito con una estructura del balance menos especializada en préstamos y depósitos, más diversificada y con elevado peso de los recursos captados y colocados en el interbancario.

De las 81 adquisiciones analizadas en este trabajo 67 se realizaron entre entidades pertenecientes al mismo cluster o grupo de especialización, mientras que 14 se produjeron entre entidades pertenecientes a diferentes grupos, o con un objetivo de diversificación de actividades. De esta manera, la variable *DIVERSIFICACIÓN* es una variable dummy que tomará el valor 1 cuando dos entidades pertenezcan al mismo cluster y 0 en caso contrario.

• Diversificación geográfica (*NACIONAL*) – (*Hi-pótesis 1.6*).

La variable *NACIONAL*, descrita anteriormente permite diferenciar las adquisiciones domésticas de aquellas realizadas en otro país de la Unión Europea.

Variables que consideran características del mercado al que pertenece la entidad objetivo (Hipótesis 1.7).

En relación con las variables relativas al país en el que opera la entidad objetivo, se realizarán

Tabla 4.- Grupos de especialización en el sistema bancario europeo

	VALORES MEDIOS PARA EL TOTAL DE ENTIDADES SOBRE LAS QUE SE REALIZA EL CLUSTER		VALORES MEDIOS PARA LAS ENTIDADES ADQUIRENTES Y OBJETIVO ANALIZADAS EN ESTE ESTUDIO, PERTENECIENTES A CADA CLUSTER	
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 1	Cluster 2
Activo (Porcentaje sobre activo)				
Préstamos	55,90	24,10	49,55	27,65
Valores e interbancario	39,32	64,81	43,63	60,49
Activo Fijo	1,63	1,57	1,63	1,27
Otros activos	3,15	9,52	5,19	10,59
Pasivo (Porcentaje sobre activo)				
Depósitos (ahorro, vista y a plazo)	62,41	16,67	44,84	22,39
Interbancario	19,65	36,45	24,96	40,69
Fondos Propios (Acciones + Reservas + B° Neto - Dividendos)	5,89	23,65	7,05	8,12
Otra financiación (Deuda subordinada, capital híbrido,...)	5,83	4,02	6,8	3,79
Otros Pasivos	6,22	19,21	16,35	24,01
Nº entidades ²⁶	3743	330	131	16
Nº observaciones	19433	914	131	16
Nº entidades adquirentes			71	10
Nº entidades objetivo			73	8
ROA	0,77	2,19	0,66	0,71
ROE	12,85	7,07	10,24	9,54

dos tipos de análisis. En primer lugar, se introducirán variables dummy que identifiquen el país de la entidad objetivo, controlando así cualquier posible aspecto que pueda afectar al pago de una prima superior en un mercado concreto. Sin embargo, algunos autores consideran más adecuado utilizar variables concretas que midan la posibilidad de obtener ganancias derivadas de la adquisición en un mercado determinado, como se señaló en la revisión teórica. Con este objetivo, en segundo lugar, en un análisis alternativo se introducen dos variables:

- Grado de desarrollo del sector bancario del país (*CRED_PNB*): medido a través del ratio Créditos bancarios en el país / Producto Nacional Bruto
- Índice de concentración de los depósitos²⁵ (*HERF*): medido a través del índice de Herfindahl.

$$HERF_{it} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{Depósitos_{it}}{\sum_{i=1}^n Depósitos_{it}} \right)^2, \text{ siendo } i$$

cada una de las entidades de crédito de un país. Tendremos un índice de concentración para cada país y año de la muestra.

Variables independientes utilizadas para el contraste de la hipótesis 2

Estas variables consideran características de la empresa objetivo que justifican el pago de una prima cuando el objetivo perseguido en la operación es diferente a la maximización del valor.

Variables relacionadas con el objetivo de alcanzar un gran tamaño (Hipótesis 2.1):

- Tamaño relativo (*RSIZE*): cociente entre el activo total de la entidad objetivo y el activo total de la entidad adquirente.
- Tamaño de la entidad adquirente (*A_SIZE*): medido a través del logaritmo neperiano del activo total de la entidad adquirente.
- Crecimiento en el activo de la entidad objetivo (*T_GASSET*) = $(Activo_{t-1} - Activo_{t-2}) / Activo_{t-2}$.

Variables que consideran si la operación se realiza como medida defensiva (Hipótesis 2.2):

- *ADPREVIO*: es una variable dummy que toma el valor 1 si el adquirente ha sido previamente objetivo de una adquisición y 0 en caso contrario.

Variables que consideran si el objetivo de la F&A es conseguir el control de la entidad objetivo (Hipótesis 2.3):

- *PPREVIO*: porcentaje de propiedad poseído por el adquirente en la entidad objetivo antes de la adquisición.

Variables que miden características de la actividad bancaria de la entidad objetivo (Hipótesis 3)

- Fondos propios (*T_EQUITY*) = Fondos Propios_{t-1} / Activo_{t-1}.
- Préstamos (*T_LOAN*) = Préstamos_{t-1} / Activo_{t-1}.
- Ingresos no financieros (*T_INF*) = Ingresos no financieros_{t-1} / Activo_{t-1}.

Variables independientes utilizadas para el contraste de la hipótesis 4

Estas variables consideran la capacidad del adquirente para pagar la operación.

Variables que miden la capacidad para pagar la operación (Hipótesis 4.1):

- Crecimiento en el activo del adquirente (*A_GASSET*) = $(Activo_{t-1} - Activo_{t-2}) / Activo_{t-2}$.
- *ROE* del adquirente (*A_ROE*) =
$$\frac{B^{\circ} \text{ neto}_{t-1}}{\frac{\text{Fondos Pr opios}_{t-1} + \text{Fondos Pr opios}_{t-2}}{2}}$$
- Fondos propios del adquirente (*A_EQUITY*) = Fondos Propios_{t-1} / Activo_{t-1}.
- Ingresos no financieros de la entidad adquirente (*A_INF*) = Ingresos no financieros_{t-1} / Activo_{t-1}.

Variable que considera el medio de pago en la operación (Hipótesis 4.2):

- Medio de pago (*CASH*): Variable dummy igual a 1 si se paga en efectivo y 0 en caso contrario.

Por último, las dummies temporales son variables dicotómicas que indican el año de la operación²⁷. Estas variables consideran la influencia de factores macroeconómicos y de otras variables que puedan afectar a la actividad de F&A en general y por tanto a la prima pagada en la operación (Brewer, Jackson y Jagtiani, 2000). Además, en el entorno actual, en el que cada vez el número de fusiones y adquisiciones bancarias resulta más elevado, cada vez quedan menos entidades independientes para comprar, por lo que a medida que pasa el tiempo, la prima pagada debería ser mayor²⁸ (Darnell, 1973).

Los estadísticos descriptivos que definen cada variable aparecen recogidos en la tabla 5, así como la relación que se espera entre dicha variable y la prima pagada de acuerdo con las hipótesis planteadas.

RESULTADOS OBTENIDOS EN EL ANÁLISIS EMPÍRICO

A continuación se presentan los principales resultados obtenidos del análisis empírico.

En la tabla 6 se recogen los resultados del análisis empírico realizado para contrastar la hipótesis 1. La primera columna de cada modelo

(tanto en la tabla 6 como en la tabla 7) muestra los resultados de los análisis de regresión cuando se consideran variables dummy que controlan por el país al que pertenece la entidad objetivo (modelo A) y en la segunda columna (modelo B) se incluyen variables concretas del país que pueden aumentar el atractivo de la adquisición y, por lo tanto, aumentar la prima que se paga en la misma²⁹. Los resultados, que se describen seguidamente, se muestran prácticamente idénticos en un caso y en otro.

En primer lugar, todas las regresiones de la tabla 6 muestran como la rentabilidad de la entidad objetivo durante el año anterior a la adquisición resulta significativa y positiva en la explicación de la prima³⁰. Este resultado se ajusta al encontrado en trabajos previos en el sentido en que no se observa que las operaciones de F&A presenten mayores primas en adquisiciones de empresas que hayan presentado una peor gestión y que hayan tenido menores rentabilidades, por lo que no se puede afirmar que el objetivo perseguido en la operación sea mejorar la gestión de las entidades objetivo. Más bien, los resultados muestran el pago de primas superiores en la adquisición de aquellas entidades que resultan más atractivas porque sus rendimientos son superiores (Brewer *et al.* 2000b)³¹.

Tabla 5.- Estadísticos descriptivos de las variables y relación esperada con la prima

	MÍNIMO	MÁXIMO	MEDIA	DESV. TÍP.	RELACION ESPERADA CON LA PRIMA	
PRIMA	,30	9,76	2,1814	1,44777		
RSIZE	,05	216,95	19,9245	34,23798	Hipótesis 1.1	-
					Hipótesis 2.1	+
T_SIZE	11,01	19,33	15,1408	1,98705	Hipótesis 1.1	-
PODER	,00	,20	,0258	,05018	Hipótesis 1.2	+
T_ROE	-,38	,36	,0481	,12551	Hipótesis 1.3	+
						-
A_ROE	-,17	,32	,0953	,06666	Hipótesis 1.4	+
					Hipótesis 4.1	+
A_GASSET	-,10	,34	,1165	,09633	Hipótesis 1.4	+
					Hipótesis 4.1	+
DIVERSIFICACIÓN	Dummy				Hipótesis 1.5	-
NACIONAL	Dummy				Hipótesis 1.6	-
						+
HERF	,01	,17	,0464	,03811	Hipótesis 1.7	+
CRED_PNB	65,13	147,46	104,58	15,096	Hipótesis 1.7	+
T_GASSET	-,34	,42	,0496	,12933	Hipótesis 2.1	+
A_SIZE	13,81	19,98	16,9398	1,42469	Hipótesis 2.1	+
ADPREVIO	Dummy				Hipótesis 2.2	+
PPREVIO	,00	98,89	15,8470	28,80013	Hipótesis 2.3	-
T_EQUITY	,01	,37	,0766	,05209	Hipótesis 3	-
T_LOAN	,02	,95	,4893	,19799	Hipótesis 3	-
T_INF	-,01	,05	,0110	,00822	Hipótesis 3	+
A_EQUITY	,02	,23	,0669	,03512	Hipótesis 4.1	+
A_INF	,00	,03	,0103	,00682	Hipótesis 4.1	+
CASH	Dummy				Hipótesis 4.2	-

Por otro lado, se observa que ni el tamaño de la entidad objetivo (*T_SIZE*) ni el tamaño relativo (*RSIZE*) resultan significativas en la explicación de la prima. En este sentido, no se observa el pago de primas superiores por empresas más pequeñas ni por aquellas que resultan más reducidas en relación al tamaño del adquirente, y con las que en principio resultaría más sencillo obtener economías de escala y alcance³².

La variable *PODER*, que resulta de considerar conjuntamente las operaciones domésticas y la cuota de mercado de la entidad objetivo, no muestra una relación significativa en las regresiones 1, 2 y 3. Este resultado pone de manifiesto que la entidad adquirente no está dispuesta a pagar mayores primas por incrementar su poder de mercado a través de la adquisición de entidades con mayor cuota de depósitos. Sin embargo, si analizamos detenidamente los valores de la cuota de mercado de la entidad objetivo, se observan valores bastante reducidos, siendo inferior al 1% en 47 de las adquisiciones, e inferior al 5% en un total de 65 operaciones. Por lo tanto, no es que al adquirente no le interese incrementar su cuota de mercado sino que con las cuotas que poseen las entidades objetivo no se consigue realmente dicho objetivo. Además, como se describió anteriormente al analizar los grupos de especialización, 71 entidades adquirentes ya centran su actividad productiva en la concesión de préstamos y captación de depósitos por lo que no pagarán un precio superior por entidades que suponen seguir reforzando dicha actividad³³.

La diversificación de producto, que se mide a través de la variable dicotómica *DIVERSIFICACION* que toma el valor 1 cuando la entidad adquirente y objetivo pertenecen al mismo grupo de especialización y 0 en caso contrario, se muestra no significativa en la explicación de la prima. De hecho, las ganancias que se derivan de la diversificación de actividades no están claras, lo que justifica que no se pague un precio superior por diversificar. En particular, DeLong (2001) observa un rendimiento anormal positivo de un 3% únicamente en aquellas adquisiciones bancarias que se centran en una actividad y zona geográfica, en comparación con las operaciones que dan lugar a conglomerados financieros y que diversifican la actividad.

La prima pagada en las operaciones de adquisición no depende de la variable dummy *NACIONAL*, que distingue las operaciones domésticas de las realizadas entre diferentes países de la UE. Este resultado pone de manifiesto el debate existente en torno a las ventajas e inconvenientes de la realización de operaciones internacionales. Si bien, por un lado, la búsqueda de una mayor diversificación geográfica llevaría al pago de primas superiores por las operaciones internacionales, los problemas derivados de las barreras culturales, idiomáticas y regulatorias llevan a preferir las operaciones domésticas.

En particular, las fusiones y adquisiciones realizadas por las entidades de crédito en Europa siguen siendo principalmente a nivel doméstico. De hecho, 66 de las operaciones analizadas en este estudio han sido domésticas y 15 transfronterizas.

En este sentido, a pesar de que se considera que en la UE las operaciones nacionales están agotando su capacidad para generar economías de escala y alcance o para reducir costes, y se aconseja la búsqueda de nuevas oportunidades a través de la consolidación entre entidades de los distintos países miembros, los directivos de muchas entidades siguen esperando mayores ganancias de las operaciones domésticas, por lo que no se deciden a realizar adquisiciones internacionales³⁴. Además, en muchos casos son precisamente las trabas impuestas por las autoridades nacionales las que, al tratar de proteger las entidades de sus países frente a las ofertas extranjeras, impiden la obtención de ganancias de las fusiones y adquisiciones internacionales³⁵.

Por lo tanto, ante el agotamiento de las ventajas de las operaciones domésticas y las barreras informativas y restricciones gubernamentales a que están sujetas las operaciones transfronterizas, los adquirentes no muestran un comportamiento diferenciado en el precio pagado por ambos tipos de operaciones.

Por lo tanto, en relación a la Hipótesis 1 se puede concluir que la rentabilidad financiera hace atractiva a la entidad objetivo para el adquirente, de manera que se pagan mayores primas por aquellas entidades que tienen un mayor valor para el comprador, y de las que se considera puede alcanzarse una mayor maximización de

valor. Sin embargo, se observa como la mayor diversificación geográfica o de productos que puede alcanzarse a través de F&A no ha sido considerada por los adquirentes como un motivo que justifique el pago de primas superiores.

La tabla 7 recoge los resultados del contraste de las hipótesis 2, 3 y 4.

En relación con la hipótesis 2, no podemos afirmar que el objetivo perseguido en la adquisición sea alcanzar un gran tamaño, puesto que si bien se observa el pago de mayores primas en la adquisición de entidades que han crecido más (*T_GASSET*) no se muestra un desembolso mayor por parte de aquellas entidades más grandes (*A_SIZE*) ni por la realización de megafusiones u operaciones entre iguales (Kane, 2000). De hecho, en este caso se llega a observar una relación negativa entre la prima y el tamaño relativo (*R_SIZE*)³⁶.

Por otro lado, las F&A se pueden utilizar como medida defensiva, de manera que aquellas entidades que hayan sido previamente objetivo de una adquisición estarían dispuestas a pagar mayores primas en las adquisiciones que realicen, alcanzando así un tamaño tal que dificulte su adquisición por parte de terceras entidades. La variable dummy *ADPREVIO* adopta el valor 1 si el adquirente ha sido previamente adquirido. Esta variable resulta no significativa en todas las regresiones. Por lo tanto, no se puede afirmar que las F&A hayan sido utilizadas como mecanismo de defensa por parte de aquellas entidades que han sido objeto de adquisición, al no observarse el pago de primas superiores. De hecho, en algunas ocasiones se ha observado que en las entidades que han sido recientemente objeto de una adquisición, la gerencia gana experiencia en este tipo de operaciones y en su capacidad de negociación, lo que podría provocar que las primas negociadas y finalmente pagadas sean menores en las adquisiciones que realizan. En este sentido, Hart y Apilado (2002) muestran cómo los bancos que no poseían experiencia en el mercado de control corporativo realizaron peores adquisiciones.

Por su parte, el porcentaje de propiedad que poseía el adquirente de la entidad objetivo antes de la adquisición puede afectar a la prima pagada, dado el interés del adquirente por conseguir el control. De esta manera, si la propiedad

que se posee es reducida se pagará una prima elevada con el objetivo de garantizar el éxito de la oferta y alcanzar el control que se pretende. Sin embargo, cuanto mayor sea el porcentaje poseído, el adquirente necesitará comprar menos acciones para hacerse con el control y el poder negociador de la entidad objetivo se reduce, de manera que la prima que se pagará por alcanzar una participación adicional será reducida. En este sentido, la relación negativa observada entre la variable *PPREVIO* y la prima corrobora este planteamiento³⁷.

En general, los resultados observados para la Hipótesis 2 no permiten concluir que las F&A se realicen con el objetivo de búsqueda de beneficios privados de los gestores, puesto que las F&A no se utilizan como medida defensiva ni se pagan primas superiores por alcanzar un gran tamaño.

La hipótesis 3 contrasta la influencia de la actividad bancaria de la entidad objetivo en el precio pagado en su adquisición.

En particular, se observa una influencia significativa de las variables *T_EQUITY* y *T_LOAN* en la explicación de la prima. Este resultado corrobora el obtenido en otros estudios anteriores. Por un lado, un mayor porcentaje de fondos propios sobre el activo resta atractivo a la entidad objetivo, al considerarse que utiliza sus recursos ineficientemente y es aversa al riesgo, por lo que la prima pagada es menor (Hakes *et al.* 1997). Por otro lado, la variable *T_LOAN* indicativa del porcentaje de préstamos sobre el total de activo de la entidad objetivo también reduce la prima pagada, señalando un menor atractivo de aquellas entidades con una mayor iliquidez de su activo (Beatty *et al.* 1987).

Por último, en relación con la hipótesis 4, que plantea la existencia de variables propias del adquirente que pueden explicar la prima pagada, no se ha observado, al igual que en la mayoría de los trabajos previos, que éstas resulten significativas. Por un lado, el porcentaje de fondos propios del adquirente (*A_EQUITY*) indicativa de su fortaleza financiera, resulta no significativa en los análisis realizados. Del mismo modo, el crecimiento de los activos de la entidad adquirente (*A_GASSET*), el porcentaje de ingresos no financieros (*A_INF*) y la variable *A_ROE* resultan no significativas.

Tabla 6.- Resultados del análisis de regresión para la Hipótesis 1

MODELO	1 A	1 B	2 A	2 B	3 A	3 B
Dummys temporales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummys país objetivo	Sí	No	Sí	No	Sí	No
HERF	-	5,541 (1,07)	-	3,103 (0,7)	-	2,541 (0,58)
CRED_PNB	-	-0,016 (-1,85) *	-	-0,010 (-1,37)	-	-0,011 (-1,42)
RSIZE	0,000 (-0,11)	-0,001 (-0,29)	-0,006 (-1,2)	-0,006 (-1,35)	-	-
T_SIZE	0,275 (1,55)	0,233 (1,37)	-	-	-	-
RSIZE*NACIONAL	-	-	-	-	-0,003 (-0,8)	-0,004 (-0,99)
PODER	-9,158 (-1,23)	-8,522 (-1,37)	-2,580 (-0,59)	-3,089 (-0,92)	-2,108 (-0,49)	-2,473 (-0,77)
T_ROE	2,454 (1,92) *	2,472 (2,15) **	2,929 (2,42) **	2,921 (2,62) **	3,033 (2,48) **	3,054 (2,69) ***
A_ROE	-1,599 (-0,67)	-1,389 (-0,68)	-2,515 (-0,94)	-2,212 (-0,97)	-2,371 (-0,89)	-2,085 (-0,91)
A_GASSET	-3,376 (-1,12)	-3,652 (-1,25)	-3,133 (-1,09)	-3,360 (-1,22)	-3,142 (-1,09)	-3,453 (-1,24)
DIVERSIFICACIÓN	-0,134 (-0,29)	-0,163 (-0,35)	0,081 (0,2)	0,034 (0,08)	0,115 (0,28)	0,096 (0,24)
NACIONAL	-0,224 (-0,32)	-0,005 (-0,01)	-0,393 (-0,53)	-0,187 (-0,31)	-0,296 (-0,37)	-0,065 (-0,1)
Constante	-0,434 (-0,18)	1,155 (0,48)	3,582 (4,3) ***	4,221 (2,94) ***	3,266 (4,81) ***	3,995 (2,84) ***
R ²	0,2518	0,2158	0,1997	0,1770	0,1894	0,1665

Resultados de la estimación de regresión lineal aplicando la corrección de White. Para cada variable se indica el valor del coeficiente, y entre paréntesis el valor de la t- de Student. Niveles de significación: * 0,1 ** 0,05 *** 0, 01.

Tabla 7.- Resultados del análisis de regresión para las Hipótesis 2, 3 y 4

Modelo	HIPÓTESIS 2 BENEFICIOS PRIVADOS		HIPÓTESIS 3 ACTIVIDAD BANCARIA		HIPÓTESIS 4 CAPACIDAD PARA PAGAR	
	4 A	4 B	5 A	5 B	6 A	6 B
Dummys temporales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Dummys país objetivo	Sí	No	Sí	No	Sí	No
HERF	-	3,924 (1,02)	-	-0,301 (-0,08)	-	5,557 (1,23)
CRED_PNB	-	-0,008 (-1,04)	-	-0,014 (-1,37)	-	-0,007 (-1)
RSIZE	-0,007 (-1,35)	-0,007 (-1,73) *	-	-	-	-
T_GASSET	1,640 (1,42)	2,043 (1,77) *	-	-	-	-
A_SIZE	0,091 (0,74)	0,036 (0,3)	-	-	-	-
ADPREVIO	-0,559 (-0,9)	-0,342 (-0,76)	-	-	-	-
PPREVIO	-0,011 (-1,56)	-0,010 (-2,02) **	-	-	-	-
T_EQUITY	-	-	-5,829 (-2,23) **	-5,039 (-1,93) *	-	-
T_LOAN	-	-	-2,657 (-1,73) *	-2,098 (-1,41)	-	-
T_INF	-	-	3,687 (0,11)	2,841 (0,11)	-	-
A_GASSET	-	-	-	-	-3,894 (-1,26)	-4,130 (-1,36)
A_ROE	-	-	-	-	-0,352 (-0,17)	0,003 (0)
A_EQUITY	-	-	-	-	8,511 (1,07)	8,377 (1,31)
A_INF	-	-	-	-	-29,684 (-0,68)	-25,126 (-0,62)
CASH	-	-	-	-	-0,837 (-2) **	-0,873 (-2,13) **
Constante	1,489 (0,61)	2,282 (1,17)	5,262 (2,82) ***	4,904 (2,34) **	3,783 (5,66) ***	3,107 (2,98) ***
R ²	0,1567	0,1322	0,2077	0,1473	0,1838	0,1721

Resultados de la estimación de regresión lineal aplicando la corrección de White. Para cada variable se indica el valor del coeficiente, y entre paréntesis el valor de la t- de Student. Niveles de significación: * 0,1 ** 0,05 *** 0, 01.

En este sentido, se puede decir que ni la capacidad para pagar del adquirente, ni la calidad que presenta en su gestión llevan a éste al pago de primas superiores. Sin embargo, el medio de pago utilizado en la operación resulta una variable determinante de la prima, observándose una relación negativa entre el pago en efectivo y la prima y apoyándose la hipótesis de sinergias financieras (que plantea el pago de primas mayores cuando la operación se paga con acciones en lugar de en efectivo, dadas las restricciones de liquidez que puede provocar este último medio de pago) y de sobrevaloración (dado que el pago en acciones puede ser considerado como una señal negativa, lo que reducirá el valor de las acciones, y la prima pagada debería ser mayor).

CONCLUSIONES

Los resultados obtenidos nos permiten extraer una serie de conclusiones sobre las variables que influyen en el precio pagado en las F&A.

Existen diferentes variables que hacen atractiva a la entidad objetivo para el adquirente, como son el porcentaje de fondos propios, el porcentaje de préstamos y la rentabilidad financiera. Sin embargo, se observa como la mayor diversificación geográfica o de productos que puede alcanzarse a través de F&A no ha sido considerada por los adquirentes como un motivo que justifique el pago de primas superiores.

En este sentido, para que el proceso de consolidación financiera se desarrolle con éxito en la Unión Europea en los próximos años, sería conveniente armonizar la actual legislación comunitaria en esta materia. Actualmente la Directiva 89/646/EEC³⁸ otorga a las autoridades de cada país miembro la potestad de limitar e incluso impedir las operaciones que consideren pertinentes atendiendo a la necesidad de garantizar una gestión adecuada de las entidades de crédito, así como en función de la distorsión competitiva que provoquen. De hecho, esta legislación otorga a los gobiernos de cada país un derecho efectivo de veto que ha sido utilizado en numerosas ocasiones con el fin de proteger a las entidades nacionales y evitar su control por parte de entidades extranjeras. Ello ha dificultado la realización de F&A a escala internacional, y ha provo-

cado que los adquirentes realicen estas operaciones con menor frecuencia que las domésticas. Sin embargo, ante el impulso que las fusiones y adquisiciones internacionales puede experimentar en los próximos años favorecido por la implantación definitiva de las nuevas normas de contabilidad (IAS), la reciente aprobación del nuevo acuerdo de capital (Basilea II), y la entrada de 10 nuevos países a la Unión Europea, es preciso el establecimiento de procedimientos estandarizados y transparentes³⁹ que garanticen el éxito de las operaciones y que permitan a los adquirentes apreciar las ventajas de las operaciones transfronterizas, ante el agotamiento de las ganancias que cabe esperar de las operaciones domésticas.

Asimismo, no existe evidencia de que las F&A se realicen con el objetivo de conseguir beneficios privados para los gerentes, siendo el medio de pago utilizado uno de los principales determinantes de la prima pagada.

La ausencia de significatividad de algunas variables que a priori deberían afectar a la prima pagada ha dado lugar a que en muchas ocasiones las fusiones y adquisiciones se hayan justificado por la necesidad de las entidades de adaptarse al entorno financiero en el que la mayor desregulación y competencia les ha llevado a realizar este tipo de operaciones (Berger *et al.*, 2000).

Los resultados obtenidos en este trabajo plantean la necesidad de continuar profundizando en el estudio de las primas pagadas en F&A. En particular, una vez analizados los determinantes de la prima que permiten establecer los motivos por los que se realiza la adquisición a priori, sería interesante estudiar la influencia que dicha prima tiene sobre el éxito o fracaso de la operación, tratando de responder a la cuestión de si resulta adecuado el precio pagado o, si por el contrario, se sobrepaga en la adquisición. La relación existente entre la prima pagada y la rentabilidad obtenida a largo plazo por las entidades involucradas en una operación permitirá dar respuesta a esta cuestión, analizando además otras variables, que junto con la prima pagada, puedan explicar dicha rentabilidad, como por ejemplo la estructura del balance, variables de propiedad o de estructura de los consejos.

NOTAS

1. Dicha directiva liberalizó el comercio de servicios financieros entre las fronteras introduciendo la "licencia bancaria única" y fijó el carácter universal de los bancos de la Unión Europea.
2. Véase Rhoades (1994) y Piloff y Santomero (1998) para una revisión de la literatura en este sentido.
3. Véase Campa y Hernando (2004).
4. En Estados Unidos, la Glass Stegall Act, vigente hasta el 12 de noviembre de 1999 restringía la adquisición de entidades financieras no bancarias por parte de las entidades de crédito, limitando por lo tanto, la diversificación de productos. Asimismo, hasta la aprobación de la Riegle-Neal Act en 1994 y su implantación efectiva en 1997, existían restricciones a la adquisición de entidades en otros estados, limitándose la diversificación geográfica.
5. Los resultados de estos trabajos muestran generalmente que los accionistas de las entidades objetivo resultan beneficiados y los de las adquirentes perjudicados, mientras que el efecto conjunto no está claro (Houston y Ryngaert, 1994; Madura y Wiant, 1994; Becher, 2000).
6. El efecto de la F&A sobre la rentabilidad puede estar diferido en el tiempo. Como señala Rhoades (1994) el 50% de las ganancias derivadas de las adquisiciones bancarias se producen después del primer año de la operación. Por ello, los estudios suelen ampliar el intervalo temporal analizado, que va desde el año de la operación hasta seis años después.
7. Regresión por etapas o *stepwise*.
8. La diferencia en tamaño se ha medido tanto a través del ratio tamaño del adquirente sobre tamaño de la entidad objetivo, como de su inversa.
9. Algunos trabajos utilizan variables de gobierno corporativo para evaluar la calidad en la gestión de la entidad objetivo. Así, consideran la importancia que sobre la misma ejerce el tamaño y composición de los consejos de administración (Brewer, Jackson y Jagtiani, 2000) y la estructura accionarial de la entidad (Palia, 1993) y analizan la influencia de estos factores en la determinación del precio pagado por su adquisición.
10. Compra de un bloque accionarial que se corresponda con al menos el 5% del capital social de la empresa.
11. Sin embargo, la relación entre la prima y la ROA se muestra negativa en el trabajo de Cheng, Gup y Wall (1989) lo que sugiere que el comprador busca mejorar su rendimiento. Del mismo modo, estos autores encuentran una relación negativa entre la prima y el crecimiento del activo del adquirente, lo que sugiere que el objetivo que éste persigue es alcanzar un mayor tamaño.
12. De hecho, las entidades más diversificadas parecen cotizar con un descuento respecto a las no diversificadas. Algunas de las razones que justifican este descuento son: la ineficiente asignación de gastos de capital a las diferentes divisiones, la dificultad de diseñar mecanismos de retribución que incentiven a los gestores de empresas diversificadas, la asimetría de información entre el director general y los de cada división, entre otros (Campa y Kedia, 2002).
13. De hecho, en Díaz *et al.* (2004) se observa que la adquisición de entidades financieras no bancarias no genera ganancias para los adquirentes.
14. Esta variable se ha medido a través del crecimiento de los depósitos o crecimiento de la población esperado.
15. Esta variable se ha medido a través del ratio créditos en un país sobre Producto Nacional Bruto (PNB).
16. El hecho de no fracasar se debe a la mayor protección que recibirían estas entidades por parte de las autoridades bancarias.
17. Estos autores han considerado, asimismo, otras variables de crecimiento como variables explicativa de la prima pagada, como son: crecimiento de los activos rentables, donde se incluyen los préstamos, depósitos en otros bancos, deuda pública, inversiones en activos y descuentos; crecimiento en los depósitos principales, donde se incluye cualquier tipo de depósito salvo los interbancarios; y el crecimiento del capital.
18. Otros autores han considerado como variable fundamental para determinar la prima pagada en operaciones de F&A el exceso de capital, es decir, la diferencia entre el ratio capital sobre activo y el porcentaje que, por regulación, las entidades deben destinar a capital (Frieder y Petty, 1991).
19. Otra variable que también ha sido utilizada en trabajos empíricos sobre los determinantes de las primas ha sido el porcentaje de cancelaciones de préstamos sobre préstamos totales. Sin embargo, los resultados no resultan concluyentes, observándose una relación negativa en el trabajo de Frieder y Petty (1991), positiva en el de Cheng, Gup y Wall (1989) y no significativa en el de Brewer *et al.* (2000b).
20. En la muestra, una misma entidad puede intervenir en varias operaciones del intervalo muestral utilizado, de manera que una misma entidad puede actuar como adquirente o como objetivo en di-

- ferentes operaciones, o bien actuar como adquirente en una adquisición y como objetivo en otra.
21. El test de Cook y Weisberg (1983) para detectar la heterocedasticidad, que contrasta la hipótesis nula de varianza constante y se distribuye como una chi-cuadrado, muestra la presencia de este problema en las regresiones realizadas. Como consecuencia se utiliza la corrección de White para estimar el error estándar, obteniendo un valor consistente para el mismo. La presencia de heterocedasticidad en este tipo de modelos ya se ha puesto de manifiesto en otros trabajos como Benston, Hunter y Wall (1995).
 22. Agradecemos esta sugerencia para realizar el análisis empírico y evitar problemas en la estimación a un evaluador anónimo de la revista. Asimismo, los resultados obtenidos de la estimación utilizando todas las variables independientes resultan prácticamente idénticos en cuanto a significatividad que los obtenidos al realizar el análisis por hipótesis.
 23. Hakes *et al.* (1995), Jackson y Gart (1999) y Palia (1993).
 24. Se consideran los 10 países de la Unión Europea que se indicaban en la tabla 2.
 25. Véase Corvoisier y Gropp (2001).
 26. De las 3.861 entidades analizadas durante el periodo 1993-1999 (que permitirá determinar el cluster al que pertenecía la entidad un año antes de producirse la operación) puede darse el caso de que una misma entidad pertenezca a diferentes grupos en diferentes años, porque haya transformado su especialización productiva.
 27. Cuando todas las dummies temporales señaladas adopten el valor 0, indicará que la operación ha sido realizada en el año 1994.
 28. En la tabla 1 observamos como el valor medio de la prima es mayor en las operaciones realizadas en los últimos años de la muestra que en las primeras.
 29. Aunque las variables relativas al país de la entidad objetivo forman parte de una hipótesis concreta (la hipótesis 1.7), han sido incluidas en todas las regresiones realizadas, utilizándolas asimismo como variables de control.
 30. La variable de rentabilidad mostrada en los resultados es la rentabilidad financiera. Sin embargo, también se realizaron los diferentes contrastes considerando la rentabilidad económica (ROA). Esta variable no modifica los principales resultados alcanzados sobre las variables determinantes de la prima pagada, aunque la ROA tanto de la entidad objetivo como del adquirente resultaba no significativa.
 31. Asimismo, se realizó el análisis sustituyendo la variable ROE por un indicador contable de eficiencia en costes (o eficiencia operativa) definido como el porcentaje de margen ordinario que absorben los gastos de explotación. Esta variable ofrece una medida de la capacidad de generar ingresos en relación a los costes soportados e indica una mayor eficiencia cuando el ratio se reduce. Los resultados obtenidos de los análisis de regresión en los que se sustituye la variable ROE por la eficiencia operativa corroboran todos los resultados obtenidos previamente. Sin embargo, la variable que mide la eficiencia de la entidad objetivo no resulta significativa. Es decir, los resultados ponen de manifiesto el pago de primas superiores por aquellas entidades más rentables pero no se paga más por aquellas más eficientes.
 32. Sin embargo, como plantean Jackson y Gart (1999), puede ser que las sinergias únicamente sean posibles cuando además de tratarse de entidades de diferente tamaño, ambas se encuentren en la misma zona geográfica. Por ello, se introduce en las regresiones 3a y 3b una variable interacción entre el tamaño relativo y la variable dummy *NACIONAL*, que indica si las dos entidades pertenecen al mismo país. Esta variable tampoco resulta significativa, aunque se mantiene la significatividad observada en las regresiones 1 y 2 de todas las demás variables.
 33. Además, pueden existir restricciones a incrementar el poder en un mercado en defensa de la competencia.
 34. De hecho, Beitel, Schiereck y Wahrenburg (2004) señalan como las fusiones entre bancos nacionales generan en media un incremento en el valor para el accionista de 1,5% en el anuncio de la fusión, mientras que las que se producen entre bancos de diferentes países tienen una rentabilidad del -0,4%.
 35. Por ejemplo en 1999 el Gobierno Italiano vetó la operación entre el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria y Unicredito, y el Gobierno Portugués interpuso numerosos obstáculos, también en 1999 a los acuerdos entre el Banco Santander Central Hispano y el Grupo Champalimaud.
 36. Sin embargo, la significatividad obtenida para las variables *RSIZE* y *T_GASSET* en el modelo 4 B no la consideramos concluyente ya que al realizar el análisis considerando variables dummy para identificar al país objetivo, así como al realizar la estimación del modelo considerando todas las variables independientes que resultan significativas en los análisis individuales de cada hipótesis, estas dos variables pierden su significatividad.

37. Esta variable carece de significatividad cuando se consideran variables dummy de país en la regresión 4 A. Sin embargo, si realizamos el análisis considerando todas las variables independientes que resultan significativas en los análisis individuales de cada hipótesis, esta variable vuelve a resultar significativa. Asimismo, se consideró la relación no lineal entre la propiedad poseída y la prima, incorporando al análisis el cuadrado de la variable *PPREVIO*, de manera que se pueda contrastar si para niveles bajos de propiedad la relación con la prima es positiva, hasta alcanzar un nivel de propiedad en el que se considera que ya se posee el control y la relación con la prima pasa a ser negativa. Sin embargo, la relación no lineal no resulta significativa, por lo que no se ha incluido en las tablas de resultados.
38. También puede encontrarse en la Directiva 2000/12/CE que ha agrupado en un texto único la legislación que se refiere a la actividad y control de las entidades de crédito de la UE.
39. Con el objetivo de alcanzar una mayor armonización de la actual legislación en materia de ofertas públicas de adquisición en la UE, se desarrolla la Directiva 2004/25/CE de 21 de abril de 2004, aplicable a las sociedades cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de algún Estado miembro. Sin embargo, la Directiva ha sido ampliamente criticada, dado que la mayoría de las cláusulas son de carácter opcional para los países miembros, permitiendo además mantener la normativa nacional para evitar la toma hostil de empresas nacionales por empresas extranjeras. Actualmente, existe una propuesta de directiva relativa a las fusiones transfronterizas cuyo objetivo es facilitar las fusiones transfronterizas de sociedades comerciales sin que las legislaciones nacionales sean un obstáculo, tratando de reducir los costes de este tipo de operaciones.
- BIBLIOGRAFÍA**
- AKHAVEIN, J.D.; BERGER, A.N.; HUMPHREY, D.B. (1997): "The Effects of Bank Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from the Profit Function", *Review of Industrial Organization*, vol. 12, pp. 95-139.
- BEATTY, R.P.; SANTOMERO A.M.; SMIRLOCK, M. (1987): *Bank Merger Premiums – Analysis and Evidence*. (Monografía 1987a-3). New York: Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions.
- BECHER, D.A. (2000): "The Valuation Effects of Bank Mergers", *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, pp. 189-214.
- BENSTON, G.J.; HUNTER, W.C.; WALL, L.D. (1995): "Motivations for Bank Mergers and Acquisitions: Enhancing the Deposit Insurance Put Option versus Earnings Diversification", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, núm. 3, pp. 777-787.
- BERGER, A.N.; DEMSETZ, R.S.; STRAHAN, P.E. (1999): "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, núm. 2-4 pp. 135-194.
- BERGER, A.N.; DEYOUNG, R.; GENAY, H.; UDELL, G. (2000): *Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-border Banking Performance*. (Working Paper 2001-63). Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BERGER, A.N.; HUMPHREY, D.B. (1992): "Megamergers in Banking and the Use of Cost Efficiency as an Antitrust Defence", *Antitrust Bulletin*, vol. 37, (Autumn), pp. 541-600.
- BETHEL, J.; PORTER, J.; OPLER, T. (1998): "Block Share Purchase and Corporate Performance", *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 605-634.
- BREWER, E.; JACKSON, W.E.; JAGTIANI, J.A. (2000a): *Impact of Independent Directors and the Regulatory Environment on Bank Merger Prices: Evidence from Takeover Activity in the 1990s*. (Working Paper 2000-31). Federal Reserve Bank of Chicago.
- BREWER, E.; JACKSON, W.E.; JAGTIANI, J.A.; NGUYEN, T. (2000b): "The Price of Bank Mergers in the 1990s", *Economic Perspectives*, First Quarter, pp. 2-23. Federal Reserve Bank of Chicago.
- BRIS, A. (2002): "Toeholds, Takeover Premium, and the Probability of Being Acquired", *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, pp. 227-253.
- CAMPA, J.M.; KEDIA, S. (2002): "Explaining the Diversification Discount", *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1731-1762.
- CAMPA, J.M.; HERNANDO, I. (2004): "Shareholder Value Creation in European M&As", *European Financial Management*, vol. 10, núm. 1, pp. 47-81.
- CHEN, D.C.; GUP, B.E.; WALL, L.D. (1989): "Financial Determinants of Bank Takeovers", *Journal of Money, Credit and Banking*, (noviembre), pp. 524-536.
- COOK, R.D.; WEISBERG, S. (1983): "Diagnostics for Heterocedasticity in Regression", *Biometrika*, vol. 70, pp. 1-10.
- CUERVO, A. (1999): "Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos no explícitos como determinantes del éxito", *Economistas*, vol. 82, pp. 20-31.
- CYREE, K.B.; WANSLEY, J.W.; BLACK, H.A. (2000): "Bank Growth Choices and Changes in Market Performance", *The Financial Review*, vol. 41, pp. 49-66.

- DARNELL, J.C. (1973): "Bank Mergers: Prices Paid to Marriage Partners", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, (julio), pp. 16-25.
- DE LONG, G.L. (2001): "Stockholder Gains from Focusing Versus Diversifying Bank Mergers", *Journal of Financial Economics*, vol. 59, pp. 221-252.
- DEYOUNG, R. (1993): *Determinants of Cost Efficiencies in Bank Mergers*. (Economic and Policy Analysis Working Paper, 93-1). Washington Office of the Comptroller of the Currency.
- DÍAZ, B.; GARCÍA, M.; SANFILIPPO, S. (2004): "Bank Acquisitions and Performance: Evidence from a panel of European Credit Entities", *Journal of Economics and Business*, vol. 56, núm. 5, pp. 377-404.
- FOCARELLI, D.; PANETTA, F.; SALLEO, C. (2002): "Why do Banks Merge?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 34, núm. 4, pp. 1047-1066.
- FOCARELLI, D.; POZZOLO, A. F. (2001): "The Patterns of Cross-border Bank Mergers and Shareholdings in OECD Countries", *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, pp. 2305-2337.
- FRANKS, J.; MAYER, C. (1996): "Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 163-181.
- FRASER, D.R.; KOLARI, J.W. (1988): "Pricing Small Bank Acquisitions", *Journal of Retail Banking*, vol. 10, núm. 4, pp. 23-28.
- FRIEDER, L.A.; PETTY, P.N. (1991): "Determinants of Bank Acquisition Premiums: Issues and Evidence". *Contemporary Policy Issues*, vol. 9, núm. 2, pp. 13-24.
- GROUP OF TEN (2001): *Report on consolidation in the financial sector*. (En www.bis.org).
- HADLOCK, C.; HOUSTON, J.; RYNGAERT, M. (1999): "The Role of Managerial Incentives in Bank Acquisitions", *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, núm. 2-4, pp. 221-249.
- HAKES, D.R.; BROWN, K.H.; RAPPAPORT, A. (1997): "The Impact of State Deposit Caps on Bank Merger Premiums", *Southern Economic Journal*, vol. 63, núm. 3, pp. 652-662.
- HANNAN, T.H.; RHOADES, S.A. (1987): "Acquisition Targets and Motives: The Case of the Banking Industry", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 69, núm. 1, pp. 67-74.
- HART, J.R.; APILADO, V.P. (2002): "Inexperienced Banks and Interstate Mergers", *Journal of Economics and Business*, vol. 54, núm. 3; pp. 313-330.
- HOUSTON, J.F.; RYNGAERT, M.D. (1994): "The Overall Gains from Large Bank Mergers", *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, pp. 1155-1176.
- JACKSON, R.; GART, A. (1999): "Determinants and Non-Determinants of Bank Merger Premiums", *The Mid-Atlantic journal of Business*, vol. 35, núm. 4, pp. 149-157.
- KANE, E.J. (2000): "Incentives for banking Mega-bank Mergers: What Motives Might Regulators Infer from Event-study Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, pp. 671-701.
- KWAN, S. (1998): *The Securities Activities by Commercial Banking Firms' 20 Subsidiaries: Risk, Return, and Diversification Benefits*. (Working Paper 98-10). Federal Reserve Bank of San Francisco.
- LINDER, J.C.; CRANE, D.B. (1993): "Bank Mergers: Integration and Profitability", *Journal of Financial Services Research*, vol. 7, pp. 274-282.
- LOUIS, H. (2004): "The Cost of Using Bank Mergers as Defensive Mechanisms Against Takeover Threats", *Journal of Business*, vol. 77, pp. 295-310.
- MADURA, J.; WIAN, K.J. (1994): "Long-term Valuation Effects of Bank Acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, pp. 1135-1154.
- MARTIN, K.; MCCONNELL, J. (1991): "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *Journal of Finance*, vol. 46, núm. 2, pp. 671-688.
- MITCHELL, M.; MULHERIM, J. (1996): "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity". *Journal of Financial Economics*, vol. 41, pp. 193-229.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do Not Have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.
- PALIA, D. (1993): "The Managerial Regulatory and Financial Determinants of Bank Merger Premiums", *The Journal of Industrial Economics*, (marzo), pp. 91-102.
- PÉREZ, F.J. Y OTROS (2003): "La experiencia internacional en el cambio de las cajas de ahorros", en F. Valero [coord.]: *Presente y futuro de las cajas de ahorros*. (Dirigido por analistas financieros internacionales, Fundación Caixa Galicia, Centro de Investigación Económica y Financiera).
- PERISTIANI, S. (1997): "Do Mergers Improve the x-Efficiency and Scale Efficiency of U.S. Banks? Evidence from the 1980s", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, N. 3.
- PILLOFF, S. J. (1996): "Performance Changes and Shareholder Wealth Creation Associated with Mergers of Publicly Traded Banking Institution", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 28, núm. 3.
- PILLOFF, S.J.; SANTOMERO, A.M. (1998): "The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions", en Y. Amihud y G. Miller [ed.]: *Bank Mergers and Acquisitions*, pp. 59-78. Kluwer Academic.
- RHOADES, S.A. (1987): "Determinants of Premiums Paid in Bank Acquisitions", *Atlantic Economic Journal*, (marzo), pp. 20-30.

- RHOADES, S.A. (1994): "A Summary of mergers Performance Studies in Banking, 1980-93, and an Assessment of the "Operating performance" and "Event Study" Methodologies", *Staff Studies, 1990-99/ss169*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ROGOWSKI, R.J.; SIMONSON, D.G. (1987): *Bank Merger Pricing Premiums and Interstate Banking*. Las Vegas: Financial Management Association.
- SHAWKY, H.A.; KILB, T.; STAAS, C.F. (1996): "Determinants of Bank Merger Premiums", *Journal of Economics and Finance*, vol. 20, núm. 1, pp. 117-131.
- SRINIVASAN, A.; WALL, L.D. (1992): *Cost Savings Associated with Bank Mergers*. (Working Paper 92-2). Federal Reserve Bank of Atlanta-
- THOMPSON, S. (1997): "Takeover Activity among Financial Mutuals: An Analysis of Target Characteristics", *Journal of Banking & Finance*, vol. 21, núm. 1, pp. 37-53.
- WORTHINGTON, A.C. (2004): "Determinants of Merger and Acquisition Activity in Australian Cooperative Deposit-taking Institutions", *Journal of Business Research*, vol. 57, núm. 1, pp. 47-57.