



**Universidad**  
Zaragoza

## Trabajo Fin de Máster

### **Combinaciones de negocios bancarios: Caixabank y Bankia**

**Autor**

Francisco de Borja Lasa García

**Director académico**

Dr. Vicente Condor López

Facultad de Economía y Empresa – Máster en Auditoría

Curso 2020-2021



**Facultad de  
Economía y Empresa**  
**Universidad Zaragoza**

<b>Resumen</b> .....	4
<b>Abstract</b> .....	4
<b>1. Introducción</b> .....	5
<b>2. Las Cajas de Ahorros</b> .....	6
<b>3. Análisis de las entidades de crédito</b> .....	11
<b>4. Situación actual</b> .....	14
4.1 Estabilidad financiera.....	14
4.2 Situación del sector bancario.....	16
<b>5. Valoración de las entidades de crédito</b> .....	17
<b>6. CaixaBank</b> .....	19
6.1 Historia de CaixaBank .....	19
6.2 Cuentas anuales y situación.....	20
<b>7. Bankia</b> .....	21
7.1 Historia de Bankia.....	21
7.2 Cuentas anuales y situación.....	23
<b>8. Comparativa CaixaBank-Bankia</b> .....	24
8.1 Balances .....	24
8.2 Pérdidas y ganancias .....	27
8.3 Indicadores .....	29
<b>9. Proceso de fusión</b> .....	31
9.1 Normativa.....	31
9.2 Proceso legal .....	32
9.3 Análisis contable de la operación.....	35
9.4 Integración del balance de Bankia 1er trimestre 2021 .....	37
9.5 Previsión situación futura.....	39
9.6 Consecuencias de la operación.....	40
<b>10. Otras operaciones en el mercado español</b> .....	42
10.1 Fusión Unicaja-Liberbank.....	42
10.2 Otras operaciones .....	44
<b>11. Valoración operación CaixaBank-Bankia</b> .....	47
11.1 Cotización .....	47
11.2 Precios objetivos previos.....	48
11.3 Descuento de dividendos.....	48
11.4 Precio valor contable y precio valor contable tangible .....	49
11.5 Primas sobre operaciones del pasado en España.....	50

<b>12. Conclusiones</b> .....	50
<b>13. Bibliografía</b> .....	52
<b>Anexos</b> .....	57

## **Resumen**

El objetivo del presente trabajo es realizar un análisis completo y exhaustivo de la recientemente concluida fusión por absorción de Bankia por parte de Caixabank, lo que la convierte en la mayor entidad financiera de España.

Tras un breve repaso de la historia y situación financiera de ambas entidades, se realiza una valoración sobre la razonabilidad del proyecto, que ha supuesto la pérdida de control de Bankia por parte del Estado, quedando en una posición minoritaria en la nueva Caixabank.

Para la valoración ha pesado más la eficiencia, el prestigio y la capacidad de generar valor de Caixabank, que la importantísima solvencia que poseía Bankia o el valor real de sus activos y pasivos. Finalmente, la operación quedó valorada en una proporción de 1 a 2,8755, y ha generado un beneficio por combinación de negocios de 4.300 millones de euros, tras una depreciación de valor de los activos y pasivos de Bankia por su puesta a valor razonable. Pese a ello, el resultado de la operación es muy rentable.

El análisis se completa con el proceso legal y formal del proyecto, así como las diferentes metodologías de valoración utilizadas en este tipo de operaciones, especialmente complejas en el sector financiero.

## **Abstract**

The aim of this paper is to perform a complete and comprehensive analysis of the recently concluded acquisition of Bankia by Caixabank, which resulted in Caixabank arriving to be the largest financial institution in Spain.

After a brief review of the history and financial performance of both companies, an assessment is made of the fairness opinion of the financial operation, which has led FROB to lose the control of Bankia, leaving it in a minority position in the resulting company.

Efficiency, reputation and the ability to generate value by Caixabank have weighted more in the business valuation than the great solvency that Bankia had or the fair value of its assets and liabilities. Finally, exchange equation is 1 to 2,8755, and has generated a business combination profit of 4.300 million euros, after Bankia net assets fair value depreciation. Nevertheless, the acquisition looks to be very profitable.

The analysis is completed with the legal and formal process, as well as the more used different valuation methodologies in these types of operations, highly complex in the financial sector.

## **1. Introducción**

El presente trabajo se centra en comprender y valorar el proceso de fusión por absorción de Bankia por parte de CaixaBank, que se ha hecho efectiva el pasado mes de marzo de 2021, aproximadamente 6 meses después de producirse el acuerdo preliminar, si bien todavía queda bajo revisión la valoración de los activos y pasivos de la adquirida hasta marzo de 2022.

Las cajas de ahorros fueron uno de los grandes motores del crecimiento económico y personal de nuestro país, a la par que uno de los grandes impulsores de las actuaciones sociales, culturales y económicas, hasta bien entrado el siglo XXI. Pero la gran crisis financiera fue algo que ya no pudieron superar la gran mayoría de ellas. De 45 que existían justo antes de su inicio, hoy apenas se mantienen 5, todas ellas reconvertidas a bancos (con alguna pequeña excepción), y, por cierto, una de ellas aragonesa. Si además se añade el efecto de la sobrerregulación que ha fijado el supervisor para evitar situaciones como las vividas hace década y media, y la necesidad de salida a bolsa también por criterios regulatorios, la cantidad de beneficios que pueden destinar a las actuaciones de obra social ha quedado reducida a la mínima expresión.

La última que no ha sido capaz de sobrevivir en solitario ha sido Bankia, un conjunto de 7 antiguas cajas lideradas por Caja Madrid y Bancaja, pero que precisamente heredaron los errores y problemas que habían cometido y generado fundamentalmente ambas. En su momento, tuvieron que ser rescatadas por el estado en su totalidad, tras unas cuentas de dudosa fiabilidad y una salida a bolsa que dejó a muchos pequeños inversores con sus ahorros reducidos a la mínima expresión. Tras una serie de pequeñas desinversiones por parte del Estado, ha tomado la decisión de reinvertir la participación en otra entidad financiera como CaixaBank, a un coste elevado (o precio bajo, según se mire), con el objetivo de intentar algún día recuperar una pequeña parte de la inversión, ya que en solitario no iba a ser posible.

CaixaBank y Bankia acordaron la fusión por absorción de esta última a un coste realmente competitivo para la primera. Pero es lo que tiene ser y haber sido, las últimas décadas, la

caja de ahorros con mayor prestigio, mejores inversiones industriales, y mayor reconocimiento de nuestro país.

Se complementan dos entidades en las que, fundamentalmente una tiene un gran nivel de solvencia, Bankia, y la otra tiene una gran eficiencia en la actividad. Una entidad como CaixaBank, con un activo y un patrimonio apenas 1,6 veces superior, pero con su nivel de eficiencia, generación de resultados y escasa morosidad, compra a otra a una valoración de 2,8755 veces. Una gran ventaja competitiva que queda reflejada en sus cuentas tras la valoración posterior de los activos y pasivos a valor razonable, con un impacto positivo por combinación de negocios de 4.300 millones de euros (todavía en proceso de revisión), tras una importantísima depreciación de dichas valoraciones.

En el presente trabajo se repasa brevemente la historia de las cajas de ahorros, se profundiza en la forma de analizar la situación de una entidad de crédito, muy diferente a la de una empresa de cualquier otro sector, se repasa la situación actual económica y concretamente del sector financiero, muy influenciada todavía por la pandemia del Covid-19, para posteriormente entrar en detalle en los 2 actores de la operación, su historia, sus cuentas y su comparativa.

Posteriormente, se plantea el proceso y todos los requisitos legales de la fusión, incluyendo su análisis contable, su previsión, y el posible impacto que podría tener en el futuro.

Finalmente, tras un análisis de todas las operaciones de fusión que se han producido en España en los últimos años, se valora la operación con las diferentes metodologías que se suelen utilizar en estos procesos, cotización, precios objetivos, descuento de dividendos futuros, precio valor contable o comparativa con otras operaciones del pasado.

## **2. Las Cajas de Ahorros**

Las cajas de ahorros han sido uno de los principales motores del crecimiento económico y del desarrollo de la sociedad española, tanto en el pasado como en su historia más reciente. Por un lado, durante muchos años, fueron la fuente principal del acceso al crédito de familias, y pequeñas y medianas empresas, con lo que podían prosperar o invertir para su desarrollo personal y mercantil. Por otro, y no menos importante, una de las mayores fuentes de recursos para diferentes actuaciones socioculturales de la sociedad, fundamentales para su desarrollo, así como para luchar contra las dificultades económicas

personales, todo ello centrado fundamentalmente en aquellos territorios y regiones en las que estaban implantadas. A modo de ejemplo, en Aragón, durante el periodo 1996-2002, se produjo un fuerte incremento de cuota de mercado de las cajas respecto a los bancos tanto en crédito (del 44,9% al 56,46%), como en depósitos (del 49,95% al 66,70%), lo que refleja el papel fundamental de las cajas de ahorros en la economía aragonesa en general (Condor, 2005).

Nacidas a lo largo del siglo XVIII y XIX, empezaron asociadas a los Montes de Piedad, con el objetivo de fomentar el ahorro entre las clases más bajas y combatir la usura persistente en aquel momento. Fueron fundadas por distintas asociaciones de carácter “intelectual”, tales como sociedades económicas u organizaciones de tipo industrial, eclesiástica o comercial. Debido a su gran número, quedaron reguladas en la década de los años 20 y 30 del siglo XX como entidades financieras, por los llamados “Decretos de Largo Caballero”. Entre otros, la Ley de Ordenación Bancaria en 1921, que creó el Consejo Superior Bancario y reglamentó las entidades bancarias, el Real Decreto Ley de 9 de abril de 1926 sobre entidades de ahorro, capitalización y similares, así como el Estatuto del Ahorro de 1929 y el Real Decreto de 14 de marzo de 1933, de Largo Caballero, que crea el estatuto especial para las Cajas Generales de Ahorro Popular (Velarde, 2011).

En 1977 se desarrolla la reforma del sistema financiero, lo que permite la equiparación funcional de las cajas con los bancos, así como la apertura del sistema financiero español al mercado de capitales internacional. Sin embargo, partían con un problema de base, y es que debido a la actividad que habían desarrollado (recursos ajenos basados en su práctica totalidad en depósitos y ahorro vista, sin presencia de recursos captados por otras vías), sus inversiones eran menos rentables que las de los bancos (Cal, 2001).

Ya en 1985, el RD 31/1985 regula los Órganos Rectores de las cajas de ahorro y quedan adecuados a las naturalezas de entidad de crédito y de actuaciones sociales, culturales y económicas, con las figuras de la Asamblea General, el Consejo de Administración y la Comisión de Control. A finales de la década de los 80 se produce un hito fundamental en el futuro de las cajas, dado que se abre la posibilidad de abrir oficinas fuera del territorio regional en las que estaban implantadas, con lo que se produce la gran expansión con la apertura de miles de sucursales por todo el territorio nacional. Las cajas aumentaron sus cuotas de mercado gracias a la expansión, pasando de apenas 10.000 oficinas en 1983 a cerca de 14.000 en 1990 y más de 19.000 en el año 2000 (Cals, 2001).

Fue tras la gran crisis financiera del 2008, cuando las cajas de ahorros quedaron abocadas a su prácticamente completa desaparición, por las diferentes estrategias respecto a los bancos comerciales, como son el crecimiento a base de construcción (en gran medida entre 2005 y 2008), falta de previsión, políticos en sus decisiones y gestores poco profesionales. En 2009 coexistían 45 cajas. Ya en 2013 se intuía su completa desaparición, nacionalización o conversión (Lasa, 2012). En el año 2021, además de las 2 únicas cajas de ahorro funcionando como tal, por ser entidades no significativas, Caixa Ontinyent y Caixa Pollença, apenas se mantienen 5 de las antiguas, Caixabank, Unicaja, Kutxabank, Ibercaja y Abanca, todas ellas funcionando como bancos.

Fue la Ley 26/2013 la que estableció la obligatoriedad para las cajas de traspasar su negocio bancario a una entidad de crédito a cambio de acciones, y su transformación en fundaciones bancarias (si mantienen más del 10% de participación de la entidad de crédito) u ordinarias (por debajo de dicho porcentaje). Con la misma, quedó regulado el régimen jurídico de dichas fundaciones bancarias.

A lo largo de su historia, los beneficios que obtenían eran destinados, en parte como reservas para reforzar su solvencia financiera, en parte también como recursos destinados a las actuaciones sociales, culturales y económicas. Inicialmente los destinaban directamente a las organizaciones encargadas de realizar dichas actuaciones (como por ejemplo Cáritas). Es en 1933 cuando se determina que el 50-75% de los beneficios deben ser destinados a las acciones coadyuvantes del Estado. Ya en 1947 se desarrolla un plan conjunto por el que el 25-50% de los beneficios se desarrollarían para este fin, de los que el 85% se destinarían para la obra social propia de cada entidad, y el resto para un fondo común a disposición del Ministerio de Trabajo (Titos, 2012).

Es por ello que, a raíz de la consolidación del sistema financiero español con la creación de grupos bancarios, la incorporación de nuevos accionistas a los que hay que retribuir (fundamentalmente con la salida a cotización en los mercados), la caída de los beneficios del sector, la sobrerregulación supervisora que exige mayor recapitalización de las entidades, y la transformación de las cajas de ahorros en fundaciones bancarias, el gran perjudicado es la sociedad en su conjunto y, en particular, los segmentos más débiles, debido a la caída de los recursos destinados a la Obra Social de las cajas de ahorros. La obra social, que fue un buque insignia de las cajas, una “ventaja competitiva”, su elemento diferenciador (Pampillón, 2001), en el mercado frente a los bancos, finalmente ha sido víctima de todo este proceso.



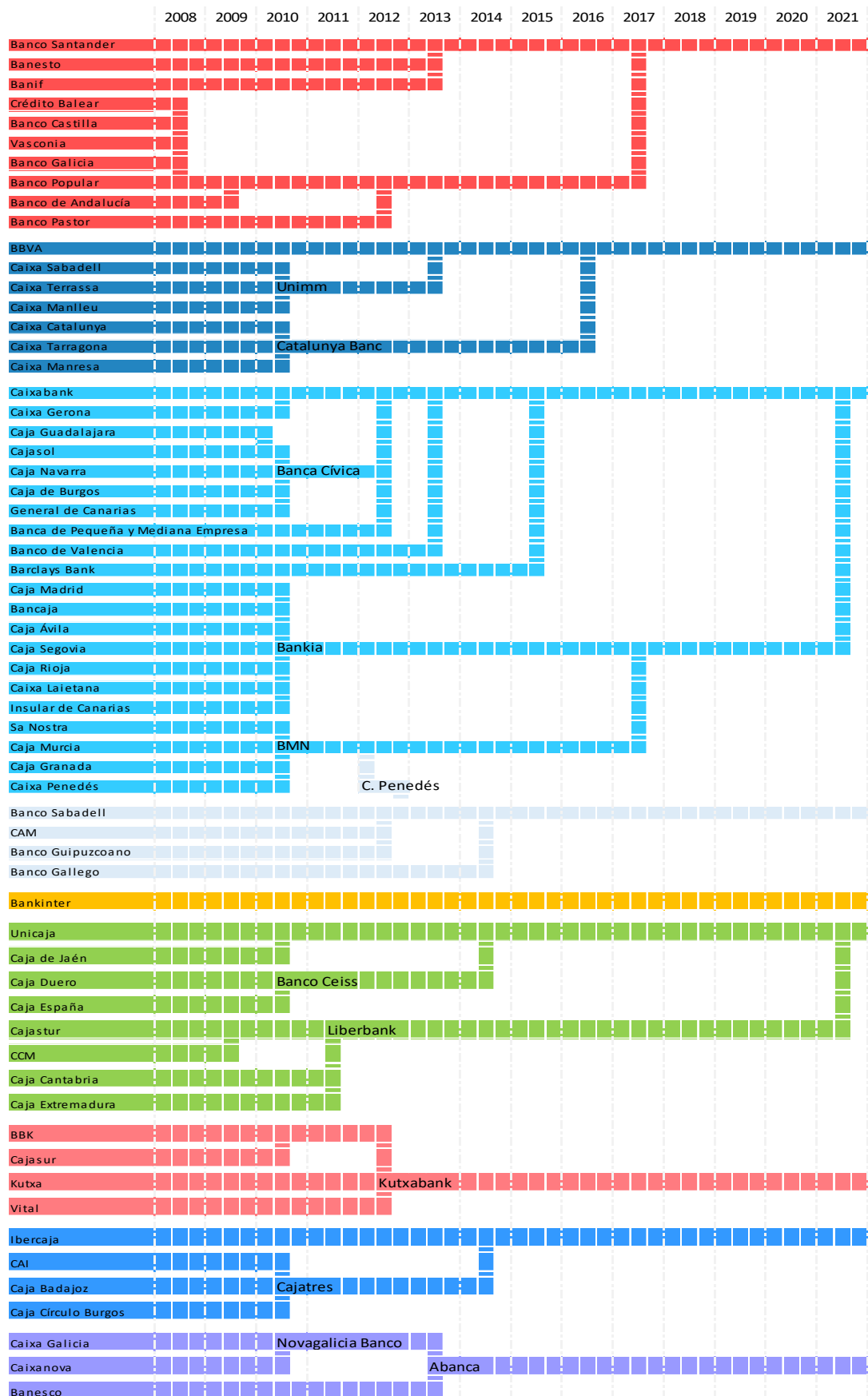


Figura 1. Proceso de consolidación bancaria desde 2008. Fuente: Elaboración propia a partir de Lasa (2012).

Los beneficios destinados por las cajas a su obra social a primeros del siglo XXI, con cifras de 1.000M€ anuales (hasta casi 2.000M€ en el año 2007), apenas han supuesto los últimos años en torno a 400-500M€. Desde el año 1989 (349M€) no se veían unos recursos destinados a la obra social tan bajos (Pampillón, 2001).

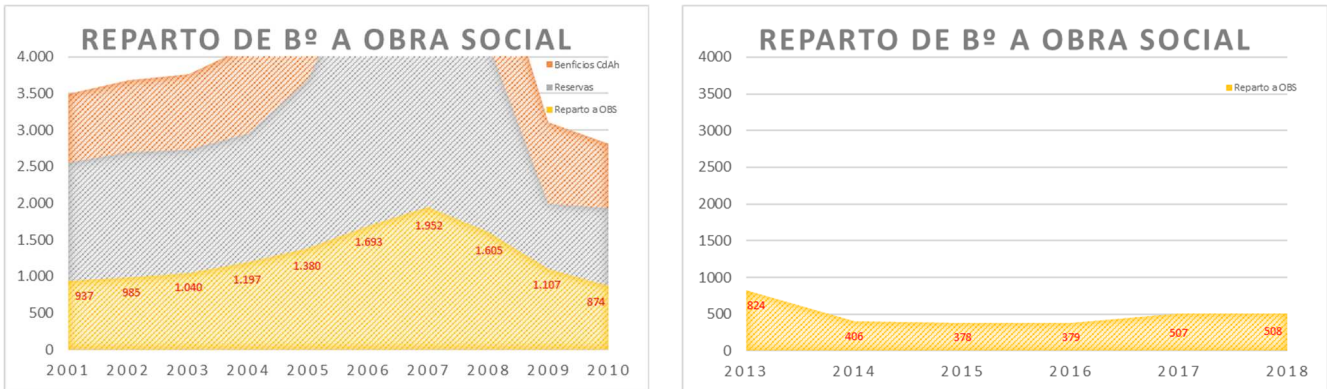


Figura 2. Distribución de beneficios a reservas (miles de euros) de las cajas de ahorros antes de la reestructuración.

Fuente: Elaboración propia a partir Lasa (2012).

Figura 3. Distribución de beneficios a reservas estimados (miles de euros) tras la reestructuración. Fuente:

Elaboración propia a partir de las memorias de obra social de CECA 2014 y 2018.

A modo de ejemplo, los objetivos de la obra social definidos por Ibercaja (2012):

*“Desde 1876, la Obra Social de Ibercaja contribuye al desarrollo y al progreso de nuestra sociedad a través de numerosas iniciativas y programas, con el firme compromiso de conseguir un futuro mejor y más igualitario para todos. Nuestras propuestas, respaldadas por la confianza de nuestros clientes, se centran en tres líneas de actuación prioritarias: el Empleo, la Educación y la atención a las Necesidades Básicas.*

*La Obra Social tiene además como objetivo liderar y estimular el desarrollo social, más allá de ser un mero prestador de servicios. Colaboramos con organismos públicos y privados a través de un contacto permanente con los diferentes actores sociales e institucionales, en un amplio catálogo de actuaciones tanto en obra propia como en colaboración.*

*Ibercaja está inmersa en una transformación para adaptarse a las nuevas demandas sociales que requiere la situación económica. En este contexto, la Obra Social permanece como un factor diferenciador respecto a otras entidades bancarias, planteando respuestas para reducir la incidencia de la crisis económica.*

*Hoy, Ibercaja Obra Social se caracteriza por ser uno de los actores más importantes en la lucha contra el desempleo, así como en labores de asistencia social y promoción de la cultura. Nuestras señas de identidad son la cercanía al ciudadano, el compromiso con los más vulnerables y la capacidad de adaptación a las necesidades sociales del momento, llevadas a cabo a través de una extensa red de centros propios, y en colaboración con numerosas instituciones, entidades y agentes sociales, en más de quince países.”*

### 3. Análisis de las entidades de crédito

El método de analizar la situación de una entidad de crédito es muy diferente a la de cualquier empresa no financiera. Generalmente, salvo excepciones, la salud de las segundas se mide en base a indicadores muy estándar de margen, rentabilidad, solvencia, endeudamiento y liquidez.

Las entidades financieras tienen una idiosincrasia especial que provoca que, para analizar su situación, no se puede valorar considerando si con el activo circulante puede hacer frente al pasivo circulante (no existen esos conceptos como tal), o cuál es su capacidad para devolver la financiación (su principal fuente de financiación son sus clientes con sus cuentas corrientes, que pueden llegar a sacar el dinero en cualquier momento, dado que no tienen un vencimiento predeterminado), o bien entender cómo sus activos materiales van a producir recursos en el futuro (en el caso de las entidades, sus principales activos son préstamos, de tipo financiero, pero que están ampliamente condicionados por la calidad de los mismos y por los posibles impagos futuros, a diferencia de un activo material, más expuesto al posible deterioro del valor de mercado).

Por ello, en el sector financiero se utilizan métricas o indicadores específicas para medir y valorar su situación financiera, muy centrados en solvencia, rentabilidad y liquidez (Caixabank, 2020):

- En cuenta de resultados, se destaca el margen de intereses (ingresos financieros, descontados los gastos financieros), el margen de explotación (total ingresos, descontados todos los gastos) y el resultado. Similar a una empresa no financiera, con la diferencia de que el margen de intereses corresponde a la actividad crediticia, en lugar de a prestación de servicios o ventas.
- Respecto a rentabilidad, se destaca la eficiencia (porcentaje de unidades monetarias que son necesarias gastar para conseguir ingresar una unidad monetaria), el ROE (beneficio generado a partir de los fondos propios de la empresa), el ROTE (beneficio sobre el capital tangible), el RAROC (beneficio ajustado al riesgo de un conjunto de activos, respecto al consumo de capital necesario para cubrir el riesgo de dichos activos), el ROA (beneficio sobre los activos totales) y el RORWA (beneficio sobre los activos ponderados por su riesgo).
- En solvencia y capital, destaca la ratio de CET-1 (fondos propios de nivel 1 ordinario sobre el activo ponderado por riesgo), el TIER-1 (fondos propios totales de nivel 1

sobre el activo ponderado por riesgo), el capital total (totalidad de instrumentos de capital sobre el activo ponderado por riesgo) y el apalancamiento (los fondos propios de nivel 1 sobre el activo contable con determinados ajustes). Respecto a los fondos propios, existe una diferencia sustantiva entre la normativa aplicable a las empresas no financieras y las empresas del sector bancario:

- Las primeras, por normativa, deben cumplir con un patrimonio neto positivo, superior al capital social, e ir generando reserva legal hasta alcanzar al menos el 20% de este último. Con dicha reserva, se cubren los riesgos.
- Las segundas tienen unos requerimientos normativos muy exigentes. Deben cumplir con los requisitos mínimos de colchones de capital para cubrir sus riesgos, y no son iguales para todas las entidades, sino que están fijados en función de su “salud financiera” o nivel de riesgo. Los requerimientos normativos de solvencia están formados por los siguientes componentes:
  - Requerimientos de Pilar 1: Establecidos en el artículo 92 del Reglamento (UE) nº 575/2013. las Entidades deberán en todo momento cumplir requisitos de fondos propios en relación con los activos ponderados por riesgo para capital de nivel 1 ordinario (4,5%), capital de nivel 1 (6%) y capital total (8%), El objetivo es cubrir la pérdida esperada, no cubierta previamente con provisiones, e inesperada a un año para los riesgos de crédito, operacional y mercado. Es común para todas las entidades.
  - Requerimientos de Pilar 2, para riesgos no cubiertos suficientemente por Pilar 1, que aplican a las ratios de capital anteriores (CET-1, TIER-1 y capital total). Es un requerimiento personalizado para cada entidad.
  - Búfer / Colchón de Conservación de Capital (BCC). Conforme al artículo 129 de la Directiva 2013/36/UE del parlamento europeo y del consejo de 26 de junio de 2013 con la única posibilidad de cubrirlo con capital de nivel 1 ordinario con el objetivo de cubrir una posible pérdida de capital por un escenario adverso prolongado. Aplica a las ratios anteriores, incrementándolos en un 2,5%.
  - Directriz de Pilar 2. Requerimientos adicionales establecidos por el supervisor específicos para cada entidad, por si este considera que el 2,5% del BCC no es suficiente para cubrir la posible pérdida de capital por un escenario adverso prolongado. Aplica las ratios anteriores.

Aún con ello, el regulador puede imponer limitaciones a la carta en momentos concretos y situaciones de crisis por las que incluso se prohíbe el reparto de dividendos

(tal y como ha sucedido con el Covid-19), o ampliando dichos colchones tal y como queda de manifiesto en el apartado 4.1 con el colchón anticíclico.

- Calidad de los activos, se destaca la morosidad del crédito (porcentaje que representan los préstamos dudosos sobre el total de la cartera de préstamos), el coste del riesgo (pérdidas por deterioro del riesgo de crédito sobre el total de préstamos), o la cobertura de la morosidad (porcentaje de préstamos dudosos que están cubiertos por las provisiones).
- Liquidez. Se destacan el nivel de activos líquidos (activos de máxima calidad de liquidez que podrían ser totalmente líquidos inmediatamente), LCR (cantidad de activos de máxima calidad de liquidez para cubrir un escenario de estrés a 30 días predefinido en el que se producen salidas de depositantes), y NSFR (financiación estable sobre los requerimientos de financiación de los activos a 1 año)<sup>1</sup>.
- Bursátiles, como el precio de cotización de la acción, la capitalización bursátil, el PER (capitalización bursátil sobre beneficios), el PVC (capitalización bursátil sobre fondos propios), el PVC tangible (capitalización bursátil sobre fondos propios, excluidos intangibles) o el BPA (beneficio por acción).
- Patrimonio. Valor teórico contable (patrimonio neto por acción) y valor teórico contable tangible (patrimonio neto por acción, excluidos los intangibles, o lo que es lo mismo, diferencia entre los activos y los pasivos, una vez excluidos los intangibles,).
- Dimensión: Número de oficinas bancarias y número de empleados.

Hay estudios sobre las cajas de ahorros en España, que demuestran empíricamente que, en el pasado, obtenían mayores rendimientos en base a una serie de indicadores clave, como son mejor ratio de eficiencia, mayor colchón de *core capital*, menor ratio de morosidad, mayor liquidez, y, proporcionalmente, un menor número de oficinas<sup>2</sup>. La comparativa entre Caixabank y Bankia a 31 de diciembre de 2020 es la siguiente:

---

<sup>1</sup> Para más detalle, ver apartado 8.3.

<sup>2</sup> Véase Bachiller y Lasa (2013) o Bachiller y Lasa (2016).

Indicador	Caixabank 2020	Bankia 2020	% Caixa-Bankia 2020
Ratio de eficiencia	54,50%	58%	-6,03%
CET-1 <i>phase-in</i> <sup>3</sup>	13,60%	17,30%	-21,39%
ratio de morosidad	3,30%	4,70%	-29,79%
LCR (liquidez)	248%	195%	27,18%
Nº oficinas por cada 100M€ de ATM	1,0001	1,0283	-2,74%

Figura 4. Comparativa indicadores Caixabank/Bankia. Fuente: Elaboración propia a partir de CCAA 2020

## 4. Situación actual

### 4.1 Estabilidad financiera

La situación actual está completamente condicionada por la pandemia del Covid-19 iniciada en el mes de marzo de 2020, y que todavía hoy persiste. Existe cierto optimismo sobre la recuperación de cierta normalidad a partir del verano de 2021, y que la situación quede controlada a final de año, con la economía funcionando a un ritmo medianamente normal. El problema es todo lo que ha dejado en el camino, adicional a la crisis sanitaria: desempleo, quiebras o deuda pública, entre otros. Los riesgos en este contexto son los siguientes (Banco de España, 2020):

- Riesgos en torno a la recuperación económica, con caída de ingresos en empresas y hogares, ralentización de la reactivación del empleo y del consumo e inversión, deterioro de los activos crediticios de las entidades financieras y endeudamiento exponencial de las cuentas públicas.
- Debilidad financiera de algunos sectores y segmentos de la economía. Aumento del endeudamiento empresarial, con mayor impacto en Pymes por su falta de recursos, y en ciertos sectores como el de ocio, turismo y restauración. Todo ello, se prevé, provocará un impacto importante en la morosidad de los bancos.
- Baja rentabilidad de los bancos, que ya venía del pasado, y deterioro de su solvencia. Con una rentabilidad por debajo del coste de capital, el deterioro de sus activos y la caída de ingresos por la paralización de la actividad, a buen seguro producirán una caída mayor.

<sup>3</sup> Los indicadores de recursos propios de tipo *phase-in* recogen la aplicación progresiva de los requisitos de la nueva normativa, conforme al calendario de implantación definido por el supervisor. Los indicadores de recursos propios de tipo *“fully loaded”* recogen el cálculo bajo la hipótesis de dar cumplimiento a fecha actual de la normativa que entrará en vigor progresivamente en el futuro (al finalizar el periodo transitorio fijado por el supervisor).

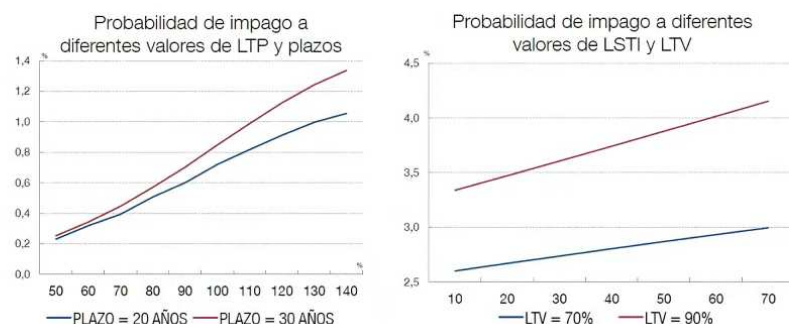
- Endeudamiento público a niveles históricos, por la caída de ingresos por impuestos y el aumento del gasto por transferencias, que alcanza el 125% del PIB a marzo de 2021 (Banco de España). La actuación inmediata realizada por el Banco Central Europeo con el programa extraordinario de compras al inicio de la pandemia ha provocado que la rentabilidad de la deuda soberana (prima de riesgo sobre la alemana) no se haya incrementado, pero esta situación no puede ser eterna, y pronto habrá que transformar la política fiscal para buscar un reequilibrio de las cuentas.
- Otros riesgos adicionales, pero que se han mitigado recientemente en gran medida, como son los precios de los activos financieros, los precios del sector inmobiliario (se ha producido una drástica caída en el número de transacciones, pero no así en los precios), las salidas de ahorros de fondos de inversión (fuga importante al inicio, que ya ha sido completamente restaurada), y la caída del PIB (que se espera que vaya recuperando para llegar a un nivel de actividad previo a la pandemia).

A todos estos riesgos, se deben incorporar la sobrerregulación del supervisor bancario de los últimos años, con incrementos importantes en las exigencias de colchón de capital a los bancos (implica mayor coste de capital), y otras medidas de regulación bancaria que se prevén próximamente. Como ejemplo, el gobernador del Banco de España, D. Pablo Hernández de Cos, anunciaba en su conferencia “Estabilidad financiera y política macro prudencial” el pasado 27 de abril de 2021 en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza, que se estudia regular la concesión de préstamos para disminuir riesgos, tales como limitar su porcentaje de *loan to value*<sup>4</sup> al 80%, o acortar los vencimientos, en base a sus estudios empíricos que indican que la probabilidad de impago aumenta con la ampliación del plazo del préstamo y con la ampliación del porcentaje del *loan to value*. Además, prevén incrementar las exigencias de colchón de capital fundamentalmente en los bancos sistémicos, denominado colchón anticíclico, provocando mayor necesidad y coste para los bancos.

---

<sup>4</sup> Relación del préstamo frente al valor de la garantía.





Fuente: Elaboración propia. Colegio de Registradores y European DataWarehouse.

Notas: Las siglas LTP y LTV corresponden a las ratios préstamo-precio de transacción (Loan-to-Price, en inglés) y préstamo-valor del colateral (Loan-to-Value, en inglés), donde el numerador en ambas ratios es el valor del préstamo hipotecario y el denominador es el precio de transmisión del inmueble registrado y el valor de tasación del colateral, respectivamente. La sigla LSTI corresponde a la ratio servicio de la deuda-ingreso del prestatario (Loan service-to-income, en inglés). El eje vertical representa la probabilidad de que se genere el evento de estrés (ejecución hipotecaria o entrada en mora), la cual se estima sobre préstamos con idénticas características y en el que solo cambia el valor del LTV, del LTP, del plazo o del LSTI. En el gráfico A el eje horizontal recoge valores de la ratio LTP y en el gráfico B recoge los valores de la ratio LSTI. Para más detalles ver, Galán J.E. y Lamas, M. (2019).

Figura 5. Presentación de D. Pablo Hernández de Cos en Zaragoza el 27 de abril de 2021.

## 4.2 Situación del sector bancario

La situación global de las entidades financieras (Banco de España, 2021) es la siguiente:

- La ratio de capital total a diciembre de 2020 ha aumentado al 17,01% (15,94% a diciembre de 2019), mientras que el de capital ordinario CET-1 asciende al 13,5% y el TIER-1 al 14,93%. El apalancamiento global se incrementa hasta el 5,98%.
- Los préstamos dudosos disminuyen del 3,14% al 2,83% en los últimos doce meses (dato más bajo de la serie histórica, desde septiembre de 2015).
- La ratio de LCR es de 194,42% a diciembre de 2020, frente a 164,84% de diciembre de 2019. Existe un exceso de liquidez muy importante en el sector financiero en estos momentos causado por 3 motivos fundamentales, la caída de la concesión de crédito por la paralización de la actividad económica, el incremento de ahorro de los españoles por la falta de consumo, y el programa de financiación a largo plazo del Banco Central Europeo (TLTROs) que facilita financiación a las entidades con rentabilidad negativa.
- Rentabilidad de los recursos propios negativa, en el -3,15% (+0,24% a marzo de 2020), influenciada por los ajustes contables de la fusión entre Caixabank y Bankia (reclasificación como activo no corriente en venta a valor razonable, que corregirá



cuando se complete la fusión), y por el aumento de provisiones. Si se elimina el impacto de la operación de fusión, la ratio sería del -0,97%<sup>5</sup>.

Si se analiza la evolución del último año, se puede concluir que las entidades financieras españolas han tenido una evolución positiva en capital, continúa la recuperación de activos dudosos llegando a niveles de mora no vistos hace muchos años (aunque se espera un repunte a corto/medio plazo), existe un exceso de liquidez nunca visto, pero tienen su gran talón de Aquiles en la rentabilidad. Los bancos españoles no son rentables. Este es el caballo de batalla en este momento, siempre que no se produzca un deterioro de la calidad del crédito, y es el motivo principal por el que los mercados empujan al proceso de consolidación y fusiones entre bancos, con el objetivo de conseguir sinergias positivas y mejorar su rentabilidad. Con unos tipos de interés en negativo, que debería ser una palanca para incrementar el consumo y la inversión pública y privada, el margen de los bancos sufre y produce una rentabilidad extremadamente baja.

## **5. Valoración de las entidades de crédito**

Realizar la valoración de una entidad de crédito es muy diferente a hacerlo sobre una empresa no financiera. Y mucho más complejo (Damodaran, 2019). Uno de los motivos fundamentales es la necesidad y obligatoriedad de que la entidad de crédito tenga un capital inmovilizado por las grandes exigencias del supervisor de mantener colchones de capital para cubrir sus riesgos. Que una entidad financiera deba mantener capital suficiente para cubrir el 8-10-12% de sus activos ponderados por riesgo, deja un capital que no es eficiente, que no genera rentabilidad suficiente. Además, el crecimiento de las exigencias supervisoras de los últimos años ha provocado que su valoración (en los mercados) sea varias veces inferior al resto de empresas no financieras.

En el anexo 1 se puede observar la relación precio/valor contable de las 35 empresas que formaban el Ibex-35 en marzo de 2020 (Expansión, 2020). 5 de las 6 con más bajo PVC son entidades financieras, con múltiplos de 0,2; 0,3 y 0,4, frente a la media de 2,07 de todo el Ibex. A diciembre de 2019, el PVC medio de las 5 entidades financieras (excluida Bankinter) era un 80% inferior a la media del Ibex-35.

---

<sup>5</sup> Revista Capital (22 de abril de 2021).

A la hora de realizar la valoración de una empresa, en el ámbito teórico se puede diferenciar entre modelos estáticos, dinámicos y mixtos. Los primeros son modelos tradicionales que determinan el valor de una empresa según su situación presente, fundamentalmente basada en el balance, y sin considerarla en funcionamiento. Los segundos, los más comúnmente utilizados, se basan fundamentalmente en las expectativas futuras de la empresa, partiendo de la situación actual. Por último, los mixtos, poco utilizados, parten de la visión estática de la empresa y le dan cierto dinamismo al cuantificar activos intangibles, fundamentalmente fondo de comercio.

Entre los modelos estáticos se pueden considerar el valor contable del patrimonio neto, el valor contable ajustado del patrimonio neto, el valor de liquidación y el valor sustancial. Entre los dinámicos, los más extendidos son descuento de flujos de caja (fundamentalmente en su versión descuento de flujos de caja totales, descuento de dividendos, y descuento de flujos de caja libres para el accionista). Además de estos tipos de modelos, está muy extendido el modelo de comparabilidad entre empresas, fundamentalmente cotizadas, que tienen un valor teórico de mercado (el propio de su cotización).

Bancel y Mitto (2012) arrojan un estudio sobre la frecuencia de utilización de los modelos de valoración de empresas según la figura empresarial que realiza dicha valoración:

% Usuarios	Banca de Inversión	Gestores de Fondos	Banca Privada	Analistas Financieros	Directores Financieros (CFO)	Expertos en Valoración
Modelo de descuento de flujos de caja totales	84%	64%	68%	80%	89%	87%
Múltiplos de empresas comparables	83%	77%	84%	71%	72%	76%
Modelo de descuento de dividendos	20%	22%	16%	24%	11%	31%
Descuento de flujos de caja libres para el accionista	31%	41%	32%	35%	39%	45%
Enfoque del Patrimonio Neto	16%	22%	16%	24%	11%	31%

Figura 6. Frecuencia de uso de modelos de valoración. Bancel y Mitto (2012)

Uno de los métodos más utilizados es el de descuento de dividendos. Damodaran (2019) afirma que es necesario asegurar que las asunciones son consistentes y propone introducir el retorno sobre fondos propios como una medida que una la ratio de reparto de dividendos con el crecimiento esperado. Indica que la relación entre el ROE, el crecimiento y los dividendos es crítico para determinar el valor de una entidad financiera:

$$\text{Expected Growth}_{\text{EPS}} = (1 - \text{Payout Ratio})(\text{ROE}_{t+1}) + \frac{\text{ROE}_{t+1} - \text{ROE}_t}{\text{ROE}_t}$$

$$\text{Value per share of equity in stable growth} = \frac{\text{DPS}_1}{(k_e - g)}$$

Donde DPS es el dividendo esperado para el año próximo.

Las dos últimas operaciones del sector financiero en nuestro país, conforme a sus proyectos de fusión, han utilizado las siguientes metodologías:

- Fusión Caixabank-Bankia: Precio de cotización bursátil + prima de transacciones precedentes, Cotizaciones históricas, precios objetivo de los analistas, precio valor en libros de comparables, Price to Tangible Book Value, ROTE de entidades comparables cotizadas, incorporando proyecciones a 3 años, metodología WEV (*warranted equity valuation*), que relaciona el ROTE con el coste del capital (Caixabank, 2020).
- Fusión Unicaja-Liberbank: Precio de cotización bursátil, Cotizaciones históricas, múltiplos comparables (precio sobre valor neto contable tangible y ROTE de comparables proyectadas a 2 años), descuento de dividendos y precios objetivo de los analistas (Unicaja, 2020).

En resumen, se han utilizado los métodos de múltiplos de empresas comparables, modelo de descuento de dividendos, enfoque del patrimonio neto, y métodos de valoración de cotizaciones, así como precios objetivos de analistas.

## 6. Caixabank

### 6.1 Historia de Caixabank

En el año 1904, el abogado catalán Francesc Moragas Barret funda la Caja de Pensiones para la Vejez y de Ahorros de Cataluña y Baleares, con el objetivo de estimular el ahorro y luchar contra la exclusión financiera, fundamentalmente de las clases medias y bajas.

Tras una importante expansión por Cataluña, se incorpora la función de las operaciones de ahorro, y ya en 1918, se integran varias instituciones benéficas, y se crea un órgano para gestionar la obra social.

La gran modernización tecnológica se produce en los años 60, y con la posibilidad a la apertura nacional, a finales de los 90, La Caixa inicia su gran expansión.

En 2007, La Caixa saca a bolsa su cartera de participadas (integrada en Critería CaixaCorp) y en 2011 se reorganiza nuevamente en Caixabank. Posteriormente, en 2014 La Caixa se transforma en Fundación Bancaria La Caixa, a raíz de la normativa de cajas de ahorros, y transfiere la participación en el banco a Critería CaixaCorp (100% propiedad de la Fundación), de forma que Fundación Bancaria La Caixa tiene la participación de la industrial, y esta, a su vez la participación en el banco.

En el momento inmediatamente anterior a la operación con Bankia, Critería poseía en torno al 40% de las acciones de Caixabank, y el resto estaban en manos privadas y de minoristas.

## 6.2 Cuentas anuales y situación

Las cuentas de la fusión han sido auditadas por PWC, a fecha 30 de junio de 2020, con opinión de que las cuentas reflejan la imagen fiel del patrimonio y la situación financiera del banco, de conformidad con el marco normativo de información financiera de aplicación, al considerar que la evidencia de auditoría obtenida proporciona base suficiente y adecuada.

Como cuestiones clave de la auditoría se recogen

- Deterioro por riesgo de crédito y de los activos inmobiliarios de adjudicaciones. No se han identificado diferencias materiales en las estimaciones contables realizadas por la Dirección referida a los modelos estadísticos de riesgo de crédito de pérdida esperada, probabilidad de impago de los préstamos, sus criterios de clasificación por *stages*<sup>6</sup>, todo ello influido por la moratoria del Covid, y la evaluación del control interno, así como los modelos de estimación de deterioros de los activos adjudicados
- Recuperabilidad de los activos por impuestos diferidos. No se han identificado diferencias materiales en las estimaciones contables realizadas por la Dirección. Estos activos solamente se pueden reconocer en base a estimaciones de beneficios futuros que permitan revertirlos. En base a proyecciones financieras y planes de negocio. Tras el impacto del Covid, el banco ha reevaluado el plan de negocio futuro para la

---

<sup>6</sup> Los préstamos de una entidad financiera se clasifican por *stages* en función del riesgo de crédito. Pueden ser clasificados como *stage 1*, que corresponde a situación normal de riesgo, *stage 2*, que corresponde a situación de vigilancia especial, por tener cantidades con impagos a más de 30 días, hasta 90, y finalmente *stage 3*, que corresponde a dudoso por morosidad, por impagos de más de 90 días.

estimación de la recuperabilidad de los activos por impuesto diferido. Sin embargo, continúa existiendo incertidumbre.

- Provisiones fiscales, legales y regulatorias. No se han identificado diferencias materiales en las estimaciones contables realizadas por la Dirección en base a procedimientos administrativos y judiciales, o asuntos de arbitraje fiscal, legal y regulatorio.
- Evaluación del entorno de control de los sistemas de información. No se ha observado nada relevante sobre esta cuestión, que trata del control interno sobre los sistemas que procesan y elaboran la información financiera y contable.

Dentro de las notas explicativas de las cuentas a 30 de junio, como aspectos más reseñables, se informa de:

- La reducción del dividendo de 2019 desde 0,15€ (anteriormente acordado) a 0,07€ por acción, a raíz de la situación por Covid, lo que provoca con impacto positivo en todas las ratios de solvencia de entre 30 y 40 puntos básicos.
- La aprobación por parte del Consejo de Administración, y suscripción del proyecto común de fusión por absorción de Bankia, en fecha 17 de septiembre de 2020. La estimación inicial de la misma supone unas sinergias anuales de costes de 770M€ y la generación de nuevos ingresos anuales de 290M€.

En el apartado 8.1 y 8.2 se muestra la situación de las partidas más importantes del balance, comparadas con las de Bankia, así como las partidas más importantes de la cuenta de resultados, igualmente comparadas con las de Bankia. Además, en el apartado 8.3, se muestra un análisis de los indicadores financieros más importantes de ambas entidades.

## **7. Bankia**

### **7.1 Historia de Bankia**

En el año 1702, el sacerdote Francisco Piquer, de origen aragonés, funda el Monte de Piedad de Madrid, que inicialmente no cobraba intereses por los préstamos que hacía, fundamentalmente, a las clases más desfavorecidas. Ya en 1836, aparece el sentido lucrativo de su actividad, obteniendo rendimientos de los préstamos, y en 1838 nace la Caja de Ahorros de Madrid, con el objetivo de actuar como depositarios de las clases desfavorecidas con sus pequeños ahorros. En 1838 se produce la fusión de ambas.

Así continúa su funcionamiento durante más de un siglo, y es en la década de 1970 cuando se produce una modernización de la entidad y en la década de los 80 y 90 la gran expansión a lo largo del territorio nacional (hay que recordar que hasta entonces no podían abrir oficinas fuera de su ámbito territorial, tal y como se indica en el apartado 2). Se produce el gran crecimiento hasta que, inmediatamente antes de la gran crisis financiera, año 2007, Caja Madrid es la cuarta entidad financiera del país.

Tras la explosión de la burbuja financiera, ante los problemas acuciantes de todas las cajas de ahorros, y con el beneplácito y recomendación del supervisor, Caja Madrid se integra en un SIP (sistema institucional de protección) junto con otras 6 cajas de ahorros en julio de 2010, entre las que destaca Bancaja, denominado Banco Financiero y de Ahorro (BFA), al mando de la caja madrileña. En diciembre de 2010 se realiza una emisión de participaciones preferentes convertibles de 4.465M€ íntegramente suscritas por el FROB.

A continuación, tras el traspaso del negocio bancario a Bankia, en verano de 2011 salen al mercado mediante una OPS, al que acudan miles de pequeños ahorradores, por una cantidad de 1.649M€. Tras una ampliación de capital posterior en el mercado, se produce el rescate financiero del banco. En mayo de 2012, el grupo BFA-Bankia recibió 17.959 millones de euros de ayudas públicas, adicionales a los 4.465M€ de 2010, con lo que la participación de las antiguas cajas de ahorros queda reducida a 0.

Pero realmente, ¿qué había sucedido para llegar a esto? Por qué se necesitaron esos 22.424M€ de ayudas públicas en Bankia? La realidad es que la situación financiera de las cajas de ahorros en general, y sobre todo de aquellas integradas en el SIP de BFA-Bankia (fundamentalmente por Caja Madrid y Bancaja), estaban muy dañadas, por los excesos del pasado. Sin embargo, no tuvieron problema en sacar a bolsa y atrapar a miles de pequeños inversores. El informe de auditoría de BFA, de 31/12/2020, realizado por Deloitte, resulta con opinión favorable sin salvedades. Únicamente se llama la atención sobre el contrato de integración entre las cajas y sobre que, dentro del plan de reforzamiento del sector financiero el grupo estaba analizando alternativas del reforzamiento de capital. El informe de auditoría de 31/12/2011, Deloitte vuelve a dar opinión favorable sin salvedades, pero tras haberse visto obligado a reformular las cuentas. En el informe, se llama la atención sobre dicha reformulación, que el Patrimonio no alcanza el 50% del capital social (lo que implica causa de disolución), y que en base a los decretos publicados a primeros de 2012 sobre saneamiento financiero (RDL 2/2012)

y sobre activos inmobiliarios del sector financiero (RDL 18/2012), se estiman provisiones adicionales de 5.609M€, que la ratio de capital total es del 4,7%, frente al mínimo regulatorio del 8%, y que se ha solicitado y aprobado la reconversión de los 4.465M€ de participaciones preferentes del FROB en acciones, así como la propuesta de solicitud de aportación adicional por parte del FROB de 19.000M€

Todo esto sucede con unas cuentas, las del 2011, cerradas apenas 6 meses después de la salida a bolsa. Esto llevó a numerosos juicios posteriormente sobre si las cuentas de la salida a bolsa reflejaban la imagen fiel, y, finalmente, el pasado 29 de septiembre de 2020, la Audiencia Nacional dictó sentencia, fijando la absolución de Rodrigo Rato y todo el equipo gestor de la Entidad, argumentando que la salida a bolsa fue supervisada por el Banco de España y por la CNMV.

Tras diversas operaciones de desinversión por parte del FROB, en el momento inmediatamente anterior a la operación con Caixabank, el FROB poseía el 61,8% de las acciones, y el resto estaban en manos privadas y de minoristas.

## 7.2 Cuentas anuales y situación

Las cuentas de la fusión han sido auditadas por KPMG (primer año de auditoría), a fecha 30 de junio de 2020, con opinión de que los estados financieros intermedios han sido preparados de conformidad con el marco normativo de información financiera de aplicación, al considerar que la evidencia de auditoría obtenida proporciona base suficiente y adecuada.

Como cuestiones clave de la auditoría se recogen

- Deterioro del valor de préstamos y anticipos a la clientela. por riesgo de crédito y de los activos inmobiliarios de adjudicaciones. No se han identificado diferencias materiales en las estimaciones contables realizadas por la Dirección referida a los modelos estadísticos de riesgo de crédito de pérdida esperada, probabilidad de impago de los préstamos, sus criterios de clasificación por *stages*, todo ello influido por la moratoria del Covid, y la evaluación del control interno, así como los modelos de estimación de deterioros de los activos adjudicados
- Recuperabilidad de los activos por impuestos diferidos. No se han identificado diferencias materiales en las estimaciones contables realizadas por la Dirección. Estos activos solamente se pueden reconocer en base a estimaciones de beneficios futuros

que permitan revertirlos. En base a proyecciones financieras y planes de negocio. Tras el impacto del Covid, el banco ha reevaluado el plan de negocio futuro para la estimación de la recuperabilidad de los activos por impuesto diferido. Sin embargo, continúa existiendo incertidumbre.

- Provisiones fiscales, legales y regulatorias. No se han identificado diferencias materiales en las estimaciones contables realizadas por la Dirección en base a procedimientos administrativos y judiciales, o asuntos de arbitraje fiscal, legal y regulatorio.
- Evaluación del entorno de control de los sistemas de información. No se ha observado nada relevante sobre esta cuestión, que trata del control interno sobre los sistemas que procesan y elaboran la información financiera y contable.

Sin embargo, en párrafo de énfasis aclaran que no incluyen toda la información que requerirían unos estados consolidados completos de acuerdo con las NIIF, por lo que los estados intermedios deben ser leídos conjuntamente con las cuentas consolidadas de diciembre de 2019. Como cuestiones clave de auditoría recogen exactamente las mismas, pero es relevante la cifra de 10.449M€ de activos por impuestos diferidos, de los cuales 3.008M€ no está garantizada su recuperabilidad. Pero a ello, están incluidos en el balance.

En el apartado 8.1 y 8.2 se muestra la situación de las partidas más importantes del balance, comparadas con las de CaixaBank, así como las partidas más importantes de la cuenta de resultados, igualmente comparadas con las de CaixaBank. Además, en el apartado 8.3, se muestra un análisis de los indicadores financieros más importantes de ambas entidades.

## **8. Comparativa CaixaBank-Bankia**

Para analizar las diferentes partidas de balance, de la cuenta de resultados y de los indicadores clave, se va a tomar en consideración el resultado de la operación de fusión entre CaixaBank y Bankia, que no es otro que el multiplicador del canje de fusión entre una y otra, de 2,8755, esto es, la valoración de CaixaBank es 2,8755 veces la valoración de Bankia.

### **8.1 Balances**

Los balances de fusión, de fecha 30 de junio de 2020, son los siguientes:



	Caixabank		Bankia		Multip. Cax/Ban
	06/20	s/Act	06/20	s/Act	
TOTAL ACTIVO	349.960	100%	218.455	100%	1,60
Bancos centrales	39.967	11%	15.982	7%	2,50
Activos financieros mantenidos para negociar	15.771	4,51%	7.162	3,28%	2,20
Activos financieros a Vr con cambios en PN	18.699	5,34%	9.701	4,44%	1,93
Activos financieros a coste amortizado	245.856	70%	165.841	76%	1,48
de los que valores representativos de deuda	21.386	6%	37.776	17%	0,57
de los que préstamos	224.470	64%	128.065	59%	1,75
Inversiones en dependientes	10.857	3%	451	0%	24,07
Activos tangibles	4.654	1%	2.593	1%	1,79
Activos intangibles	806	0%	469	0%	1,72
de los que Fondo de comercio	427	0%	87	0%	4,91
Activos por impuestos	8.349	2%	10.693	5%	0,78
de los que activos por impuestos diferidos	7.763	2%	10.449	5%	0,74
Resto activos	5.001	1%	5.563	3%	0,90
TOTAL PASIVO	328.852	94%	205.444	94%	1,60
Pasivos mantenidos para negociar	10.321	3%	6.732	3%	1,53
Pasivos financieros a coste amortizado	311.716	89%	195.700	90%	1,59
de los que depósitos	272.591	78%	175.175	80%	1,56
de los que valores de deuda emitidos	31.103	9%	18.579	9%	1,67
Cambios VRaz cartera cobertura tipo de interés	1.680	0%	0	0%	
Provisiones	3.111	1%	1.453	1%	2,14
Pasivos por impuestos	631	0%	429	0%	1,47
Resto pasivos	3.073	1%	1.130	1%	2,72
TOTAL PN	21.108	6%	13.011	6%	1,62
Fondos propios	22.300	6%	12.883	6%	1,73
de los que Capital	5.981	2%	3.070	1%	1,95
Otro resultado global acumulado	-1.192	0%	114	0%	
Resto PN	0	0%	14	0%	

Figura 7. Comparativa de balances de Caixabank y Bankia 30/06/2020. Fuente: Elaboración propia a partir de CCAA de ambas compañías.

La estructura de Pasivo y Patrimonio Neto es prácticamente igual en ambas entidades. El pasivo supone el 94% del total activo y el patrimonio el otro 6%. Así como en una empresa no financiera, esto supondría una ratio de endeudamiento enorme, las entidades financieras, por su naturaleza, tienen un pasivo mucho mayor que su patrimonio neto, debido a que, por la naturaleza de su negocio, se dedican a captar ahorros (pasivo) para ponerlos en circulación vía préstamos (activos), con un patrimonio neto que proporcionalmente es muy inferior respecto a la estructura del total activo.

El multiplicador del total activo, total pasivo y patrimonio neto es de 1,6 (ecuación de canje 2,8755). Esto está influenciado por la partida de Caixabank de “otro resultado global

acumulado”, que procede de cambios en el valor razonable de instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable con cambios en otro resultado global, esto es, minusvalías de la antigua cartera de DPV. El impacto en el patrimonio neto es elevado.

Por otro lado, Bankia tiene más capital social proporcionalmente que Caixabank, y muchas más reservas, pero esta última tiene una prima de emisión mucho más elevada. En resumen, el patrimonio está equilibrado en 1,60 de multiplicador.

Respecto al pasivo, el 90% (del total activo) son a coste amortizado, procedentes fundamentalmente de depósitos y una parte de valores de deuda emitidos. Tienen una estructura muy similar. Los pasivos mantenidos para negociar (3% del activo) también tienen una estructura similar. En general, el pasivo está también muy equilibrado, con un multiplicador de 1,60.

Es en el activo donde se producen mayores diferencias en cuanto a su distribución. A 30 de junio, Caixabank tiene un 11% de su activo en bancos centrales, frente al 7% de Bankia. Se debe recordar que las cantidades depositadas en bancos centrales son nada rentables (no son activos productivos) e incluso en esta situación de tipos de interés, penalizadoras. En cualquier caso, podría tratarse de una situación transitoria.

Caixabank tiene más activos financieros a valor razonable (ya sean para negociar, con cambios en resultados, o antigua DPV, con cambios en PN). Suponen casi un 10% del activo, mientras que en Bankia son un 7,72%. Estos activos suelen ser más rentables, pero de mayor riesgo.

Caixabank tiene el 64% de su activo en préstamos a la clientela, mientras que Bankia tiene un 59%. Esta partida es el *core* del negocio, por lo que parece que la actividad comercial de la primera es más eficiente que la de la segunda. Por el contrario, Bankia posee un 17% de su activo en valores de deuda (fundamentalmente deuda del estado) frente al 6% en Caixabank. Se trata de un activo con poco riesgo, pero poco rentable.

Las inversiones en dependientes son otra de las grandes diferencias. Caixabank tiene un 3% de su activo (10.000 millones de euros) en inversiones con dependientes (BuildingCenter, VidaCaixa, Banco BP, CaixaBank Payments&Consumer), frente a Bankia que prácticamente no tiene nada.

En activos intangibles, la estructura es similar, con algo más de fondo de comercio por CaixaBank, por las distintas operaciones de absorción a lo largo de los años. La diferencia no es relevante.

Por último, otra de las grandes diferencias del activo aflora en los activos por impuestos diferidos, que en CaixaBank suponen el 2% del activo, mientras en Bankia son el 5% (más de 10.000 millones de euros). Además, hay que destacar que, tal y como se ha visto en el apartado 7.2, en las cuestiones clave de auditoría de junio de 2020, el auditor considera relevante dicha cifra y pone en duda la recuperabilidad de hasta 3.000M€. Suponiendo el deterioro de dichos 3.000M€, el multiplicador de patrimonio neto pasaría de 1,60 a 2,11.

Como conclusión del balance, se puede afirmar que los multiplicadores son de 1,60 en activo, pasivo y patrimonio neto, con una estructura de pasivo y patrimonio muy similar y con algo más de variabilidad en el activo, donde CaixaBank tiene más depósitos en bancos centrales, más préstamos y más inversiones en empresas del grupo, mientras que Bankia tiene más inversiones en deuda pública y sobre todo, activos por impuesto diferido.

## 8.2 Pérdidas y ganancias

Las cuentas de fusión, de fecha 30 de junio de 2020, son las siguientes:

	CAIXABANK					BANKIA					Multip. Cax/Ban
	06/19	%s/ MB	06/20	%s/ MB	%20 vs 19	06/19	%s/ MB	06/20	%s/ MB	%20 vs 19	
Ingresos intereses	3.525	79%	3.338	81%	-5%	1.233	74%	1.108	69%	-10%	3,01
Gastos intereses	-1.047	-24%	-913	-22%	-13%	-215	-13%	-186	-12%	-14%	4,91
Margen intereses	2.478	56%	2.425	59%	-2%	1.018	61%	922	57%	-9%	2,63
Ingresos por comisiones	1.418	32%	1.413	34%	0%	575	34%	618	38%	7%	2,29
Otros ingresos	549	12%	279	7%	-49%	78	5%	67	4%	-14%	4,15
Margen bruto	4.445	100%	4.117	100%	-7%	1.671	100%	1.607	100%	-4%	2,56
Gastos de personal	-2.501	-56%	-1.454	-35%	-42%	-571	-34%	-540	-34%	-5%	2,70
Gastos administración	-625	-14%	-619	-15%	-1%	-243	-15%	-256	-16%	6%	2,42
Amortización	-260	-6%	-272	-7%	5%	-99	-6%	-94	-6%	-4%	2,88
Provisiones	-45	-1%	-154	-4%	242%	-45	-3%	-25	-2%	-45%	6,22
Deterioros de AAF	-250	-6%	-1.365	-33%	446%	-141	-8%	-480	-30%	240%	2,84
Deterioros/otra ganancia	-38	-1%	-49	-1%	29%	-33	-2%	-42	-3%	29%	1,17
RAI	726	16%	204	5%	-72%	540	32%	170	11%	-69%	1,20
Impuesto beneficios	-104	-2%	-1	0%	-99%	-140	-8%	-27	-2%	-81%	0,04
RDI	623	14%	203	5%	-67%	400	24%	142	9%	-64%	1,43

*Figura 8. Comparativa de cuentas de resultados de CaixaBank y Bankia 30/06/2020. Fuente: Elaboración propia a partir de CCAA de ambas compañías.*

Los ingresos por intereses de CaixaBank son 3 veces los de Bankia. Se han reducido un 5% en 12 meses, frente a una caída ligeramente mayor en Bankia. Los gastos de intereses son mucho mayores en CaixaBank, lo que provoca que el margen de intereses sea 2,63 veces mayor en CaixaBank que en Bankia (frente a ingresos 3 veces mayor). CaixaBank remunera mejor los depósitos.

Las comisiones en Bankia son superiores, ya que suponen un 38% del margen bruto, y se han incrementado notablemente (desde el 34% sobre el margen bruto). En CaixaBank, las comisiones son un 34% del margen bruto, frente a un 32% de 12 meses antes. La partida de otros ingresos contribuye en mayor medida a CaixaBank, fundamentalmente por ingresos por dividendos y resultados de entidades valoradas por el método de la participación.

Con ello, el margen bruto de CaixaBank es 2,56 veces el de Bankia.

Los gastos de personal son muy similares en ambas, en torno al 35% del margen bruto, tras una gran reducción respecto al año anterior en CaixaBank (por los costes del ERE de hasta 3.000 personas). Los gastos de administración y amortización también son parecidos.

La gran diferencia en el primer semestre de 2020 es el deterioro de activos financieros realizado en CaixaBank (hasta un 33% del margen bruto, respecto al 6% del año anterior), que incluyen una provisión extraordinaria para el futuro, por Covid-19, por un total de 1.155M€. En paralelo Bankia también los ha deteriorado hasta un 30% del margen bruto, frente al 8% del año anterior, al incorporar un extraordinario de 310M€.

Este hecho provoca que el resultado antes de impuestos de CaixaBank sea solamente 1,2 veces el de Bankia. Si no se tuviera en cuenta las provisiones extraordinarias de 1.155M€ y 300M€ respectivamente, el multiplicador del resultado antes de impuestos sería de 2,89 veces. El multiplicador del resultado a junio de 2019 es de 1,34 veces, pero claramente influenciado por el ERE de CaixaBank realizado ese año. Por último, el multiplicador del resultado antes de impuestos a diciembre de 2018 (las cuentas más recientes sin extraordinarios) es de 2,71 veces (2.807M€ frente a 1.036M€).

### 8.3 Indicadores

		Caixabank			Bankia			Multip. Cax/Ban
		2019	2020	%20 vs 19	2.019	2020	%20 vs 19	
RDOS	Margen de intereses M€	4.951	4.900	-1%	2.023	1.904	-6%	2,57
	Margen bruto M€	8.605	8.410	-2%	3.245	3.088	-5%	2,72
	Resultado del ejercicio M€	1.708	1.381	-19%	542	230	-58%	6,00
RENTAB	Eficiencia	66,80%	54,50%	-18%	56,00%	58%	3%	0,94
	ROE	6,40%	2,50%	-61%	4,20%	1,80%	-57%	1,39
	ROTE	7,70%	6,10%	-21%	4,30%	1,90%	-56%	3,21
	ROA	0,40%	0,33%	-18%	0,30%	0,10%	-67%	3,28
	RORWA	1,10%	0,96%	-13%	0,70%	0,30%	-57%	3,20
SOLVENC	CET-1 <i>phase-in</i>	12,00%	13,60%	13%	14,32%	17,30%	21%	0,79
	TIER-1	13,50%	15,70%	16%	18,28%	19,16%	5%	0,82
	Apalancamiento	5,90%	5,60%	-5%	5,89%	6,32%	7%	0,89
	Capital total <i>phase-in</i>	15,70%	18,10%	15%	18,09%	22,01%	22%	0,82
CALIDD	% morosidad	3,60%	3,30%	-8%	5,00%	4,70%	-6%	0,70
	Coste del riesgo	0,15%	0,75%	400%				
	Cobertura morosidad	55,00%	67%	22%	54,00%	58%	8%	1,15
LIQUID	Activos líquidos M€	89.427	114.451	28%	33.117	35.048	6%	3,27
	LCR	186%	248%	33%	204%	195%	-5%	1,27
	NSFR	129%	145%	12%	124%	129%	4%	1,13
BURSÁTIL	Precio acción	2,798	2,101	-25%	1,9	1,45	-24%	1,45
	Capitalización bursátil M€	16.727	12.558	-25%	5.840	4.448	-24%	2,82
	PER	10,64	10,14	-5%	10,77	19,34	79%	0,52
	PVC tangible	0,80	0,60	-25%	0,45	0,35	-22%	1,70
	PVC	0,67	0,50	-25%	0,44	0,34	-22%	1,46
	BPA	0,26	0,21	-19%	0,18	0,07	-61%	3,00
PN	Valor teórico-cble.	4,20	4,22	0%	4,34	4,26	-2%	0,99
	Valor teórico-cble. tangible	3,49	3,49	0%	4,21	4,10	-3%	0,85
DIMNS	Oficinas	4.602	4.215	-8%	2.275	2.127	-7%	1,98
	Nº empleados	36.597	35.617	-3%	15.609	15.522	-1%	2,29

Figura 9. Comparativa de indicadores clave de Caixabank y Bankia a diciembre de 2019 y de 2020. Fuente: Elaboración propia a partir de CCAA de ambas compañías

En cuestión de resultados, el margen de intereses a 31 de diciembre de 2020 de Caixabank es 2,57 veces el de Bankia, siendo el margen bruto de 2,72 y el resultado del ejercicio de 6 veces. El motivo es el fuerte deterioro de créditos, a raíz del Covid, que realiza Bankia en el segundo semestre. En el total del año se produce un deterioro extraordinario de 490M€, frente a 1.252M€ por parte de Caixabank.

En cuestión de rentabilidad, la situación de Caixabank es mucho mejor, siendo que este es uno de los pilares que más importancia le da el mercado en este momento, y que más dificultades están suponiendo para las entidades financieras españolas y europeas. La ratio de eficiencia de Caixabank mejora notablemente entre 2019 y 2020, pero influenciado por el sobrecoste del ERE de 2019. A 2020 su eficiencia es de 54,5%, frente al 58% en Bankia. Tras la fusión, el grupo espera alcanzar una ratio de eficiencia de 48% ante las importantes sinergias de costes.

El resto de los indicadores de rentabilidad de Caixabank también son muy superiores, si bien en 2020 se ha producido un deterioro de estos (ROE, ROTE, ROA, RORWA), pero siguen estando en niveles de hasta 3 veces superior a Bankia.

En materia de solvencia se produce el efecto contrario. Bankia es la cotizada con mayores ratios de solvencia en España. El motivo fundamental es porque una parte importante de su activo está invertido en deuda pública, cuyo riesgo es mínimo, y por tanto sus activos ponderados por riesgo (APRs) son muy inferiores proporcionalmente a los de Caixabank. A junio de 2020 el nivel de APRs de Caixabank es 2,14 veces el de Bankia, cuando el nivel de activos es solamente 1,60 veces. La situación se corrige parcialmente en el segundo semestre. Con un multiplicador de patrimonio neto del balance de fusión de 1.60 veces, y un nivel de activos de 1,60, el menor nivel de APRs de Bankia produce unos indicadores de solvencia muy superiores.

Sobre la calidad de los activos, ambas entidades han hecho esfuerzos en 2020 para reducir la morosidad y ampliar su cobertura (en mayor medida Caixabank). La situación a cierre de año es que Caixabank tiene un nivel de morosidad un 30% inferior.

Respecto a la liquidez, en estos momentos no es algo excesivamente importante (por no existir déficit), ante el exceso de liquidez que existe en el mercado y las ayudas de los bancos centrales para la “barra libre” de liquidez a las entidades financieras. El nivel de activos líquidos de Caixabank es más del triple que el de Bankia y los indicadores básicos de liquidez (LCR y NSFR<sup>7</sup>) están en niveles de entre el 15% y el 30% superiores.

---

<sup>7</sup> El LCR y el NSFR son dos de los indicadores más importantes de liquidez en el sector bancario. Ambos tienen un mínimo regulatorio por parte del supervisor (100%). El primero recoge el nivel de activos que tiene una entidad con la máxima calidad de liquidez (liquidez inmediata) para ver si con esa liquidez es capaz de soportar un escenario de estrés de 30 días de duración, cuyo factor principal es la salida de depósitos (salidas prefijadas por el escenario). El segundo mide las necesidades de financiación que tiene una entidad en un horizonte de un año (en función de los activos que tiene), con el objetivo de asegurar que se cubren con fuentes de financiación que tengan estabilidad.

Respecto a los indicadores bursátiles, Bankia ha sido muy castigada a lo largo de su corta historia por los inversores. La falta de confianza por las dudas en la salida a bolsa, el rescate o el hecho de dejar atrapados a miles de pequeños inversores, ha pasado factura. La capitalización bursátil ha caído en torno a un 25% en 2020 para ambas compañías, pero el nivel en Caixabank es cerca de 3 veces superior. En cuanto al PER, en 2019 estaban en niveles similares, aproximadamente de 10, pero en 2020 se ha disparado el de Bankia por los bajos resultados a cierre de ejercicio (debido fundamentalmente a las provisiones extraordinarias por Covid, medida seguramente alentada por Caixabank dentro del proceso de toma de control).

El precio valor contable, sin embargo, es muy superior en Caixabank (0,50 frente a 0,34) precisamente por las dudas generadas por Bankia en el pasado y la mayor expectativa de beneficios de la primera, así como mayor rentabilidad. En cualquier caso, en línea con la evolución bursátil, se ha desplomado un 25% en el año. El precio valor teórico contable tangible es superior en Caixabank, debido a que tiene más activo intangible (fundamentalmente por fondo de comercio del pasado).

En resumen, con carácter previo a la fusión, Caixabank ofrece mejores resultados, mayor rentabilidad, mayor eficiencia, mejor calidad de sus activos, mayores niveles de liquidez y mejor expectativa y comportamiento bursátil. Por el contrario, Bankia tiene un punto muy a favor como es su elevada solvencia. Todo esto ha hecho que, con un activo solamente 1,6 veces superior y un patrimonio neto solamente 1,6 veces superior, ofrece un margen de intereses y un margen bruto de 2,6 veces (si bien los resultados de referencia se reducen por diversos extraordinarios) y la valoración ofrecida por Caixabank ha sido de 2,8755 veces en el momento de la oferta.

## **9. Proceso de fusión**

### 9.1 Normativa

La normativa aplicable para un proceso de fusión/adquisición es la siguiente:

- El proceso legal queda regulado en la ley 3/2009, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME), título II, artículos 22 a 53 (para las fusiones no transfronterizas intracomunitarias).

- El quorum y las mayorías necesarias quedan reguladas en el RDL 1/2010 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), en sus artículos 194 y 199. Otros aspectos menores también son regulados en dicha ley.
- La Ley 27/2014 del Impuesto de Sociedades (IS) recoge aspectos fundamentalmente sobre el régimen especial de fusiones (artículos 76 y siguientes).
- La norma internacional de información financiera NIIF 3, regula las combinaciones de negocios.
- La norma internacional de información financiera NIIF 10, regula los estados financieros consolidados.

## 9.2 Proceso legal

El proceso legal de fusión se ha realizado siguiendo la regulación fijada en la Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de las sociedades mercantiles.

Conforme al art. 22 LME, se produce la fusión entre ambas sociedades, con el fin de que se integran en una única (Caixabank) mediante la transmisión del patrimonio de la otra (Bankia) y la atribución, a los socios de esta última, de acciones de Caixabank. Se trata de una fusión por absorción, mediante la adquisición por sucesión universal del patrimonio de Bankia, provocando su extinción (art. 23 LME).

De acuerdo con el art. 26 LME, las acciones propias que Bankia tenía en autocartera (31,96 millones), no se han canjeado y se ha procedido a su completa amortización, según se recoge en el apartado 3.6.1 del informe del Consejo de Administración de Bankia y en el apartado 3.2.2.B del informe del Consejo de Administración de Caixabank.

El proyecto de fusión común de los administradores (art. 30 LME) fue aprobado por los respectivos Consejos de Administración el 17 de septiembre de 2020, e incluían, además de la correspondiente identificación (art. 31. 1ª), la siguiente información relevante:

- El tipo de canje (art. 31.2ª) de acciones, siendo de 0,6845 acciones de 1€ de valor nominal de Caixabank por cada acción de 1€ de valor nominal de Bankia, sin compensación complementaria, el procedimiento y la justificación del tipo de canje (distintas metodologías de valoración, pero basada fundamentalmente en la cotización reciente). El tipo de canje de las acciones se ha establecido sobre la base del valor real de su patrimonio (art. 25 LME). En este momento, la oferta a los antiguos accionistas



es la entrega de 2.079,21 millones de acciones propias de Caixabank, valoradas en 3.776 millones de euros.

- La fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas acciones de Caixabank tienen derecho a participar en las ganancias (art. 31.6ª), fijada en el momento de la fecha de inscripción de la escritura de fusión en el registro, que ha sido 26 de marzo de 2021, tras la autorización de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) el 23 de marzo.
- La fecha de efectos económicos y aspectos contables (art. 31.7ª), fijada como aquella en la que se cumpla la última de las condiciones suspensivas a las que queda sujeta la eficacia de la fusión, “por ser esta la fecha en que se considera que la sociedad absorbente ha adquirido el control de la sociedad absorbida en los términos referidos en la mencionada normativa”, por tanto, el 23 de marzo de 2021 con la autorización de la CNMC.
- Los nuevos estatutos de Caixabank (art. 31.8ª), cuya única modificación es la cifra del capital social y número de acciones en que está dividido como consecuencia de su ampliación para atender el canje de la Fusión.
- Información sobre la valoración de los activos y pasivos de Bankia que son transmitidos (art. 31.9ª). Se consideran las cuentas anuales a 31 de diciembre de 2019, mientras que las magnitudes del activo y pasivo de Bankia son las resultantes de los estados intermedios del 30 de junio de 2020 (art. 31.10ª), si bien condicionado a que los activos y pasivos serán registrados contablemente a valor razonable a partir de la fecha de efectos, en base a la NIIF 3.
- El posible impacto en el empleo (Caixabank asume la subrogación de los contratos de los trabajadores, si bien plantea posibles actuaciones de índole laboral futuras, siempre respetando los procedimientos legales) o el impacto de género en los órganos de administración (continuarán manteniendo el mínimo de cuota del 30% de consejeras según la recomendación 14 del Código del Buen Gobierno, concretamente el 33%), tal y como se describe en el apartado 3.2.10 del informe del Consejo de Administración de Caixabank, de acuerdo al art. 31.11ª LME.

Dicho proyecto de fusión fue publicado en las páginas web de ambas sociedades el 18/09/2020 y anunciado en el BORME del 1 de octubre de 2020 (art. 32 LME).

Además, los administradores de Caixabank y Bankia emitieron un informe individual explicativo del proyecto, así como la implicación de esta (art. 33 LME), ambos con fechas

23 de octubre, e incorporando un informe de expertos sobre el proyecto, de forma que Morgan Stanley (encargado por Caixabank) dio opinión razonable del tipo de canje, y *Rotschild&Co* (encargado por Bankia) hizo lo propio sobre la razonabilidad de la operación.

- El informe de Caixabank justifica la operación como una palanca para mejorar la eficiencia y optimizar los costes operativos ante los bajos tipos de interés, más a raíz del Covid con incremento de la morosidad. Además, se justifica el canje sobre la base del valor real de los patrimonios, y el método de referencia utilizado ha sido el de cotización bursátil (conforme al art. 504 LSC). Otros métodos que se han utilizado han sido cotizaciones históricas, precios objetivos de los analistas tras los resultados del segundo trimestre del 2020, múltiplos de valoración o método de primas pagadas recientemente.
- El informe de Bankia, en la misma línea que el anterior, informa que el método preferente utilizado ha sido el de valor de capitalización bursátil, usando además cotización histórica (múltiplos de 0,568 a un mes, 0,523 a 3 meses y 0,5452 a 6 meses), múltiplos de comparables, precio objetivo de analistas o primas históricas (media del 21% y mediana del 18%). Argumentan que el 3 de septiembre las cotizaciones mostraban un tipo de canje de 0,57037, y que, con una prima del 20%, la ecuación quedó en 0,6845, argumentando la prima en base a las sinergias de costes de 770M€ a partir del tercer año, y de ingresos de 215M€ a partir del quinto o sexto año.

Asimismo, por el hecho de ser sociedades anónimas, el Registro Mercantil de Valencia designó como experto independiente (art. 34 LME) a BDO Auditores, S.L.P., que emitió opinión de operación adecuada con fecha 23 de octubre de 2020.

El balance de fusión para la operación es el del 30 de junio de 2020, dentro del plazo de los 6 meses del art. 36 LME, y auditado por sus respectivos auditores (art. 37 LME).

Tras la publicación de toda la documentación referente al proyecto, de cara a la convocatoria de las juntas correspondientes (art. 39 LME), se aprueba la operación por parte de la junta de Caixabank y de la junta de Bankia con fechas 3 y 1 de diciembre de 2020 respectivamente (art.40 LME), dentro del plazo de los 6 meses (art. 30.3), siguiendo el quorum necesario reforzado para casos especiales (art. 194 LSC) y la mayoría legal reforzada del art. 199 LSC:

- Quorum Caixabank 70,33%, de los que votan a favor el 99,7%.

- Quorum Bankia 79,032%, de los que votan a favor el 99,2%.

Finalmente, tras la escritura pública de fusión, la operación concluye con la inscripción en el Registro Mercantil de la operación el pasado 26 de marzo de 2021, inmediatamente a continuación de la autorización de la CNMC el 23 de marzo de 2021, y momento en el que también se realiza la emisión de 2.079,21 millones de nuevas acciones de Caixabank como contraprestación para los antiguos accionistas de Bankia.

### 9.3 Análisis contable de la operación

Para realizar el análisis contable de la combinación entre Caixabank y Bankia, las guías de referencia son las NIIF 3 sobre Combinaciones de Negocios, y la NIIF 10 sobre estados financieros consolidados. Los principios de la guía son el reconocimiento de los activos identificables y valorables, así como de los pasivos asumidos, y el reconocimiento de una plusvalía adquirida en el proceso, que será el fondo de comercio de la operación, o bien de una ganancia por conseguir realizar una compra en condiciones favorables (que, como se verá, va a ser el caso), y la determinación de la información que se debe revelar para el entendimiento de los estados y los efectos financieros de la combinación.

Caixabank debe realizar la contabilización de la combinación mediante la aplicación del método de adquisición. Para ello, 5 son los pasos a realizar:

- Identificar la adquirente. Es aquella que adquiere el control. Según la NIIF 10, la adquirente es la que está expuesta a unos rendimientos variables y tiene la capacidad de influir en dichos rendimientos a través del poder que ejerce sobre la participada. En este caso, Caixabank es la entidad que obtiene el control sobre la adquirida, Bankia. Se trata de una fusión por absorción cuya contraprestación va a ser acciones propias de Caixabank, mediante una ampliación de capital.

Caixabank tiene hasta la fecha un total de 5.981,4 millones de acciones, y procede a emitir 2.079,21 millones de nuevas acciones para entregar a los actuales accionistas de Bankia. Por tanto, de la nueva Caixabank, los antiguos accionistas van a controlar el 74,2% del capital, mientras que los antiguos accionistas de Bankia controlan el 25,8% del mismo.

Además, el nuevo Consejo de Administración acordado se compone de 9 consejeros procedentes de la antigua Caixabank y 6 consejeros procedentes de Bankia, con lo que mantienen una proporción 60%-40%.

Por todo ello, la entidad adquiriente es Caixabank, que mantiene el control, el poder, tiene derecho a los rendimientos y puede influir sobre los mismos, todo ello de acuerdo con la NIIF-10.

- Fecha de adquisición, momento en el que la adquiriente obtiene el control. El pasado 3 de septiembre de 2020, ambas entidades comunicaron a la CNMV que se encontraban en el proceso de negociación. El 18 de septiembre de 2020, comunicaron a la CNMV el acuerdo de sus respectivos Consejos de Administración a la operación de fusión en los términos correspondientes. Los días 1 y 3 de diciembre de 2020, las juntas generales de accionistas de Bankia y Caixabank respectivamente, aprobaron la operación. Los principales accionistas de ambas son respectivamente el FROB (61%) y La Caixa (40%). Finalmente, tras las correspondiente autorizaciones (o no oposiciones) de algunos organismos como el Banco Central Europeo, el Banco de España o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, el 23 de marzo de 2021, se produjo la autorización necesaria y definitiva, por parte de la CNMC, sujeta a una serie de compromisos, fundamentalmente en algunos ámbitos del mercado en banca minorista, concretamente en un total de 86 códigos postales, en los que la entidad quedaría en situación de monopolio o duopolio.

Además, en el proyecto de fusión, apartado 3.2.5 del informe del Consejo de Administración de Caixabank, se indica que la fecha a efectos contables y económicos será aquella en la que se cumpla la última “la última de las condiciones suspensivas a las que queda sujeta la eficacia de la fusión, por ser esta la fecha en que se considera que la sociedad absorbente ha adquirido el control de la sociedad absorbida en los términos referidos en la mencionada normativa”.

Por tanto, con carácter oficial, la fecha de adquisición es el 23 de marzo de 2021. Eso no quita que, con anterioridad a esa fecha, Caixabank haya podido ejercer poder e influencia sobre Bankia en aspectos fundamentales como reparto de dividendo, nuevas inversiones, provisiones, etc.

- Reconocer y valorar activos identificables adquiridos, pasivos asumidos y cualquier participación no dominante en la adquirida. Tras realizar el proceso, la valoración que se ha dado, con fecha 31 de marzo de 2021, sobre los activos y pasivos a valor razonable, sujeto a revisión por un año, ha sido de 9.614M€.
- Valoración de la contraprestación. La contraprestación se realiza en acciones de nueva emisión, por un total de 2.079.209.002 acciones (emisión admitida a negociación el 29 de marzo de 2021). El valor razonable de estas acciones en la fecha de adquisición

(23/03/2021) es de 5.314M€ (2,56€/acción). Se debe recordar que el valor razonable de las acciones en el momento de la firma del acuerdo era de apenas 3.776 M€ (1,82€/acción).

- Valoración de participación no dominante. No queda participación no dominante en Bankia, al tratarse de una fusión.

Determinar el fondo de comercio o una ganancia procedente de una compra en condiciones muy ventajosas. A raíz del valor razonable de la contraprestación (5.314M€) y del valor razonable de los activos y pasivos de Bankia identificados, se genera un fondo de comercio o un resultado positivo por combinación de negocios. El 6 de mayo de 2021, con la publicación de las cuentas trimestrales, CaixaBank informa que la diferencia negativa de consolidación asciende, de forma provisional ya que los valores son susceptibles de revisar por un año, a 4.300M€, debido a que la valoración de activos y pasivos a valor razonable de Bankia asciende a 9.614M€, frente a una contraprestación de 5.314M€.

Los ajustes realizados al patrimonio neto de Bankia (13.088M€ a 31 de marzo de 2021) corresponden fundamentalmente a activos y pasivos fiscales (ajuste de -2.241M€), cartera crediticia (-710M€), otros instrumentos financieros (-254M€), activos inmobiliarios (-140M€) y otros activos/pasivos (-129M€), para un total de -3.474M€. Estos ajustes son susceptibles de revisión durante un año.

#### 9.4 Integración del balance de Bankia 1er trimestre 2021

Los resultados del primer trimestre de Bankia no han sido agregados a la cuenta de resultados del grupo CaixaBank, dado que la operación se ha realizado con fecha 31/03/2021, al ser resultados generados por Bankia antes de la combinación de negocios. En el trimestre, Bankia genera internamente un margen de intereses de 448M€, margen bruto de 711M€ y un resultado antes de impuestos de 81M€.

Sin embargo, en esta fecha ya han quedado integrados los balances de ambas sociedades, con la incorporación del balance de Bankia a valor razonable:

Balance 03/2021	Grupo	Ex Bankia	Aportación Bankia	Bankia 12/20	Diferencia Aportar. vs 12/20
TOTAL ACTIVO	663.568	459.734	203.834	209.842	-6.008
Efectivo	81.823	69.732	12.091	11.808	283
Activos financieros para negociar	12.440	6.471	5.969	6.768	-799
Activos financieros Vraz resultados	339	325	14	11	3
Activos financieros Vraz PN	22.386	12.584	9.802	8.624	1.178
Activos financieros a coste amortizado	426.168	266.708	159.460	163.405	-3.945
del que Entidades de crédito	9.085	5.341	3.744	4.916	-1.172
del que clientela	354.473	235.762	118.711	120.994	-2.283
del que valores de deuda	62.610	25.605	37.005	37.495	-490
Derivados	1.214	262	952	2.451	-1.499
Inversiones en asociadas	4.104	3.456	648	469	179
Activos afectos al negocio asegurador	75.534	75.534	0	0	0
Activos tangibles	8.962	6.727	2.235	2.518	-283
Activos intangibles	4.501	3.947	554	505	49
Activos no corrientes en venta	2.933	1.364	1.569	1.661	-92
Resto activos	23.164	12.624	10.540	11.622	-1.082
TOTAL PASIVO	628.016	433.796	194.220	196.761	-2.541
Pasivos financieros para negociar	6.432	826	5.606	6.876	-1.270
Pasivos financieros a CA	536.485	351.348	185.137	187.070	-1.933
del que depósitos BBCC/Entidades	103.682	63.487	40.195	37.724	2.471
del que depósitos clientela	372.545	246.932	125.613	128.460	-2.847
del que valores de deuda emitidos	52.792	34.672	18.120	18.437	-317
del que otros pasivos financieros	7.456	6.257	1.199	2.440	-1.241
Pasivos afectos al negocio asegurador	73.996	73.996	0	0	0
Provisiones	4.806	2.959	1.847	1.285	562
Resto pasivos	6.297	4.667	1.630	1.530	100
TOTAL PN	35.552	25.938	9.614	13.080	-3.466
Fondos propios	37.172	27.558	9.614	12.932	-3.318
Intereses minoritarios	29	29	0	2	-2
Otro ido global acumulado	-1.649	-1.649	0	145	-145

Figura 10. Comparativa de balance a 31/03/2021 de Caixabank y aportación de Bankia. Fuente: Elaboración propia a partir de informe trimestral Caixabank marzo 2021.

En la integración de los balances a marzo de 2021 se puede apreciar cuál ha sido la incorporación de los activos y pasivos de Bankia a valor razonable, comparando con el balance de Bankia a diciembre de 2020, si bien hay que tener en cuenta la evolución del negocio de Bankia en este trimestre. Se aprecia que el crédito a la clientela de Bankia tiene una diferencia de 2.283M€ (en parte por la evolución del negocio con caída del crédito o deterioros en el trimestre, y en parte por la corrección de los 710M€ de su valor razonable). El ajuste de 2.241M€ de activos y pasivos fiscales están recogidos en otros activos (caída de 1.082M€) y otros pasivos (aumentode 100M€), junto con otras premisas

de la evolución del negocio, y junto con el ajuste de otros activos/pasivos de -129M€. El ajuste de otros activos inmobiliarios de -140M€ están recogidos en las diferencias de activos tangibles (-283M€) y activos no corrientes en venta (-92M€). El ajuste de otros instrumentos financieros (-254M€) puede estar recogido en las partidas de derivados o activos financieros para negociar. Pero sin duda, donde más se aprecia el impacto del ajuste es en el patrimonio neto. Todos los ajustes a valor razonable de los activos y pasivos deben llevarse contra el patrimonio. En este caso, la diferencia de patrimonio de Bankia entre el 31 de diciembre de 2020 y lo aportado en el balance consolidado de 31 de marzo de 2021 es de 3.466M€, prácticamente el ajuste realizado (3.474M€). En el primer trimestre, Bankia no ha generado patrimonio.

#### 9.5 Previsión situación futura

En la presentación de la operación a los analistas (Caixabank, 2020), el lema de los dirigentes de Caixabank era la “*creación de valor para todos los stakeholders*”.

Las estimaciones planteadas situaban al nuevo grupo como líder en crédito (343.000M€) con el 25% de cuota, líder en depósitos (334.000M€) con el 24% de cuota, líder en morosidad con un 4,1% de ratio, y esperaban mantener una tasa de cobertura del 64%, y alcanzar un CET-1 phase-in del 13,1% tras la fusión en el primer trimestre de 2021 (y del 11,6% tras los costes de reestructuración).

Todo esto provocado con la generación de nuevos ingresos por 290M€ en 2025, el ahorro de costes anuales por 770M€ en 2023, y, por tanto, una mejora de la eficiencia al 47,9% (en 2025) y un ROTE superior al 8% a partir de 2022.

Según la agregación de los balances, estiman un total activo de 664.000M€ y un capital de 38.900M€.

Tras el cierre de la operación y las cuentas del primer trimestre, la situación del grupo es la siguiente:

	03-21	Estimac.	Diferencia
Capital	35.552	38.900	-9%
Total activo	663.569	664.000	0%
Depósitos	372.545	334.000	12%
Crédito	354.473	343.000	3%
Morosidad	3,6%	4,1%	-12%
Cobertura	67%	64%	5%
Cet-1 phase in mar/21	14,1%	13,1%	8%
Eficiencia 2025	*	49%	*
ROTE 2022	*	>8%	*

Figura 11. Comparativa de indicadores clave del grupo Caixabank a 31/03/2021 respecto a la estimación tras la fusión. Fuente: Elaboración propia a partir de informe trimestral Caixabank marzo 2021 y presentación de la fusión a inversores.

\*La información de rentabilidad no aplica en este caso, dado que a 31 de marzo de 2021 no se recogen los resultados del primer trimestre de Bankia, ya que han sido generados antes de la toma de control, por lo que están recogidos indirectamente en la contraprestación pagada por la combinación de negocios.

El capital es un 9% inferior, debido fundamentalmente al ajuste a valor razonable de los activos y pasivos de Bankia, que han supuesto un impacto de 3.474M€.

La morosidad del primer trimestre ha sido mucho mejor de lo esperado, alcanzando a nivel grupo el 3,6%, y con una cobertura mayor.

Finalmente, la ratio de solvencia *phase-in*, alcanza el 14,1%, cuando se esperaba cerrar el trimestre en el 13,1%. El impacto positivo en la cuenta de resultados por la combinación de negocios ha provocado una mejora en la ratio en 77 puntos básicos.

## 9.6 Consecuencias de la operación

La operación de fusión ya ha planteado muchas críticas desde diversos colectivos diferentes. Por un lado, el hecho de que el mayor accionista de Bankia fuera el FROB, a raíz del rescate con dinero público, y por otro el fuerte impacto que se prevé en el empleo. Además, también se han planteado problemas de libre competencia, si bien la CNMC ha impuesto una serie de condicionantes a la operación para limitar el impacto.

Las consecuencias más importantes que se prevé con esta operación son:

- El FROB poseía el 61,8% de las acciones de Bankia en el momento inmediatamente anterior a la fecha del acuerdo. Dicho porcentaje procede de las participaciones preferentes convertibles de 2010, por un total de 4.465M€, así como los 17.959



millones de euros de ayudas públicas de 2012, si bien posteriormente realizó algunas desinversiones. Una participación valorada en 22.424M€, que el 2 de septiembre de 2020, con una capitalización total de 3.180M€, tenía un valor de 1.965M€, un 91% inferior. Con la oferta inicial, un 20% de prima, la valoración sería de 2.358M€. Finalmente, a raíz de la evolución en bolsa hasta la fecha de adquisición, con una contraprestación total de 5.314M€, la valoración es de 3.284M€ (un 85% inferior a la original). El FROB se va a quedar en Caixabank con una participación del entorno del 16%, perdiendo completamente el control, quedando Critería por encima del 30%. Por tanto, con la operación el FROB pierde el control de una entidad financiera, y su valoración queda fijada muy por debajo de lo que costó. Independientemente de las sinergias de la operación y de la aportación de valor que pueda provocar, el FROB asume que una gran parte de su antigua participación en Bankia está perdida. Se trata de un proceso de privatización, pero a precio de saldo.

- Impacto en el empleo. El empleo en el sector financiero está muy tocado desde hace muchos años. Desde el año 2008, al inicio de la gran crisis financiera, hasta cierre de 2019, las plantillas de las entidades financieras españolas se redujeron desde 278.301 empleados hasta 176.838, con un total de 101.463 bajas (Cinco Días, 2020). Un 36% menos. En 2020, se eliminaron otros 11.000 empleos (El Economista, 2021). Actualmente hay en marcha varios procesos de reestructuración (Caixabank, Unicaja, Santander, Sabadell, BBVA) que se estima que podría llevarse otros 20.000 puestos de trabajo. Concretamente, el caso de Caixabank la primera oferta fue de 8.300 empleados, si bien se prevé que, tras las negociaciones, se reduzca la cifra por debajo de 8.000. Todos estos ajustes supondrían una reducción desde los 278.301 hasta los aproximadamente 146.000 puestos, esto es, un 48%. Es sin duda el sector con mayor impacto en la pérdida de empleo desde entonces. Los 8.000 empleos de Caixabank que pueden desaparecer, muchos de ellos sin prejubilación de por medio, son otro golpe importante al prestigio del sector financiero y a su estabilidad, y un grave problema para trabajadores de 40-50 años con alta cualificación. Esto, además, puede espolear a otras entidades a seguir reduciendo puestos de trabajo. El problema de fondo de todo esto son los cambios de hábito de los consumidores con el servicio bancario, dado que la necesidad de oficinas físicas en la actualidad es muy inferior a la que había en el pasado, fundamentalmente gracias a las nuevas tecnologías.
- Posibles problemas de competencia. En el momento de conocer la operación, avisaba el entonces vicepresidente del Gobierno, Pablo Iglesias, que esta iba a provocar un

problema de competencia en el mercado del sector financiero. Este tipo de operaciones, y más cuando van quedando pocos actores en el mercado, implican menor competencia, y por tanto menor posibilidades de elegir para los clientes. Sin embargo, la autorización de la operación (CNMC, 2021) está subordinada al cumplimiento de ciertos compromisos, dado que *“el análisis realizado concluye que la operación supone una amenaza para la competencia efectiva en determinados ámbitos del mercado de banca minorista”* (Nota de prensa La CNMC autoriza, sujeta a compromisos, la fusión por absorción de Bankia por Caixabank). *“Es por ello por lo que se han identificado 86 códigos postales en los que la entidad resultante quedará, bien en una situación de monopolio (la nueva entidad será la única entidad bancaria presente en 21 CCPP) o en situación de duopolio expuesta a débil presión competitiva, en un radio de 1,5 kilómetros desde la sucursal en otros 65 CCPP”*. Por todo ello, se exigen unos compromisos a la nueva entidad sobre no abandonar municipios, mantener condiciones antiguas en otras zonas durante 3 años, o no cobrar ciertas comisiones en dichas zonas. Pese a ello, la tercera y la cuarta entidad financiera española se han fusionado, y a medio-largo plazo provocará tensiones de falta de competencia en el mercado.

- Quedará la duda de si esta operación abrirá camino a una nueva oleada (aunque ya no es posible una oleada, por los pocos integrantes que quedan) de fusiones en el sector. Tras el anuncio de Caixabank y Bankia, se anunció posteriormente la fusión de Unicaja-Liberbank (actualmente en proceso). Actualmente, además de las anteriormente nombradas, quedan los 2 grandes bancos internacionales (Santander y BBVA), Banco Sabadell (eterna candidata a una fusión, fundamentalmente por sus problemas de solvencia y de calidad de activos), Bankinter (con un modelo de negocio muy diferente al resto), Kutxabank (con la mayor solvencia del sector), Ibercaja y Abanca.

## **10. Otras operaciones en el mercado español**

### 10.1 Fusión Unicaja-Liberbank

El pasado 5 de octubre de 2020 se anuncian las conversaciones para formalizar la fusión entre Unicaja y Liberbank, ambas cotizadas.

El canje aprobado según el proyecto común de fusión, de fecha 29/12/2020, es de 1 acción de 1€ de valor nominal de nueva emisión de Unicaja, por cada 2,7705 acciones de 2 céntimos de valor nominal de Liberbank. Unicaja ampliará capital en un total de 1.075.299.764 acciones para el total de acciones de Liberbank (2.979.117.997). los accionistas de Liberbank serán titulares del 40,5% del capital social de Unicaja Banco

- La valoración se ha realizado en base al precio de cotización del 2 de octubre de 2020, momento inmediatamente anterior al inicio de las conversaciones (Unicaja 0,6405, Liberbank 0,232, con lo que salía ecuación 2,7608 prácticamente igual al 2,7705- descuento del 0,4%).
- Además, se utiliza como metodología complementaria la cotización histórica (medias históricas a 3, 6 y 12 meses, previos al 2 de octubre)
- También la metodología de múltiplos de entidades comparables cotizadas. Múltiplos de precio sobre valor en libros y beneficio neto y se ha realizado un análisis de regresión con base en la relación de los múltiplos de precio sobre valor neto contable y el valor neto contable tangible y el retorno sobre el patrimonio medio y el patrimonio neto tangible medio de entidades comparables cotizadas para el año 2023.
- Otra metodología utilizada es el modelo de descuento de dividendos, consistente en descontar a valor presente los dividendos calculados como el exceso de capital sobre los requisitos regulatorios en periodos anuales a partir de las proyecciones financieras de ambas compañías. Este se ha calculado en base a una tasa de descuento y de crecimiento de dichos dividendos según el consenso de mercado
- Por último, se han considerado los precios objetivos de las acciones.

Con fecha 25 de febrero, el experto independiente designado por el registro mercantil de Málaga, BDO Auditores, emite informe con opinión favorable.

Ese mismo día, Unicaja emite el informe de los administradores para la junta general de accionistas, incorporando el informe del tercero experto, en este caso Mediobanca, dando opinión adecuada a la operación. Liberbank también emite su informe de los administradores, con el informe del tercero experto, en este caso Deutsche Bank con opinión adecuada de la operación.

El 31 de marzo de 2021 los consejos de administración de ambas sociedades aprueban la fusión.

La fusión se hará efectiva en el momento que CNMC Nacional de los Mercados y la Competencia, para lo que con fecha 4 de mayo ya habían enviado la documentación correspondiente.

A partir de aquí, se culminará el proceso con la valoración de los activos y pasivos de Liberbank a valor razonable y su integración en el balance de Unicaja, produciendo un fondo de comercio o una ganancia por combinación de negocios.

## 10.2 Otras operaciones

Si se analizan las operaciones de fusión que se han producido los últimos años en el sector financiero español, hay muy pocas referencias entre empresas cotizadas. De las 12 operaciones realizadas desde el año 2010, como entidades adquiridas cotizadas aparecen solamente Popular (y la realidad es que ya no cotizaba porque había sido intervenida), Banco Pastor (prima del 30% sobre la cotización inmediatamente anterior a la OPA) y Banco Guipuzcoano (sin prima). Además, la otra operación en marcha, entre Unicaja y Liberbank, no ha ofrecido prima sobre la cotización inmediatamente anterior. Caixabank ofreció una prima del 20% sobre la cotización de Bankia en el momento inmediatamente anterior.

	Caixa-Bankia	1	2	3	4	5	6
Fecha anuncio	03/09/2020	27/06/2017	07/06/2017	31/08/2014	15/07/2013	17/04/2013	27/11/2012
Entidad adquirente	Caixabank	Bankia	Santander	Caixabank	Unicaja	Sabadell	Caixabank
Entidad adquirida	Bankia	BMN	Popular	Barclays	Banco CEISS	Banco Gallego	Banco Valencia
Cotización previa adquirente (€)	1,816	4,01	5,749	4,58	-	1,28	3,261
Capitalización previa adquirente (M€)	10.862	11.546	83.832	26.150	-	3.788	16.842
Cotización previa adquirida (€)	1,036	-	0,317	-	-	-	-
Capitalización previa adquirida (M€)	3.180	-	1.330	-	-	-	-
Prima ofrecida sobre cotización previa	20%	-	-	-	-	-	-
Fecha balances de fusión	31/03/2021	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2014	31/12/2013	30/06/2013	31/12/2012
PN balance fusión adquirente (M€)	25.938	11.960	106.833	25.232	2.083	8.612	22.711
PN balance fusión adquirida (M€)	13.088	2.032	12.153	1.678	640	137	2.229
PVC previo s/ balance fusión adquirente	0,243	0,965	0,785	1,036	-	0,440	0,742
PVC previo s/ balance fusión adquirida	0,419	-	0,109	-	-	-	-
Fecha control	31/03/2021	28/12/2017	07/06/2017	02/01/2015	28/03/2014	28/10/2013	28/02/2013
Fecha efectiva contable	31/03/2021	01/12/2017	01/01/2018	01/01/2015	28/03/2014	28/10/2013	01/01/2013
Ajuste a valor razonable (M€)	-3.474	-1.207	-12.401	-261	395	-167	85
Ajustes a Vraz s/PN	-27%	-59%	-100%	-16%	62%	-100%	4%
Valor razonable activos/pasivos (M€)	9.614	825	-248	1.417	1.035	-30	2.314
Contraprestación (M€)	5.314	825	0	816	663	0	26
Modo contraprestación	Acciones	Acciones	-	Caja	Acciones	-	Acciones
PVC s Vraz act/pas adquirida	0,553	1,000	0	0,576	0,640	0	0,011
Fondo de comercio (M€)	0	0	248	0	0	0	0
Ganancia en la CN (M€)	4300	0	0	602	372	30	2.288
Descuento s/Vraz act/pas adquirida	-45%	0%	-	-42%	-36%	-	-99%

Figura 12. Comparativa de las operaciones de fusión bancaria en España. Fuente: Elaboración propia a partir de CCAA de las compañías.

	7	8	9	10	11	12	Media 1-12
Fecha anuncio	26/03/2012	07/03/2012	29/02/2012	07/12/2011	10/10/2011	24/06/2010	-
Entidad adquirente	Caixabank	BBVA	Ibercaja	Sabadell	Banco Popular	Sabadell	-
Entidad adquirida	Banca Cívica	UNNIM	Cajates	CAM	Banco Pastor	Guipuzcoano	-
Cotización previa adquirente (€)	2,875	5,971	-	2,099	3,56	3,63	-
Capitalización previa adquirente (M€)	12.796	29.277	-	4.125	4.987	4.362	-
Cotización previa adquirida (€)	-	-	-	-	3,04	4,9	-
Capitalización previa adquirida (M€)	-	-	-	-	829	733	-
Prima ofrecida sobre cotización previa	-	-	-	-	30%	0%	-
Fecha balances de fusión	30/06/2012	30/06/2012	30/06/2013	30/06/2012	31/12/2011	31/12/2011	-
PN balance fusión adquirente (M€)	19.711	27.651	2.213	5.934	8.176	5.689	20.567
PN balance fusión adquirida (M€)	2.024	525	150	3.226	1.665	626	2.257
PVC previo s/ balance fusión adquirente	0,649	1,059	-	0,695	0,610	0,767	-
PVC previo s/ balance fusión adquirida	-	-	-	-	0,498	1,169	-
Fecha control	26/07/2012	01/07/2012	01/07/2013	01/06/2012	17/02/2012	24/11/2010	-
Fecha efectiva contable	01/07/2012	01/07/2012	01/07/2013	01/06/2012	17/02/2012	24/11/2010	-
Ajuste a valor razonable (M€)	-3.286	-204	-20	-2.293	-2.162	-298	-1.818
Ajustes a Vraz s/PN	-100%	-39%	-13%	-71%	-100%	-48%	-48%
Valor razonable activos/pasivos (M€)	-1.262	321	130	933	-497	328	439
Contraprestación (M€)	778	0	258	0	1.246	613	435
Modo contraprestación	Acciones	-	Acciones	-	Acciones	Acciones	-
PVC s Vraz act/pas adquirida	-0,617	0	1,984	0	-2,507	1,870	0,246
Fondo de comercio (M€)	2.040	0	128	0	1.743	285	370
Ganancia en la CN (M€)	0	321	0	933	0	0	379
Descuento s/Vraz act/pas adquirida	-	-100%	-	-	-	-	-

Figura 13. Comparativa de las operaciones de fusión bancaria en España. Fuente: Elaboración propia a partir de CCAA de las compañías.

El ajuste a valor razonable de los activos y pasivos sobre el patrimonio neto en las diferentes operaciones de fusión ha sido de promedio de un -48% (claramente influenciado por el -100% de Popular, Banco Gallego, Banca Cívica o Banco Pastor, que en todos los casos tenían un valor razonable neto negativo). Eliminando estos casos, el ajuste promedio sería del -23%, alineado con el ajuste del -27% que se ha producido en el caso de Bankia.

Respecto a los ajustes negativos analizados, por un total de -21.602M€ (sin tener en cuenta la operación de Caixabank y Banca Cívica), el 54% de los mismos han sido en créditos, el 20% en activos no corrientes en venta, el 11% en provisiones, el 10% en intangibles, el 7% en inmovilizado y el 7% en otras partidas del balance, así como un ajuste positivo del 9% por activos fiscales.

Esto contrasta de forma notable con los ajustes propios de la absorción de Bankia por parte de Caixabank, dado que el 65% de los ajustes corresponden a activos fiscales (coherente con el informe de auditoría de 30 de junio de Bankia, realizado por KPMG, que afirmaba que no estaba garantizada la recuperabilidad de 3.000M€ de activos por impuestos diferidos), el 20% por créditos, el 7% por otros instrumentos financieros, el 4% por inmuebles y el 4% por otras partidas.

En todas las operaciones analizadas, la contraprestación (cuando la ha habido) ha sido mediante la entrega de acciones (de nueva emisión) por parte de la adquiriente, con la única excepción de la compra de Caixabank a Barclays Bank. También Caixabank realizó una ampliación de capital de acciones para pagar la contraprestación a los antiguos accionistas de Bankia.

Respecto al resultado de la combinación de negocio, de las 12 operaciones anteriores analizadas:

- 5 de ellas generaron un fondo de comercio (promedio de 889M€) por ser una compra por encima del valor razonable. Destacan la adquisición de Banca Cívica por parte de Caixabank (fondo de comercio de 2.040M€, provocado porque el valor razonable de los activos netos era negativo y la contraprestación fue de 778M€) y la adquisición de Banco Pastor por parte de Banco Popular (1.743M€).
- En una operación, el resultado fue neutro, ni se generó fondo de comercio, ni beneficio por combinación de negocios. Se trata de la adquisición de BMN por parte de Bankia, pero siendo que en ambas entidades, el accionista era el mismo (el FROB), parece que la valoración de activos netos de BMN se realizó para cuadrar las cifras.
- 6 operaciones se han realizado en condiciones ventajosas para el comprador, lo que han provocado una ganancia en la combinación de negocios (media de 758M€). Destaca la adquisición de Banco Valencia por parte de Caixabank con casi 2.300M€ de ganancia, al entregar una contraprestación prácticamente nula por unos activos netos a valor razonable de 2.314M€.

En el caso de Caixabank, la adquisición se ha producido en condiciones ventajosas, lo que ha provocado (temporalmente, pendiente de revisión) una ganancia en la compra de 4.300M€.

De las operaciones que se han producido con ganancia por combinación de negocios, la absorción de Unimm ofreció un descuento (de la contraprestación respecto al valor razonable de los activos y pasivos) del 100%, la de Banco de Valencia un 99% (ambas estaban intervenidas), Bankia ofrece un 45% de descuento, Barclays un 42% y Banco Ceiss un 36%. El resto de las operaciones han sido todas por encima de valor razonable, de ahí la generación del fondo de comercio, excepto BMN que, como ya se ha comentado, fue neutra.

## 11. Valoración operación Caixabank-Bankia

### 11.1 Cotización

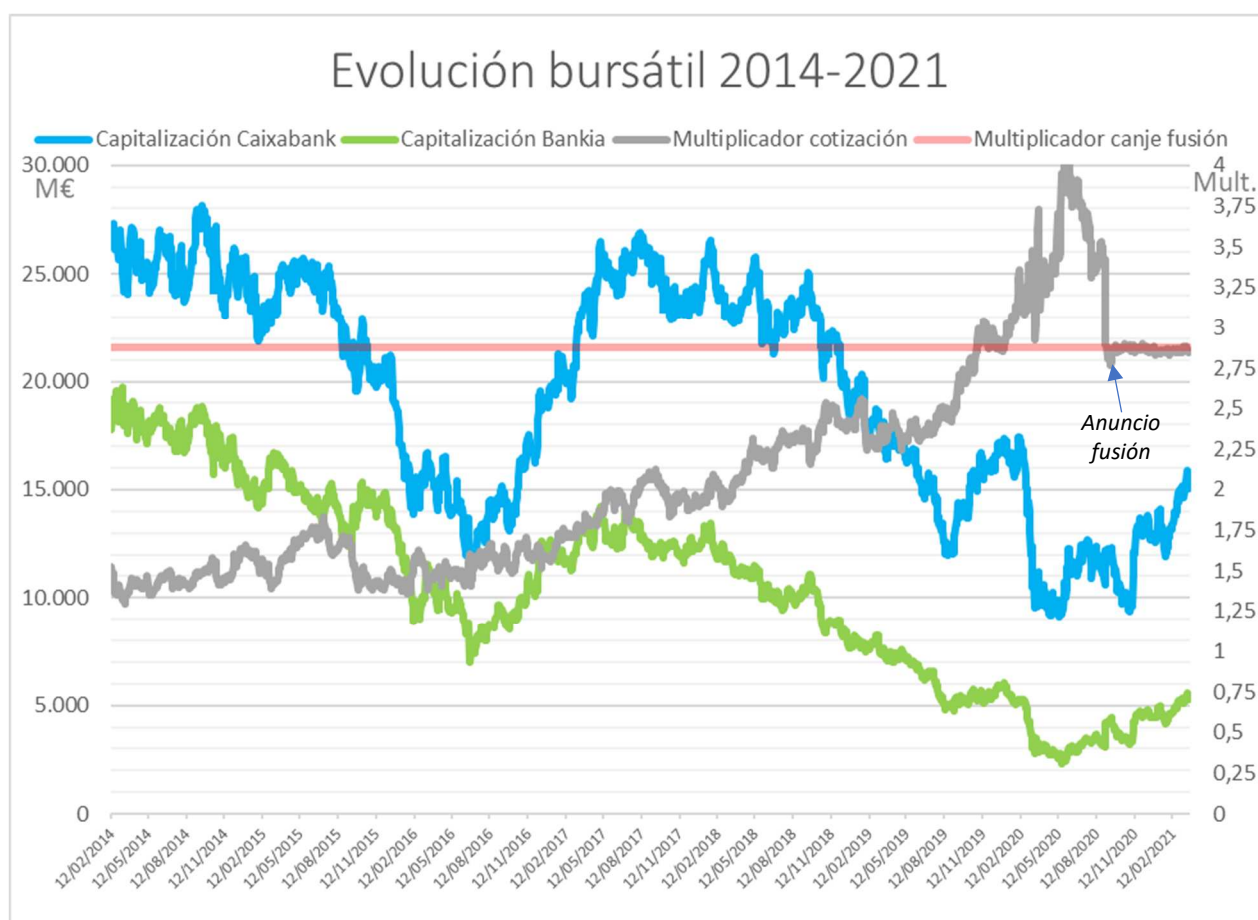


Figura 14. Comparativa de la capitalización bursátil de Caixabank y Bankia, y multiplicador entre ambas, desde 2014 a 2021. Fuente: Elaboración propia a partir de Investing.

El multiplicador de la operación ha sido 2,8755. El mismo día que se hizo público el acuerdo, las cotizaciones recogieron ese multiplicador, y así ha continuado hasta el momento de exclusión de Bankia de bolsa, el pasado 26 de marzo de 2021. Desde el 5 de noviembre de 2019, la capitalización de Caixabank se ha mantenido por encima del multiplicador de 2,8755 sobre la de Bankia. El punto más bajo de la serie histórico se produjo en enero de 2016, con un multiplicador de apenas 1,35. Si se utiliza como fecha de referencia el momento del anuncio del acuerdo, para valorarlo, el multiplicador medio ha sido:

- Último mes: 3,403.
- Último trimestre: 3,624.
- Último semestre: 3,56.



- Último año: 3,245.
- Últimos 3 años: 2,572.
- Últimos 5 años: 2,194.

## 11.2 Precios objetivos previos

Según las cuentas anuales de 2019 de Bankia, “A cierre del ejercicio 2019, un total de 30 casas de análisis cubrían activamente y proporcionaban precio objetivo de la acción de Bankia. A dicha fecha, el precio objetivo medio de la acción de Bankia era 1,86 euros por acción”.

Según informe financiero semestral de junio de 2020 de Bankia, “A cierre de junio de 2020, un total de 30 casas de análisis cubrían activamente y proporcionaban precio objetivo de la acción de Bankia (el precio objetivo medio era 1,13 euros/acción en ese momento)”.

Por otro lado, el consenso de analistas daba un precio objetivo de 2,22€ por acción a Caixabank en junio de 2020 (Estrategias de Inversión, 2020).

La comparativa, por tanto, apenas 2 meses antes del anuncio de fusión era 2,22€ de Caixabank frente a 1,13€ de Bankia, que en función del número de acciones (5.981,44 millones frente a 3.070 millones, respectivamente), ofrecía un multiplicador de 3,83 veces, muy similar al multiplicador de cotizaciones que ofrecía en ese momento el mercado (3,91 de medio a lo largo del mes de junio de 2020).

## 11.3 Descuento de dividendos

Los últimos dividendos abonados por Bankia y su *pay-out* han sido:

Fecha pago	02/04/2020	11/04/2019	20/04/2018	31/03/2017	31/03/2016	07/07/2015
Sobre resultados	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Dividendo	0,115760 €	0,115760 €	0,110240 €	0,110240 €	0,085050 €	0,070312 €
Crecimiento AA.	0,00%	5,01%	0,00%	29,62%	20,96%	
Observaciones				Corregido tras split	Corregido tras split	Corregido tras split
RDI año	0,160000 €	0,220000 €	0,170000 €	0,280000 €	0,360000 €	0,240000 €
Pay-out	72,35%	52,62%	64,85%	39,37%	23,63%	29,30%

Figura 15. Dividendos abonados por Bankia en los últimos años. Fuente: Elaboración propia a partir de CCAA.

Por otro lado, antes de la crisis del Covid-19, Bankia diseñó un plan estratégico 2018-2020, en el que pretendía alcanzar un beneficio de 1.300M€ en 2020 y un ROE del 10,8%,



y aplicar un *pay-out* del 47,5%, lo que hubiera implicado un dividendo de 0,2012€ por acción (El Plural, 2018).

Considerando la hipótesis de la veracidad del plan estratégico, y si se aplicara el modelo de Damodaran (2019), con la hipótesis de mantener dicho ROE del 10,8% en el futuro, el crecimiento esperado anual sería del 5,67%.

Y con el dividendo de 0,2012€ por acción, y la hipótesis de un coste de capital del 11% (Caixabank *Research*, 2021), el valor de la acción se dispararía hasta 3,7749€, y el valor total de la empresa a 11.589M€ (frente a los 3.815M€ que fue valorada inicialmente el 3 de septiembre de 2020).

Si en lugar de considerar el plan de negocio, se consideran las cuentas anuales de 2019, con un dividendo de 0,11576€ por acción, un *pay-out* del 72,35% y un ROE del 4,20% (diciembre de 2019), aplicando el modelo Damodaran y considerando el ROE constante, el crecimiento anual esperado sería del 1,1613%, que con un coste de capital del 11% implicaría un valor de la acción de 1,1766€ por acción, o una capitalización de 3.612M€.

Si, a cambio, se consideran las cuentas anuales de 2018, con un dividendo de 0,11576€ por acción, un *pay-out* del 52,62% y un ROE del 5,60% (diciembre de 2018), aplicando el modelo Damodaran y considerando el ROE constante, el crecimiento anual esperado sería del 2,65%, que con un coste de capital del 11% implicaría un valor de la acción de 1,39€ por acción, o una capitalización de 4.267M€.

La restricción de este modelo es importante, dado que el ROE de los bancos son tremendamente volátiles. Podría ser un buen método para estimar el valor en una situación de estabilidad financiera, económica y sanitaria, algo que no hay hace muchos años.

#### 11.4 Precio valor contable y precio valor contable tangible

Como se ha visto en el apartado 8.3, sobre indicadores, la comparativa de multiplicadores entre Bankia y Caixabank ofrece un multiplicador de patrimonio neto de 1,60, un precio valor contable en Bankia un 22% inferior al de Caixabank a diciembre de 2020 (si bien está condicionado por el anuncio de la fusión, ya que en diciembre de 2019 era un 34% inferior) y un precio valor contable tangible también un 22% inferior al de Caixabank (que en 2019 era un 44% inferior).

Bankia siempre ha tenido unos indicadores mucho más débiles en cuanto a la evolución en bolsa. La falta de confianza, las inyecciones de capital del pasado o el hecho de tener

como máximo accionista al Erario Público, etc. Todo ello ha podido influir notablemente en su cotización.

Tras el análisis del valor razonable de los activos y pasivos, realizado por Caixabank, se ha detectado que el patrimonio neto de Bankia no era del todo real, ya que, según dichos números, estaba sobrevalorado en 3.474M€. Aplicado este impacto al patrimonio neto, el precio valor contable de Bankia de 2019 sería de 0,46, apenas un 6% inferior al de Caixabank, con lo que la situación se igualaría.

#### 11.5 Primas sobre operaciones del pasado en España

Como ya se ha comentado, apenas 2 operaciones (Banco Popular ya estaba intervenida) de los últimos años han sido sobre cotizadas, con una operación con prima del 30% (Banco Pastor) y otra sin prima (Banco Guipuzcoano). La operación de Liberbank también es sin prima. La oferta inicial de Caixabank sobre Bankia conllevó una prima del 20%.

## 12. Conclusiones

La absorción de Bankia por parte de Caixabank se convierte en la operación corporativa más importante que se ha producido en el sector financiero en nuestro país, provocando que el grupo se convierta en la entidad más grande a nivel nacional. Es la culminación, tal vez no definitiva, a un proceso de consolidación que viene desde el año 2009 con 45 cajas de ahorros, y que hoy nos deja apenas 5, todas ellas reconvertidas a bancos, con alguna pequeña excepción.

Pero parece haber sido la única solución encontrada por el erario público para intentar aportar algo de valor a su menguada participación, asumiendo que, del desembolso que tuvo que realizar en los años 2010 y 2012, la parte que podrá recuperar a futuro va a ser mínima. Sin embargo, integrado en una entidad como Caixabank, la capacidad de generar valor será mayor que hacerlo en solitario.

Tras realizar todo el proceso legal necesario del acuerdo de fusión, esta se hizo efectiva el pasado 23 de marzo, quedando integrados los activos y pasivos de Bankia en el balance de Caixabank con fecha 31 de marzo, con una valoración provisional de 9.614M€, tras un descuento sobre valor contable del 27%.

La contraprestación recibida por los antiguos accionistas de Bankia, mediante acciones de Caixabank, está valorada en 5.314M€ en el momento de la fecha de adquisición, un

45% inferior, si bien en el momento de la firma del acuerdo, en septiembre de 2020, la valoración era de 3.776M€ (un 61% inferior al valor razonable de los activos y pasivos). En ese momento, la cotización de Bankia todavía era inferior (3.180M€), dado que la oferta ha supuesto una prima del 20%.

El resultado de la operación ha supuesto a CaixaBank un beneficio por combinación de negocios de 4.300M€ (habría sido de casi 6.000M€ a precios de cotización del momento de la firma del acuerdo). La operación ha sido realizada en condiciones claramente ventajosas.

Valorar una operación de este tipo es ciertamente compleja, debido a que el sector financiero, por su naturaleza, es diferente y las metodologías de valoración de entidades son escasas. Usando metodologías como la cotización en bolsa (el comportamiento de Bankia en bolsa ha sido nefasto desde el inicio, basado y fundamentado en la falta de confianza de los inversores), el precio objetivo de los analistas, las primas pagadas en el pasado (apenas hay un par de casos en España en los últimos 10 años entre entidades cotizadas, y se primó solamente una de ellas), o el descuento de dividendos futuros (en un entorno como el actual, con el Covid, los dividendos están limitados por el supervisor y apenas hay margen de crear valor), se pueden llegar a valoraciones en estos niveles.

Pero la realidad es que CaixaBank, con esta operación, integra en el grupo una entidad con un colchón de solvencia muy importante, unos activos y pasivos de mucho valor, a cambio del defecto de prestigio, fiabilidad, eficiencia y capacidad de generación de valor de Bankia. Sin embargo, CaixaBank sí puede diluir estas debilidades con este proceso y empezar a aprovechar sinergias y seguir creando valor para el accionista, que es algo que ha hecho a lo largo de toda su historia.

## 13. Bibliografía

### Artículos

- **Bachiller, P. y Lasa, F.B. (2013).** Spanish savings banks: an analysis of their performance. Confronting Contemporary Business Challenges through Management Innovation. Book of proceedings – 6th Annual Conference of Euromed Academy of Business – Estoril-Cascais, Portugal. ISBN 978-9963711161, pp. 121-129.
- **Bachiller, P. y Lasa, F.B. (2016).** The Determinants Of Performance In Financial Institutions: An Application To Spanish Savings Banks. International Journal of Research in Social Sciences (IJRSS). ISSN 2249-2496, pp. 312-327.
- **Bancel, F. y Mittoo, U. (2012).** Valuation Practices and CAPM Implementation. University of Manitoba.
- **Banco de España (2020).** Informe de estabilidad financiera otoño 2020.
- **Banco de España (2021).** Nota de prensa “El Banco de España publica las estadísticas supervisoras de las entidades de crédito correspondientes al cuarto trimestre de 2020”. 22 de abril de 2021.
- **Cals, J. (2001).** Las cajas en el sistema financiero español. Trayectoria histórica y realidad actual. Federación de usuarios de cajas. La singularidad de las cajas de ahorros españolas.
- **Condor, V. (2005).** Contribución de las cajas al desarrollo económico de Aragón. Federación de usuarios de cajas. Terceras Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas.
- **Damodaran, A. (2019).** Valuing Financial Service Firms.
- **Hernández de Cos, P. (2021).** Conferencia del Gobernador del Banco de España “Estabilidad financiera y política macro prudencial”, 27 de abril de 2021, Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza.
- **Lasa, F.B. (2012).** La problemática de las cajas de ahorros en España. Facultad de Economía y Empresa UZ. Zaragoza. Disponible en: <https://zaguan.unizar.es/record/8475>
- **Pampillón, F (2001).** La obra social: rasgo distintivo de las cajas. Federación de usuarios de cajas. La singularidad de las cajas de ahorros españolas.
- **Titos, M. (2012).** La obra social de las cajas de ahorros y sus perspectivas de futuro. eXtoikos, ISSN-e 2173-2035, N°. 8, 2012, págs. 67-72.

- **Velarde, J. (2011).** Cajas de ahorros: Una historia singular. Cuadernos de pensamiento político. Fundación FAES.

### **Libros**

- **CECA (2019).** Memoria obra social 2018.
- **CECA (2015).** Memoria obra social 2014.
- **Ibercaja (2012).** Memoria de la obra social 2011.

### **Normativa y legislación**

- **Directiva 2013/36/UE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.
- **Ley 26/2013**, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.
- **Ley 27/2014.** Impuesto sobre Sociedades.
- **Ley 3/2009.** Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.
- **NIIF 3.** Norma Internacional de Información Financiera 3. Combinaciones de negocios.
- **NIIF 10.** Norma Internacional de Información Financiera 10. Estados Financieros Consolidados.
- **Real Decreto Legislativo 1/2010.** Ley de Sociedades de Capital.
- **Reglamento (UE) n ° 575/2013** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

### **Webgrafía**

- **Audiencia Nacional Sala Lo Penal Secc.4 (2020).** Sentencia N°13/2020. Disponible en:  
<https://e00-expansion.uecdn.es/opinion/documentosWeb/2020/09/29/2020-9-29%20Sentencia%20salida%20a%20Bolsa%20Bankia.pdf>
- **Caixabank.** Historia del grupo. Disponible en:  
[https://www.caixabank.com/deployedfiles/comunicacion/Estaticos/pdf/Historia\\_ES\\_2018\\_01.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/comunicacion/Estaticos/pdf/Historia_ES_2018_01.pdf)
- **Caixabank (2020).** Análisis y valoración de un Banco Solvencia y rentabilidad. Disponible en:

[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/CABK\\_Aula\\_Analisis\\_Valoracion\\_Banco\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/aula/CABK_Aula_Analisis_Valoracion_Banco_es.pdf)

- **Caixabank Research (2021)**. Un coste del capital más bajo para la banca. Disponible en:  
<https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/coste-del-capital-mas-bajo-banca>
- **Cinco Días (2020)**. La banca destruye 120.000 empleos en España desde la crisis financiera. Disponible en:  
[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/10/30/companias/1604092983\\_042292.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/10/30/companias/1604092983_042292.html)
- **El Economista (2021)**. Los bancos eliminan 11.000 empleos en la crisis y cierran el 6% de oficinas. Disponible en:  
<https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/11033204/02/21/Las-entidades-eliminan-11000-empleos-en-la-crisis-y-cierran-el-6-de-oficinas.html>
- **El Plural (2018)**. Bankia repartirá 2.500 millones en dividendos los próximos tres años. Disponible en:  
[https://www.elplural.com/economia/bankia-repartira-2-500-millones-en-dividendos-los-proximos-tres-anos\\_120528102](https://www.elplural.com/economia/bankia-repartira-2-500-millones-en-dividendos-los-proximos-tres-anos_120528102)
- **Estrategias de Inversión (2020)**. Junio arranca con cinco compañías del Ibex 35 con un potencial alcista superior al 50%. Disponible en:  
<https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/junio-arranca-con-cinco-companias-del-ibex-35-n-449569>
- **Expansión (2020)**. Casi la mitad del Ibex no alcanza su valor en libros. 22 de marzo de 2020. Disponible en:  
<https://www.expansion.com/empresas/2020/03/22/5e77e050468aeb40748b462b.html>
- **Historia de una de las cajas de ahorro más antigua de España**. De Monte de Piedad a Bankia: 310 años después de su fundación la entidad podría ser nacionalizada parcialmente por el Gobierno SAMER NABHAN 09/05/2012 - 17:19 Cadena Ser. Disponible en:  
[https://cadenaser.com/ser/2012/05/09/economia/1336520359\\_850215.html](https://cadenaser.com/ser/2012/05/09/economia/1336520359_850215.html)
- **Revista Capital (2021)**. La banca registró una rentabilidad negativa del 3,15% en el cuarto trimestre de 2020. 22 de abril de 2021. Disponible en:  
<https://capital.es/2021/04/22/la-banca-reflejo-una-rentabilidad-del-315-el-cuarto-trimestre-de-2020/>

## Cuentas anuales y otros

- **Banco Popular (2012)**. Cuentas anuales 2011.
- **Banco Popular (2013)**. Cuentas anuales 2012.
- **Banco Sabadell (2011)**. Cuentas anuales 2010.
- **Banco Sabadell (2012)**. Cuentas anuales 2011.
- **Banco Sabadell (2013)**. Cuentas anuales 2012.
- **Banco Sabadell (2014)**. Cuentas anuales 2013.
- **Banco Sabadell (2015)**. Cuentas anuales 2014.
- **Banco Santander (2018)**. Cuentas anuales 2017.
- **Banco Santander (2019)**. Cuentas anuales 2018.
- **Bankia (2018)**. Cuentas anuales 2017.
- **Bankia (2019)**. Cuentas anuales 2018.
- **Bankia (2020)**. Acta JGA 01/12/2020
- **Bankia (2020)**. Cuentas anuales consolidadas, informe de gestión e informe de auditoría 2019.
- **Bankia (2020)**. Informe de los administradores de Bankia sobre el proyecto común de fusión.
- **Bankia (2020)**. Informe financiero semestral de Bankia junto con el correspondiente informe de auditoría.
- **Bankia (2021)**. Cuentas anuales consolidadas, informe de gestión e informe de auditoría 2020.
- **BBVA (2013)**. Cuentas anuales 2012.
- **BBVA (2014)**. Cuentas anuales 2013.
- **BDO Auditores (2020)**. Informe de experto independiente en relación con el proyecto común de fusión entre Caixabank y Bankia.
- **BDO Auditores (2021)**. Informe de experto independiente en relación con el proyecto común de fusión entre Unicaja y Liberbank.
- **Caixabank (2013)**. Cuentas anuales 2012.
- **Caixabank (2014)**. Cuentas anuales 2013.
- **Caixabank (2015)**. Cuentas anuales 2014.
- **Caixabank (2016)**. Cuentas anuales 2015.
- **Caixabank (2020)**. Acta JGA 03/12/2020

- **Caixabank (2020)**. Balance de fusión de Caixabank junto con el correspondiente informe de auditoría.
- **Caixabank (2020)**. Cuentas anuales consolidadas, informe de gestión e informe de auditoría 2019.
- **Caixabank (2020)**. Informe de los administradores de Caixabank sobre el proyecto común de fusión.
- **Caixabank (2020)**. Presentación a analistas. Creando valor para todos los stakeholders. 18/09/2020
- **Caixabank (2020)**. Proyecto común de fusión Caixabank-Bankia.
- **Caixabank (2021)**. Cuentas anuales consolidadas, informe de gestión e informe de auditoría 2020.
- **Caixabank (2021)**. Informe de actividad y resultados 1<sup>er</sup> trimestre 2021.
- **CNMC (2021)**. Nota de prensa 23/03/2021. La CNMC autoriza, sujeta a compromisos, la fusión por absorción de BANKIA, S. A. por CAIXABANK, S. A.
- **Ibercaja (2013)**. Cuentas anuales 2012.
- **Ibercaja (2014)**. Cuentas anuales 2013.
- **Investing (2021)**. Cotizaciones.
- **Liberbank (2021)**. Informe de los administradores de Liberbank sobre el proyecto común de fusión.
- **Unicaja (2014)**. Cuentas anuales 2013.
- **Unicaja (2015)**. Cuentas anuales 2014.
- **Unicaja (2020)**. Proyecto común de fusión Unicaja-Liberbank.
- **Unicaja (2021)**. Informe de los administradores de Unicaja Banco sobre el proyecto común de fusión.



## Anexos

### Anexo 1

Relación precio valor en libros Ibex-35 a 22 de marzo de 2020 (Expansión, 2020):

	Precio / valor en libros (actual)	Precio / valor en libros a 31-12-2019		Precio / valor en libros (actual)	Precio / valor en libros a 31-12-2019
B. Sabadell	0,19	0,45	Enagás	1,51	1,89
Bankia	0,28	0,43	Naturgy	1,53	2,06
B. Santander	0,34	0,62	Cie Automotive	1,57	3,22
BBVA	0,37	0,68	Indra	1,71	2,03
Repsol	0,37	0,85	Endesa	2,28	3,28
CaixaBank	0,41	0,67	Red Eléctrica	2,3	2,72
Meliá Hotels Int.	0,54	1,47	Cellnex Telecom	2,7	2,8
Mapfre	0,55	0,82	Aena	2,82	4
Merlin Properties	0,56	0,9	Viscofan	2,83	2,84
Colonial	0,59	1,04	Ferrovial	3,03	4,61
Bankinter	0,6	1,23	Telefónica	3,64	2,62
ACS	0,81	2,5	Inditex	4,25	7
Acerinox	0,83	1,45	Grifols	4,29	4,49
Ence	0,92	1,34	Amadeus	4,45	8,2
Mediaset	1,01	2,03	MásMóvil	16,94	20,16
Iberdrola	1,36	1,43	ArcelorMittal	nd	nd
Siemens Gamesa	1,39	1,77	IAG	nd	nd
Acciona	1,48	1,5			

nd: No disponible

Figura 16. Comparativa de precio-valor en libros de las compañías del Ibex-35 a marzo de 2020 y a diciembre de 2019. Fuente: Expansión.

Las entidades financieras son los puestos 1, 2, 3, 4, 6 y 11 con la relación más baja precio/valor en libros. En marzo de 2020, con una media de 2,07 entre las 33 empresas para las que hay información, salvo la excepción de Bankinter (por ser una entidad financiera muy especializada y diferente al resto), la media del sector financiero a marzo de 2020 es de 0,32, un 85% inferior. Quitando el efecto Covid-19, a 31 de diciembre 2019 el PVC medio de las 5 entidades (excluida Bankinter) es de 0,57 frente a la media del Ibex de 2,82, esto es, un 80% menos.