



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Máster

Fusiones y adquisiciones en el sector financiero. Diferencia de respuesta en el mercado alemán.

Autor

Francisco de Borja Lasa García

Directores académicos

Dr. Lucio Fuentelsaz Lamata

Dr. Juan Maicas López

Facultad de Economía y Empresa – Máster Universitario en Dirección, Estrategia y

Marketing

Curso 2022-2023



Facultad de
Economía y Empresa
Universidad Zaragoza

Resumen	3
Abstract	3
1. Introducción	4
2. Enfoque teórico	6
3. Metodología	7
4. Revisión de la literatura	9
4.1 Operaciones corporativas	9
4.2 Fusiones y adquisiciones	11
4.3 Fusiones y adquisiciones en el sector financiero	20
4.4 El sector bancario alemán	30
5. Conclusiones	36
6. Bibliografía	41

Resumen

El sector bancario es clave en la economía mundial. La mayoría de los países desarrollados han sufrido un proceso de consolidación bancaria, pero no así Alemania. Se realiza una revisión de la literatura enfocada en los procesos de fusiones y adquisiciones del sector financiero, así como de las características especiales del mercado alemán, tras la revisión de 144 investigaciones. La perspectiva económica de mejora del desempeño en las fusiones no termina de triunfar en el sector bancario, donde tras un análisis de 41 estudios empíricos, se encuentra una mejora significativa en menos de la mitad de los casos. Este hecho, junto con diferencias culturales en las dos Alemanias, las alianzas tecnológicas alcanzadas en la banca pública, el riesgo de cierta exclusión financiera en la sociedad, la estructura de propiedad pública, la estabilidad política, además de una base financiera sólida de la banca pública gracias a la protección realizada en el pasado por el Estado, hacen un sector financiero alemán fragmentado y sin necesidad de consolidación. La posibilidad de una grave crisis económica que dañe la baja eficiencia de las entidades, o una revolución tecnológica, podrían cambiar el rumbo del mercado financiero alemán para igualarlo a las economías de su entorno.

Abstract

The banking sector plays a pivotal role in the global economy. While most developed countries have undergone a process of banking consolidation, Germany stands apart in this regard. A comprehensive review of the literature based on an analysis of 144 research studies focused on the process of mergers and acquisitions within the financial sector, as well as the unique characteristics of the German market was conducted. The economic perspective of performance resulting from mergers has not fully materialized in the banking sector. Out of the 41 empirical studies analyzed, an improvement was found in less than half of the cases. This reality, coupled with, cultural differences between the two Germanys, technological alliances established within public banking, the risk of certain segments of society experiencing financial exclusion, the structure of public ownership, political stability, and a solid financial foundation in public banking due to past government protection, all contribute to a fragmented German financial sector that does not necessitate consolidation. However, the potential for either a severe economic crisis or a technological revolution has the capacity to exacerbate the inefficiency of financial

institutions and alter the course of the German financial market, aligning it with the economies of its surrounding counterparts.

1. Introducción

El sector bancario es un pilar clave para la economía mundial. Así lo podemos observar día a día en las noticias de la prensa económica. Si el sector financiero tiene problemas, o si algunos bancos entran en una situación de insolvencia o falta de liquidez, las economías mundiales sufren, como por ejemplo sucedió en la última gran crisis financiera, iniciada en 2008, o recientemente con los casos de Silicon Valley Bank, Signature Bank o Credit Suisse en 2023.

Se trata de un sector con una gran competencia, que se mueve en un entorno económico complejo y cada vez más globalizado, en un contexto de gran incertidumbre, y en mayor medida los últimos trimestres tras una evolución de tipos de interés histórica, que tiene un fuerte impacto en la economía, en las personas físicas y las empresas, ante el fuerte incremento de sus costes financieros y el posible incremento que se pudiera llegar a producir en la morosidad.

Por estos efectos en la economía, así como por su idiosincrasia respecto al sector no financiero (la situación de insolvencia en un banco es muy diferente a una empresa no financiera, fundamentalmente en cuanto a su rescate / resolución), ha sido tradicionalmente uno de los más investigadas por los académicos.

Ante las circunstancias descritas, los procesos de concentración, inducidos a través de fusiones y adquisiciones, han sido muy frecuentes en el sector. Sin embargo, estos procesos han sido muy diferentes en función del mercado analizado.

En este contexto, diversos países han sufrido un proceso de consolidación bancaria importante en los últimos años. Este proceso se ha producido en la mayoría de las economías desarrolladas. El caso más cercano, el español, refleja que en el año 2022 coexisten apenas unas pocas entidades financieras de cierto tamaño (9 bancos comerciales), 2 pequeñas cajas de ahorros, además de un conjunto de cooperativas de crédito (68, según la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito, 2023), y pequeños bancos locales o sucursales de entidades extranjeras (Banco de España, 2022). Todo ello tras un largo proceso (en 2008 eran 62 los bancos comerciales y cajas de ahorros, Lasa,

2021) producido tras la gran crisis financiera global iniciada precisamente ese año con la caída de Lehman Brothers.

Sin embargo, otros países no lo han desarrollado, o lo han experimentado en menor medida, por lo que todavía se mantiene un sector financiero con una gran fragmentación. El caso más conocido, por su importancia económica, es Alemania, donde en 2022 operaban 244 bancos comerciales, 135 bancos regionales, 362 cajas de ahorros, además de otro tipo de entidades y un gran número de cooperativas de crédito y otras sucursales de entidades extranjeras (Deutsche Bundesbank Eurosystem, 2022). Apenas se han reducido el número de cajas de ahorros (de 444 en 2008 a las actuales 362, Deutsche Bundesbank Eurosystem, 2008), dado que no ha existido un incentivo estratégico, por parte de las cajas más grandes o los bancos comerciales, para acometer procesos de fusión entre entidades.

En el ámbito del fenómeno anterior, las operaciones corporativas entre empresas, correspondientes a alianzas, fusiones y adquisiciones, o desinversiones, son las transacciones con mayor movimiento de flujos (de efectivo y/o acciones) que se producen en la economía mundial. Entre 1993 y 2000, en Estados Unidos se produjo la llamada quinta ola de fusiones, en la que se movieron 1,4 billones de dólares (Alexandridis et al., 2012), equivalente, por ejemplo, a más de un 10% de la deuda que tenía Estados Unidos en 2010. Este es precisamente el motivo por el que los procesos de fusiones y adquisiciones, y en particular los procesos de consolidación del sector financiero son uno de los temas más estudiados en el pasado por los investigadores. Y estas investigaciones no consiguen ponerse de acuerdo y reflejan discrepancias sobre la posible mejora del desempeño de los bancos en estos procesos de fusión y adquisición (Cybo-Ottone et al., 2000).

El presente trabajo busca realizar una revisión de la literatura enfocada en los procesos de fusiones y adquisiciones, y en particular del sector financiero, poniendo el énfasis en las motivaciones e incentivos que tienen los bancos para acometerlos, y sus factores de éxito, así como encontrar las causas consideradas en un mercado como el alemán para no haber respondido de la misma forma que el resto de las economías de su entorno.

Para encontrar estos factores que condicionan las estrategias seguidas por unos y otros, nos apoyamos en la literatura y en investigaciones previas. Se inicia el presente trabajo con la revisión del cumplimiento del marco teórico sobre las motivaciones que justifican

la realización de este tipo de operaciones, desde diferentes puntos de vista, el económico, el estratégico y el organizativo. A continuación, realizamos la revisión histórica de la literatura y, tras una breve descripción de las diferentes modalidades de procesos corporativos, se profundiza en los factores que promueven los procesos de fusiones y adquisiciones en la economía, así como las consecuencias que generan. La revisión de la literatura continúa poniendo el foco de los procesos de fusiones y adquisiciones en el sector bancario a nivel mundial. Se realiza una pequeña reseña al sector bancario español, como caso más cercano y conocido, y que podría ser aplicable al resto de países que han sufrido la consolidación bancaria. Posteriormente, se pone el foco en el sector bancario alemán, para entender su organización y su especial idiosincrasia, con el objetivo de encontrar los factores clave de dicha diferenciación de respuesta.

2. Enfoque teórico

Antes de realizar la revisión completa de la literatura, se realiza una breve reflexión sobre los distintos pensamientos o perspectivas genéricas que las empresas pueden utilizar para la toma de decisiones en un proceso corporativo, en función de sus objetivos de negocio. Según esto, buscarán una perspectiva u otra centrándose en los factores que más le favorezcan a su estrategia. Puede realizar el análisis y decisión en función de factores económicos, factores estratégicos, o factores organizativos.

Por un lado, la empresa puede tener un *pensamiento económico*, por el cual utiliza únicamente criterios de eficiencia económica en su proceso de decisión. Dicha perspectiva utiliza estos criterios de eficiencia, y considera que estos procesos son una opción para competir y para organizar la actividad de la empresa (paradigma ecléctico), o que les van a permitir aprovecharse del aprendizaje de procesos anteriores (teoría de juegos).

Por otro, la empresa puede tener un *pensamiento estratégico* en su decisión como una forma de adaptarse a sus propias capacidades y al entorno cambiante, en función de si el objetivo es adquirir recursos y acceder a conocimientos y capacidades que les doten de ventajas competitivas (enfoque basado en recursos, Villalonga et al., 2005), o bien la creación, transferencia e integración de conocimientos para mejorar la competitividad (enfoque basado en el conocimiento, Carbonara et al., 2009), o como un medio para el aprendizaje organizativo y para el flujo de conocimientos y activos estratégicos (teoría del aprendizaje organizacional, Carbonara et al., 2009).

Finalmente, la empresa puede tener un *pensamiento organizativo* en su decisión, que le permita asegurar recursos valiosos de los que carece y reducir la incertidumbre, con el objetivo de, en caso de depender del entorno, poder controlar recursos que permitan ser más competitivas (teoría de dependencia de recursos, Carbonara et al., 2009), buscar los beneficios de relacionarse con otras empresas (teoría del capital social), o conseguir legitimidad en todos los mercados, para acceder a recursos críticos, para la supervivencia y el crecimiento (teoría institucional).

Estos factores, económicos, estratégicos y organizativos, van a ser las motivaciones principales que van a tener en cuenta las empresas a la hora de embarcarse en un proceso corporativo. Sin embargo, en la revisión de la literatura, también se detectan otros factores adicionales que pueden desencadenar estos procesos, tales como políticos, regulatorios, o geográficos.

3. Metodología

Se realiza una *revisión sistemática de la literatura*, sobre los aspectos relacionados con los procesos de fusiones, adquisiciones y alianzas a nivel general, para entender las motivaciones para la realización de operaciones corporativas en el mundo empresarial, para posteriormente descender al sector bancario, debido a su idiosincrasia respecto al resto de sectores económicos, y posteriormente al mercado alemán, debido a su situación de gran fragmentación a diferencia del resto de economías de su entorno, tras un pequeño foco en el sector español como referencia a la consolidación bancaria.

Los criterios de búsqueda a utilizar corresponden al buscador especializado *Google Scholar*¹, en función del orden de relevancia definido por dicho buscador, así como en función del número de citas por artículo, con el fin de alcanzar los artículos con mayor divulgación y más referenciados por parte de la comunidad científica internacional.

Adoptamos una búsqueda bibliográfica en varias etapas. Primero iniciamos una búsqueda de palabras clave con los términos “*mergers and acquisitions*”, limitando a aquellos artículos con más de 1.000 citas, que estén incluidos en los primeros 400 artículos seleccionados por orden de relevancia según la propia base de datos. A continuación,

¹ “*Google Scholar*” o “*Google Académico*” es un buscador especializado en bibliografía dirigido a la comunidad científico-académica. Es la base de datos de preferencia por parte de los investigadores, muy por delante de “*Scopus*” o “*Web of Science*”.

limitamos según fecha de publicación (2018 en adelante para artículos con más de 50 citas dentro de los 200 primeros por relevancia, y posteriormente 2021 en adelante, con más de 20 citas dentro de los 200 primeros por relevancia), esto último con el objetivo de acceder a los trabajos más novedosos y actuales, que recojan fundamentalmente el fenómeno de la globalización de la economía y las nuevas motivaciones de los procesos corporativos.

Repetimos el proceso, con los mismos pasos, con los términos “*mergers and acquisitions banking*” (más de 20 citas dentro de los 400 primeros por relevancia sin fecha, más de 30 citas en los primeros 100 por relevancia de 2018 en adelante, y más de 10 citas en los primeros 100 por relevancia de 2021 en adelante), obteniendo estudios de USA, EU, Grecia, Nigeria, Malasia, Pakistán, India, África, Kazajistán, Eslovaquia, Turquía, Irán, Singapur, República Checa, Vietnam, Brasil, Islám, Gran Bretaña, EU central, este de EU o Colombia, y poniendo el foco especialmente en España, al ser un mercado cercano, sujeto a la consolidación bancaria, y que podría ser extrapolado a la mayoría de los mercados europeos.

A continuación, buscamos los términos “*mergers and acquisitions German banking*”, “*Saving Banks German*” y “*Sparkassen*”, con citas, dentro de los 200 primeros por relevancia, con el objetivo de realizar un estudio de la organización de un mercado, el alemán, que ha tenido una respuesta completamente diferente a la mayoría de los países de su entorno en cuanto a la consolidación financiera.

Por último, y siguiendo la metodología propuesta por Cooper (1998) y Lee & Madhavan (2010), se realiza un rastreo de artículos relevantes utilizando el enfoque de ascendencia, a partir de todos los anteriores, que es una técnica utilizada para rastrear referencias hacia atrás utilizando los artículos disponibles. Este enfoque (“*bola de nieve*” o “*crecimiento de perlas*”) ha sido enfatizado por los estudiosos como esencial para meta-estudios de análisis (Ones, Viswesvaran y Schmidt, 2017; Steel, Beugelsdijk&Aguinis, 2021).

Tras realizar todo el proceso, y eliminar repetidos, se seleccionan un total de 192 artículos. Tras la revisión del abstract, se descartan 48 artículos por no ser relevantes para el estudio, quedando como muestra final, para su exhaustiva revisión, un total de 144 artículos, que ofrecen un total de 40.877 citas (284 citas de promedio). Las revistas más relevantes, de las que proceden, son *Journal of Financial Economics*, *Strategic Management Journal*, *The Journal of Finance*, *Finance & Accounting* y *Journal of Banking & Finance*.

4. Revisión de la literatura

El crecimiento del negocio suele ser uno de los objetivos más frecuentes en el mundo empresarial. Las firmas necesitan recursos financieros, además de para continuar con su actividad, en mayor medida si tienen entre sus objetivos la expansión. El crecimiento se puede lograr mediante el lanzamiento de nuevos productos y servicios, o con la expansión de operaciones más allá de los recursos existentes.

Para lograr el crecimiento se pueden utilizar recursos internos y externos. Normalmente, las firmas dependen de los recursos internos que van generando año a año (ganancias) para poder expandir su negocio. Sin embargo, en caso de oportunidades, podrían hacer depender de recursos externos, si los internos no son suficientes.

Por este motivo, una de las palancas de obtener recursos externos es la posibilidad de introducirse en otros mercados o con otros productos, mediante la adquisición de otras empresas que puedan complementar el negocio. Este tipo de operación, de fusiones y adquisiciones, son las estrategias más adoptadas para expandir el negocio en el mundo corporativo. Su actividad ha sido siempre frenética, y genera unos movimientos de flujos de efectivo y/o acciones muy grandes.

Se realiza una revisión de la literatura desde un enfoque general sobre los tipos de operaciones corporativas que se producen en el mercado, para descender a continuación a los estudios generales asociados a fusiones y adquisiciones que arrojen luz sobre las motivaciones y factores de éxito, para a continuación descender al sistema financiero y encontrar dichas motivaciones y factores que mejor aplican a este sector económico, e incluyendo un análisis cuantitativo sobre un conjunto de investigaciones (41) que analizan empíricamente el impacto de estas operaciones en el desempeño de los bancos. Finalmente, se realiza una revisión de la literatura específica del mercado alemán para entender la diferencia de respuesta en este país respecto a los de su entorno.

4.1 Operaciones corporativas

Existen varios tipos de operaciones corporativas para buscar el crecimiento y expansión de las empresas. Las más importantes son las fusiones, las adquisiciones, y las alianzas,

o en sentido contrario las desinversiones. También el proceso de internacionalización es una operación corporativa específica cuando se combina con algunas de las anteriores.

Si bien en el sector bancario las principales operaciones corporativas han sido los procesos de fusión y adquisición, existen otras modalidades y opciones de acometer este tipo de compartición de recursos.

Una de ellas serían los procesos de *alianza*, que también se pudieron ver en el pasado, por ejemplo, en España (con la constitución de algunas de tipo tecnológico entre cajas de ahorros, o con la constitución de Sistemas Institucionales de Protección, o SIP, entre cajas de ahorros en mitad de la crisis financiera de 2008). Este último caso fue una figura legal creada en aquel momento para la cooperación y compartición de liquidez y riesgo de crédito.

Este tipo de acuerdo entre empresas es un contrato incompleto que busca fortalecer los objetivos comerciales, tecnológicos o de otro tipo entre las partes interesadas.

La cuestión es conocer por qué unas empresas eligen una forma u otra de realizar operaciones corporativas, y lo harán en función de sus objetivos principales. Tiene mucho que ver el sector al que pertenece, y los recursos que pretenden conseguir para obtener las ventajas competitivas o la autonomía de recursos de los que dependen.

Así, Hagedoorn et al. (2002) diferenciaban el tipo de operación preferida según el sector, entre las industrias de alta tecnología (preferencia muy superior por las alianzas estratégicas, frente a las fusiones y adquisiciones) y los sectores de baja tecnología, que en general prefieren fusiones y adquisiciones, como sería el caso de la banca.

En función de los recursos buscados (tecnológicos, marketing), las experiencias previas, o la estructura de la empresa, buscarán una vía de crecimiento. Por ejemplo, Villalonga et al. (2005) estudiaron cómo afectaban estos factores a la decisión de realizar adquisiciones, alianzas o desinversiones como estrategia corporativa. Los recursos tecnológicos y de marketing (tanto del comprador como del vendedor), o la experiencia previa en estos procesos (también de comprador o vendedor), son factores que favorecen la elección de adquisiciones, por delante de alianzas y desinversiones, por este orden. Por contra, el nivel de propiedad interna, la estructura de propiedad de los accionistas y de propiedad institucional de la compradora favorecen la elección de desinversiones, respecto a alianzas y adquisiciones, en este orden.

Anand et al. (2000) encontraron que se conseguía crear valor fundamentalmente por la experiencia previa en este tipo de operaciones que tienen las empresas implicadas en la alianza. También Gulati et al. (2009) concluyeron que la experiencia previa de asociación contribuye a la creación de valor en las nuevas alianzas. Partiendo de la evidencia empírica demostrada anteriormente, de que solamente la mitad de las empresas que participan en alianzas obtienen rendimientos positivos de mercado, demostraron que la experiencia de asociación previa es un predictor importante de la creación de valor en sus nuevas alianzas.

Si el objetivo es un modo de entrada en un mercado extranjero, se pone en duda la creación de valor de estas operaciones. Shimizua et al. (2004) encontraron que sólo el 17% de las adquisiciones transfronterizas crearon valor para los accionistas, mientras que el 53% lo destruyeron.

4.2 Fusiones y adquisiciones

A lo largo de la investigación, se han definido diferentes teorías sobre los procesos corporativos de fusiones y adquisiciones. Las principales proceden de la *perspectiva económica*. Sin embargo, los factores de éxito, o fracaso, pueden ser tan variopintos como *aspectos culturales* (muy relacionados con Recursos Humanos), *tecnológicos* (incluyendo su gestión en la integración), *estructurales* (propiedad) o *externos* (incertidumbre política), todo ello aspectos más relacionados con perspectivas organizativas o estratégicas. Incluso el *método de compensación* de la operación puede afectar a la percepción de éxito o fracaso.

Centrándonos en aspectos puramente *económicos*, la clave es, tal y como definían Fernández et al. (1989), que el valor de las dos empresas juntas sea superior a la suma del valor individual por separado, dado que, si no fuera así, no habrá interés alguno. Por ello, todo dependerá de la valoración, y del acuerdo que se produzca (fusión amistosa). Si no existe acuerdo, por causas económicas o por otros motivos (reparto de puestos clave, por ejemplo), la alternativa será el lanzamiento de una oferta pública de adquisición (OPA), lo que será positivo para los accionistas de la adquirida (mayor precio), pero negativo para sus directivos (ante la posibilidad de perder su empleo o poder). Las motivaciones se centrarán en mejora de la eficiencia conjunta (cuota de mercado, economías de escala, integración vertical, mayor aprovechamiento de recursos complementarios, etc.), mala gestión directiva en la adquirida (crea menos riqueza que su potencial), razones fiscales,

asimetría en la información disponible por los equipos directivos, o motivaciones no económicas de los directivos (preferencia por dirigir una empresa más grande, poder, prestigio profesional, etc.), así como posibles ineficiencia en los mercados.

Pero los investigadores no se ponen de acuerdo en los factores de éxito o fracaso para este tipo de operaciones. Están muy condicionados a la industria en cuestión. Así, Bruner et al. (2004) los fijaban en la buena gobernanza (por lo que es importante estar dotados de buenos sistemas de supervisión y control empresarial). Popovici et al. (2013) los asociaban al aumento de las ganancias y las ventas, la mejora de la participación en el mercado, la posibilidad de ingreso en nuevos mercados, la consecución de economías de escala o la habilidad de resolver problemas administrativos.

Desde una *perspectiva organizativa*, muchos autores se han fijado en los aspectos *culturales*, y en particular de *recursos humanos*, como clave en este tipo de operaciones. También las sinergias obtenidas, y cómo estas operaciones podrían afectar a los empleados, y al mercado laboral.

Un factor fundamental es la semejanza cultural y geográfica, o la actividad relacional, entre las participantes. Hoberg et al. (2010) descubrieron que las empresas que son más similares tienen más probabilidades de fusionarse, como efecto de complementariedad de activos, ya que estas empresas tienen más potencial de sinergias de nuevos productos que podrían derivarse de dicha complementación de activos. Además, las empresas que tienen patentes, derechos de autor y marcas comerciales, son más probables de ser objetivo de fusiones. La creación de valor, y mayor rentabilidad, se obtiene en los casos en que los adquirientes compran empresas con alta similitud de productos, o bien en casos en que se aumenta la diferenciación de producto respecto a los rivales. Dichas ganancias son todavía mayores en caso de patentes o productos "únicos". Mientras, Renneboog et al. (2019) encontraron que las adquisiciones relacionadas superan a las adquisiciones no relacionadas o diversificadoras (ya que en el primer caso se tienen las habilidades y recursos adecuados para integrar las empresas).

Una fusión de éxito involucra, no solo un buen análisis financiero y estratégico, sino también una adecuada planificación respecto a la congruencia de la cultura empresarial, tal y como concluyeron Nahavandi et al. (1988). El enfoque típico de fusión es esperar que la empresa adquirida se adapte a la adquiriente. Sin embargo, no se pueden ignorar las preferencias de las adquiridas. Muchos de los problemas producidas con la integración

tras una fusión de dos empresas se pueden evitar gestionando adecuadamente el acuerdo de aculturación. El objetivo de una fusión es mejorar el desempeño (datos financieros) de las empresas combinadas. Sin embargo, algunos elementos organizativos (estructura, liderazgo, gestión, estilo y sistemas de control) pueden ser factores de gran importancia sobre la elección del modo de aculturación preferido.

Larsson et al. (1999) desarrollaron un marco conceptual que integrase distintas perspectivas (economía, finanzas y estrategia) en los procesos de fusiones y adquisiciones, conforme a la teoría de la organización y gestión de recursos humanos, para ofrecer un modelo integrador orientado a procesos más amplio. Este modelo integrador describe cómo las sinergias dependen de la similitud y complementariedad de los negocios que se fusionan, el grado de interacción y coordinación durante el proceso de integración organizacional, y la falta de resistencia de los empleados a la entidad combinada. Concluyeron que el éxito de una fusión o adquisición se mide por el grado de realización de la sinergia en lugar de criterios como los rendimientos contables o rendimientos de mercado. El atributo clave del potencial se conceptualiza, no solo en términos de similitudes entre los negocios, sino también en términos de las complementariedades de producción y comercialización entre ellos.

Los empleados pueden tener experiencias traumáticas, fundamentalmente en compras hostiles, tal y como afirmaron Buono et al. (2003). Definieron algunos constructos como el estrés, el estigma, la rutinización, la amenaza y la incertidumbre necesarios para estudiar. En su investigación empírica detectaron que, en todos los casos, las cosas empeoraron para los empleados, incluso en las fusiones amistosas, y muchas personas tienden a abandonar la empresa. En el caso concreto de una fusión bancaria, demostraron las dificultades de unir dos empresas de la misma industria pero que tienen filosofías diferentes, una muy autocrática y otra colegiada. Las organizaciones deben prestar atención al lado humano de las fusiones y adquisiciones. Muchas organizaciones tienen curvas de aprendizaje muy planas y, habiendo sido mal administradas durante un proceso de adquisición o fusión, suelen repetir los errores en procesos posteriores.

Cartwright et al. (2006) evidenciaron que la mala adecuación a la cultura o la falta de compatibilidad cultural son factores que influyen en el fracaso de las fusiones y adquisiciones. Encontraron empíricamente que las adquisiciones parecen proporcionar, en el mejor de los casos, un desempeño mixto a las distintas partes involucradas en la operación. Los accionistas de la adquirida generalmente obtienen rendimientos positivos

a corto plazo, mientras que los de la adquiriente con frecuencia experimente un bajo rendimiento de las acciones en los meses posteriores a la adquisición (algo que depende fundamentalmente de la elección de la integración, la estrategia y el proceso). Tanto los errores en la estrategia como en el comportamiento organizacional (toma de decisiones, negociación e integración), pueden conducir a resultados inferiores. Algunas posibles razones para la caída del rendimiento de la adquiriente podrían relacionarse con el ansia de los ejecutivos por realizar adquisiciones impulsados por motivos que no maximizan el valor.

La capacidad de los recursos humanos de una empresa puede afectar a la eficacia en los procesos de fusiones y adquisiciones, tal y como estudiaron Lin et al. (2006). Estos procesos corporativos se consideran una orientación estratégica a largo plazo basada en la ventaja de los recursos humanos, en lugar de visión a corto plazo. Las operaciones podrían ser muy efectivas cuando la empresa tenga una alta capacidad de recursos humanos, dado que dicha capacidad tiene un impacto directo en el desempeño de la empresa. Además, en ese caso de gran capacidad de recursos humanos, una empresa puede reducir la diferencia de rendimiento entre fusiones nacionales y fusiones internacionales.

Las diferencias culturales pueden crear grandes obstáculos para lograr los beneficios de la integración, afectando a la consecución de sinergias, pero, por otro lado, también pueden ser una fuente de creación de valor y aprendizaje. Según Stahl et al. (2008), en operaciones que requieren niveles más altos de integración, estas diferencias culturales, fundamentalmente las de nivel organizacional, pueden crear obstáculos, mientras que aquellas que requieren niveles más bajos de integración, las diferencias culturales contribuyen de forma positiva, y en mayor medida en los casos transfronterizos.

La probabilidad de realizar el proceso de fusión, así como su éxito y rendimiento, son mayores cuando las empresas tienen capital humano relacionado, dado que la empresa fusionada tendrá mayor capacidad de despedir empleados de baja cualificación y reducir los costes laborales, conforme al estudio de Lee et al. (2018), basándose en la teoría de los derechos de propiedad de la empresa. Esto no sucede en operaciones corporativas en las que se transfiere poca mano de obra, o ninguna.

Todo esto puede afectar a la situación de los trabajadores de las empresas participantes, tanto en su rotación, como en sus ingresos. Degbey et al. (2021) encontraron que las tasas

de rotación entre empleados y ejecutivos de la empresa objeto de una adquisición son muy altas. Investigaciones previas habían demostrado que los factores asociados a la retención o rotación de estos empleados son atributos psicológicos y percepciones de estos procesos. La propiedad psicológica de los empleados de la empresa comprada se relaciona positivamente con la retención dichos empleados a través de los efectos directos y mediadores del compromiso y la participación de los empleados en estos procesos de fusiones y adquisiciones. También el efecto de la propiedad psicológica de los empleados de la empresa adquirida sobre el compromiso y la participación de los empleados y la retención de estos se ven moderados por la pérdida de autonomía de la empresa objeto de la adquisición. Existen otros muchos factores clave para el éxito del proceso, como tecnología, asimetrías de la información, innovación, regulación o sinergias.

Por otro lado, Arnold et al. (2019) concluyeron que los ingresos de los trabajadores de las empresas participantes en una fusión se mantienen estables, cuando existe un impacto pequeño en la concentración del mercado laboral local, pero se reducen cuando se producen aumentos significativos en la concentración del mercado laboral local.

Pero también se produce la *visión estratégica* por la cual las empresas tienen *recursos* valiosos, o buscan alcanzarlos, pero si no se gestiona adecuadamente, pueden llevar al fracaso. Uno de los recursos más valiosos en estos momentos es la *tecnología*, debido al alto coste y, sobre todo, a la acelerada evolución. Una tecnología obsoleta, expulsa a las empresas del mercado. Una mala integración tecnológica entre las partes puede provocar el fracaso. Por tanto, la tecnología va a ser un factor fundamental, y su forma de gestionar puede ser la llave del éxito en los procesos corporativos.

La flexibilidad de la infraestructura de las tecnologías de la información es un factor clave, que permite facilitar el desarrollo de la flexibilidad comercial que ofrece la capacidad de respuesta para aprovechar las oportunidades de fusiones y adquisiciones y realizar adquisiciones, y da el control para integrar los recursos de negocios y de tecnologías de la información de la empresa adquirida y obtener de esta forma los beneficios económicos de las fusiones y adquisiciones, conforme a Benitez et al. (2018).

Aquellos procesos de fusiones y adquisiciones que buscan una extensión de la cadena de valor, o bien un avance en tecnología, se relacionan positivamente con el desempeño de la empresa (Zhang et al., 2018). Como factores positivos para el desempeño destacan la capacidad de crecimiento de la empresa, los recursos exclusivos, el tamaño y su

antigüedad, mientras que no tienen impacto el gobierno corporativo, el derecho de propiedad y la solvencia.

Dezi et al. (2018) evidencian la posible conexión existente entre los procesos de fusiones y adquisiciones y el nuevo paradigma de la innovación abierta (que asume que las empresas pueden y deben usar ideas externas e internas, así como caminos internos y externos al mercado, conforme buscan avanzar en su tecnología, Chesbrough, 2003).

Otros factores variados van a afectar al resultado de la operación. Tanto *factores internos* (protección al accionista o tipo de propiedad), como *externos* (incertidumbre o preferencia política), como *propios de la operación* (tipo de operación o forma de pago) se verán reflejados en un sentido u otro en el resultado final de éxito o fracaso.

Según Rossi et al. (2004), cuanto mayor protección a los inversores, más fusiones y adquisiciones, más intentos de adquisiciones hostiles y menos acuerdos transfronterizos, así como más probabilidad de pagar con acciones y primas de adquisición más altas. Por tanto, la protección del inversor nacional es un determinante importante de la competitividad y la eficacia del mercado de fusiones y adquisiciones en un país. También concluyeron que el volumen de fusiones y adquisiciones es significativamente mayor en países con mejores estándares contables, así como que la probabilidad de realizar una oferta en efectivo disminuye con el nivel de protección de los accionistas en el país adquirente. En los acuerdos transfronterizos, los objetivos de adquisición suelen ser de países con menor protección hacia los inversores que el país de la adquirente.

La estructura de propiedad también va a tener una influencia significativa. Feito-Ruiz et al. (2010) demostraron que la propiedad familiar de las empresas adquiridas tiene una influencia positiva y significativa en la valoración que hacen los accionistas de las adquirentes, en un estudio a nivel europeo. También un entorno legal e institucional débil en el país de la adquirida tiene una influencia positiva en dicha valoración.

Tampakoudis et al. (2021) investigaron la relación entre el desempeño ambiental, social y de gobierno (ESG), respecto a la riqueza de los accionistas en el contexto de fusiones y adquisiciones, antes y durante la pandemia del COVID-19, mediante el análisis de 889 procesos realizados en Estados Unidos entre 2018 y 2020. Obtiene evidencia de un efecto de valor negativo del desempeño ESG para los accionistas de las adquirentes, y en mayor medida tras el estallido de la pandemia, lo que sugiere que, en este último periodo, el coste de las actividades de sostenibilidad supera cualquier posible ganancia, sosteniendo

la hipótesis de exceso de sobreinversión. Por ello, propone que las empresas deben ser cautelosas respecto a las grandes inversiones en actividades ESG, fundamentalmente en periodos de turbulencia económica, así como que, para los accionistas, el compromiso ESG no es un factor de resiliencia en un momento convulso del mercado.

La forma de realizar la operación y el método de pago, así como la forma de valorarla, también influyen en el éxito o fracaso. Travlos et al. (1987), encontraron pérdidas significativas en las adquirientes en el momento del anuncio de la propuesta de compra, independientemente del resultado de la oferta. Además, las ofertas en efectivo, asociadas con adquisiciones hostiles, tienden a tener rendimientos no negativos, mientras que las ofertas con acciones son generalmente amistosas, y tienen a obtener resultados negativos.

Cuando una empresa objetivo de ser adquirida conoce su valor mejor que la adquirente, el adquirente preferirá ofrecer acciones en lugar de efectivo (Hansen et al., 1987). Y en este sentido, Faccio et al. (2005) encontraron relación significativa entre la elección del método de pago y el gobierno corporativo y las restricciones de financiación. El comprador tiene la amenaza de control corporativo, por lo que no quiere dar acciones, pero las restricciones de financiación fomentan el pago en acciones. En caso de acceso especial a financiación bancaria, es más probable que realice el pago en efectivo. Si el propietario del adquirente y de la adquirida es el mismo (está bajo control de la primera), es mucho más probable la contraprestación con acciones. El pago en acciones es menos probable para operaciones de compra de empresas no cotizadas. Si el proceso se realiza mediante una OPA, se generarán rendimientos anormalmente positivos para los adquirentes (Alexandridis et al., 2017). Concluyeron que las transacciones con pago con acciones ya no destruyen valor, como sucedía en el pasado, debido esto a la mejora en la calidad del gobierno corporativo de las adquirentes tras la crisis financiera de 2008 (con el foco en control interno, la cultura corporativa, remuneración de la alta dirección y los procesos de gestión de riesgos). Investigaciones antiguas evidenciaban que las fusiones y adquisiciones de cotizadas tienden a destruir valor para los accionistas de la empresa adquirente, tal y como sucedió en la década de los 90 y del 2000. Las compañías adquirentes crean valor desde 2009 y, a mayor grado de exposición pública y ante la prensa, hacen más prudentes y realizan mejoras en el gobierno corporativo. El riesgo reputacional juega un papel fundamental.

También juega un papel fundamental el entorno, y más concretamente, la situación política. Recuperaremos este hecho en el sector financiero (fuertemente regulado) y más

concretamente en el sector financiero alemán (fuertemente protegido). Esta situación política puede afectar de múltiples formas.

Un nacionalismo generalizado en el que los gobiernos prefieren que las empresas objeto de deseo de adquisición sigan siendo de propiedad nacional en lugar de extranjera. Además, este deseo de los gobiernos se acentúa con partidos de extrema derecha fuertes, o con gobiernos débiles (Serdar et al., 2013), con lo que todo ello puede disuadir a las empresas extranjeras de presentar ofertas por empresas en otros países. Como ejemplo más cercano, en España este hecho ha sucedido en varias ocasiones, por ejemplo, con el rechazo de la operación de EON sobre Endesa (2006) o con el Real Decreto desarrollado al inicio de la pandemia (2020), con el blindaje en empresas estratégicas, que le permiten al propio gobierno vetar cualquier compra de más de un 10% del capital de empresas nacionales, veto que sigue vigente y ha sido prorrogado hasta diciembre de 2024.

La incertidumbre política también puede alterar el poder de negociación entre las empresas adquirentes y adquiridas, por lo que hace que los rendimientos de estos procesos sean más inciertos, dado que los adquirentes tienen mayor poder de negociación van a exigir una prima en las negociaciones, conforme a Lee et al. (2018). En este caso también es menos probable que utilicen el efectivo como medio de pago cuando hay elecciones próximas en el país de la empresa objetivo.

Si la incertidumbre política es alta (la relacionada con política monetaria, fiscal o regulación financiera), es más probable que las empresas participen en fusiones transfronterizas o verticales, con lo que se puede diversificar el riesgo político, según Bonaime et al. (2018). Además, concluyeron que los factores asociados a este tipo de operaciones corporativas son el ciclo económico, las consideraciones del mercado de productos, la gestión de riesgos, la liquidez corporativa y las preferencias de los CEOs, así como las valoraciones sobre las empresas objetivo. Los factores políticos no tienden a retrasar estas operaciones, sino a hacerlas perder definitivamente (en mayor medida en acuerdos que implican inversiones más irreversibles). Por otro lado, los costes de la transacción, la asimetría de la información o los sesgos de comportamiento del gerente pueden contribuir a ineficiencias.

Pero se pueden producir diferencias entre diferentes mercados. Por ejemplo, Sha et al. (2020) encontraron que, en el caso de China, es más probable que las empresas realicen adquisiciones durante períodos de alta incertidumbre política económica, a diferencia de

los estudios estadounidenses. Sin embargo, las empresas estatales son menos propensas a realizar adquisiciones en estos periodos, y tienen menos probabilidades de utilizar solamente efectivo, lo que demuestran mayor prudencia que las no estatales. Las adquisiciones en incertidumbre provocan un aumento en la riqueza de las adquirentes, incluso en mayor medida para las empresas estatales.

Todos estos aspectos se ven reflejados en el *resultado del desempeño* alcanzado tras las operaciones de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, ha habido estudios en ambos sentidos. No existe consenso sobre el impacto significativamente positivo en el desempeño tras una operación corporativa.

Por ejemplo, Chan et al. (1999) encontraron importantes ganancias en los procesos de alianzas, mostrando un incremento del desempeño en los siguientes 5 años, particularmente entre empresas relacionadas, y también sobre todo en aquellas en las que se produce más transferencia o puesta en común de conocimiento técnico. También Aggarwal et al. (2022) evidenciaron en India que las fusiones tuvieron un impacto significativo en la rentabilidad y la liquidez de la adquirente de forma positiva al cabo de cinco años, pero no tanto en la solvencia. En particular, las empresas de servicios fueron las que mejor desempeño tuvieron, frente a las manufactureras, debido fundamentalmente a que, en este último, el proceso de integración es mucho más complejo y lleva más tiempo.

En sentido contrario, Martynova et al. (2007) encontraron una disminución significativa de la rentabilidad de las sociedades combinadas tras la adquisición, en Europa continental y UK, pero lo achaca a cambios macroeconómicos no relacionados con las operaciones, dado que ninguna característica específica de la adquisición (como el método de pago, el alcance geográfico o la relación con la industria) tiene un poder explicativo significativo, ni el apalancamiento del adquirente antes de la toma de control. Solamente encontraron un factor, la tenencia de efectivo, que relaciona negativamente con el desempeño, por lo que concluye que las empresas con exceso de efectivo sufren problemas de flujo de efectivo libre y es más probable que realicen adquisiciones deficitarias, mientras que las adquisiciones de empresas relativamente grandes ofrecen una mejor rentabilidad. En la misma línea, Alexandridis et al. (2012) evidenciaron destrucción de valor a los accionistas de las empresas adquirentes en la década de 1990, basados en el rendimiento de las acciones a largo plazo. El menor pago de primas no es suficiente para garantizar la

creación de valor a los accionistas de las empresas adquiridas. Un factor que podría explicar los menores rendimientos es el sentimiento de los inversores y la prudencia.

4.3 Fusiones y adquisiciones en el sector financiero

El sector bancario tiene una alta *regulación* y la *competencia* es supervisada por distintos organismos. Los reguladores buscan evitar la exclusión financiera de las distintas poblaciones, en particular las más vulnerables, ya sea por cuestiones geográficas o por cuestiones económicas. Estos procesos de consolidación financiera pueden afectar a la competencia y el *acceso a la financiación* de las PYMEs y personas físicas, tanto por su falta de disponibilidad, como por el posible incremento de los precios. De ahí la gran importancia del papel de los *gobiernos*, reguladores y organismos públicos en los procesos corporativos en este sector económico. También afecta a la sociedad el *destino* de los *beneficios* de las entidades, básicamente el de entidades públicas o semipúblicas, como la obra social española.

Pero existen otros muchos factores que condicionan las operaciones corporativas. Los bancos tienen muchos *riesgos*. Y es fundamental como son gestionados. Por tanto, la *gobernanza bancaria* es clave en estos procesos. Los *sistemas de gestión*, las *estrategias*, los *recursos*. Y todo ello en un contexto de globalización y aceleración innovadora que afecta de lleno a la *tecnología*, en mayor medida tras los cambios en los canales de venta y profundizado con la pandemia del Covid-19.

Por supuesto, la *visión económica* siempre está por delante. Los bancos buscan mejora de eficiencias, economías de escala y reducción de recursos utilizados, para obtener mejores rendimientos.

El *regulador* siempre va a estar en vigilancia. Por ejemplo, en Estados Unidos, la consolidación bancaria provocó una reducción de los préstamos a las pequeñas empresas por parte de las entidades participantes, por un incremento de precios o condiciones más restrictivas, pero se veía compensado por la reacción del resto de bancos, fundamentalmente locales y otras comercializadoras financieras (Berger et al., 1998). Sin embargo, las fusiones de bancos pequeños y medianos estaban asociadas con un aumento en los préstamos a las pequeñas empresas, pero las fusiones de bancos más grandes se asociaban en general con una disminución. También Berger et al. (2004), tras estudiar la dinámica de entrada al mercado tras los procesos de fusiones y adquisiciones en banca,

confirmaron que estos procesos producen aumentos posteriores en la probabilidad de entrada en esos mercados y reducción en los préstamos a pequeñas empresas, pero que pueden ser reemplazados por nuevos entrantes.

No solamente afectarán al volumen de préstamos y depósitos, sino también a los costes. Okoye et al. (2016) encontraron un efecto significativo en las actividades de préstamo y depósito de los bancos en Nigeria, tras los procesos de fusión, así como un altísimo nivel de competencia de precios entre los bancos, lo que fue positivo para la economía tanto en la intermediación financiera como, en mayor medida, la movilización de depósitos. Por contra, provocó mayor coste en los préstamos y un incremento en la diferencia de los tipos de interés ofrecidos al activo (préstamos) frente al pasivo (depósitos).

Por el contrario, en España, Fuentes et al. (1998) demostraron que en la etapa 1988-1997, tras la desregulación del sector y la globalización de las actividades financieras y económicas, la consolidación, a priori, no había afectado a la competencia del sector, dado que un tamaño mayor puede ofrecer mayor capacidad de fijar precios, pero la fuerte competencia no permite aprovecharla.

La *competencia* siempre se va a ver afectada. Y esto puede condicionar el resultado de la operación. Patuler et al. (2003) evidenciaron que el aumento de la concentración no está relacionado con una mayor rentabilidad, y que el mayor impulsor del rendimiento son las grandes cuotas de mercado, más allá de la concentración del mercado. Otros estudios de otras industrias que usan el precio para medir el desempeño indican que aumentar la concentración puede llevar a precios más altos. En este caso encontraron ganancias importantes para los accionistas de las adquiridas, pero muy poca o ninguna para las adquirientes (salvo el caso de OPAs hostiles).

En algunos casos, estas operaciones pueden beneficiar a los clientes. Evenett et al. (2004) detectaron un efecto beneficioso para los clientes en el caso de la apertura a actividades bancarias extranjeras con proceso de fusión o adquisición. Sin embargo, las alianzas estratégicas transfronterizas probablemente hayan perjudicado a los clientes en la UE, lo que sugiere que no todos los procesos societarios transfronterizos tienen los mismos efectos.

En algunos casos, los clientes se verán afectados según sus propias características. Farah et al. (2007) analizaron el comportamiento de los consumidores tras los procesos de consolidación, en UK, encontrando que dicho comportamiento está determinado por sus

antecedentes culturales, dado que los consumidores individualistas están más abiertos a cambiar de banco, mientras que los colectivistas son reacios al riesgo y no quieren perder las relaciones establecidas con el personal de un banco, por lo que es poco probable que cambien de entidad, independientemente de una fusión y sus consecuencias. Aplicando la teoría del comportamiento planificado (los comportamientos de las personas son conscientes, planificados y razonados), el cambio está influenciado no solo por la actitud individual hacia el cambio de entidad, sino también por la situación del proceso de fusión de la entidad, la influencia de otras personas importante, o el hecho de si la decisión de cambiar permanece bajo el control de comportamiento individual de la persona.

DeYoung et al. (2009) realizaron una revisión sistemática de la literatura sobre fusiones y adquisiciones de instituciones financieras, de más de 150 estudios. Después del año 2000, las fusiones de bancos norteamericanos parecen estar mejorando la eficiencia, aunque todavía se aprecia una imagen mixta respecto a la creación de riqueza para los accionistas, a diferencia de las fusiones de bancos europeos, que continúan ofreciendo ganancia en eficiencia y en mejora de valor para el accionista, al igual que en los periodos anteriores. La diversificación geográfica o diversificación de productos no se asocian como factores clave para estos procesos, que, por otro lado, pueden afectar negativamente a ciertos tipos de prestatarios, depositantes y otros stakeholders externos.

Awolusi et al. (2012), en un estudio en Nigeria, concluyeron que las fusiones y adquisiciones bancarias tenían una asociación significativa con la satisfacción del cliente, y que los impulsores clave para el éxito son la competencia de gestión, las personas adecuadas, la elección adecuada de los socios, la gestión del riesgo operacional, una comunicación muy efectiva entre áreas multifuncionales clave, la planificación adecuada durante todas las etapas del proceso y la retroalimentación durante el proceso.

En algunos casos benefician el poder de mercado de los bancos, tal y como definieron Mumcu et al. (2005), afirmando que si dos bancos marginales se fusionan para convertirse en un banco más grande y dominante, habrá mejora en la estructura de costes y mayor poder de mercado. De esta forma, aunque no exista incentivo de costes para que los bancos marginales se fusionen, lo harán si consiguen poder de mercado. La consolidación bancaria beneficiaría a todos los bancos a través de la reducción de la competencia, y los que no participen en el proceso de fusión obtendrán mejora de beneficios. Por ello, los bancos quieren que se produzcan fusiones, pero no participar en ellas, al menos que conduzcan a una importante mejora de costes y de cuota de mercado.

Estos procesos de fusión pueden jugar un papel muy importante en términos de consolidación, concentración del mercado, competencia y desarrollo de la intermediación financiera, tal y como demostraron por ejemplo Filimonović et al. (2011) en la zona de los Balcanes, fundamentalmente en Croacia.

Agbloyor et al. (2012) concluyeron que el desarrollo del sector bancario impulsa la actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas en África, y viceversa, que dicho proceso corporativo alimenta el desarrollo del sector. Además, este tipo de fusiones y adquisiciones transfronterizas es un importante modo de entrada de inversores extranjeros en África. Otros factores que alimentan estas operaciones son el incremento del PIB, la apertura financiera y las instituciones de cada vez mejor calidad.

El objetivo de obtención de marcas, nuevas zonas geográficas, productos complementarios, etc., para lograr un alcance global y mejores sinergias, así como permitir comprar activos estresados de las entidades más débiles, es lo que buscan según Kumari et al. (2014).

En los mercados desarrollados más afectados por la crisis financiera se descubrió un aumento en la concentración especialmente en Estados Unidos y Reino Unido, mientras que la concentración bancaria disminuyó en los mercados emergentes, tal y como analizaron Rao-Nicholson et al. (2016). Tras la crisis, los bancos de los mercados emergentes parecen ser los principales adquirentes apuntando tanto a países vecinos como a economías desarrolladas europeas.

En Indonesia, por ejemplo, se detectó un mercado de competencia monopolística. Mulyaningsih et al. (2018) concluyeron que la concentración perjudica la competencia. El estudio mostraba que el mercado más competitivo era el de bancos medianos, por estar el menos concentrado, mientras que el de bancos grandes, estaba más concentrado y, por tanto, era menos competitivo. Las políticas impulsadas por su Banco Central fueron realizadas principalmente en bancos medianos y pequeños, con lo que redujeron la concentración de mercado. Además, la mejora de la distribución de cuota de mercado y el aumento de capacidad de los bancos fusionados, mejoraron la competencia en el sector.

En Vietnam, Hang et al. (2016), detectaron preocupaciones sobre la posibilidad de que el sistema bancario comercial se estuviera dirigiendo hacia un aumento del monopolio o monopolio de grupo, lo que puede dañar la competencia. En este caso, encontraron algunos factores de éxito, pero muchos problemas (retraso de los procesos de fusión,

problemas con la deuda incobrable, falta de cumplimiento de objetivos de la gestión interna de los bancos, como es crear un sistema interno eficientes y avanzados). En general, el proceso en Vietnam provocó impactos positivos en la reducción de activos improductivos, aumento de la competencia, estabilización y seguridad, manteniendo un grado de concentración medio.

Pero, como ya se ha comentado, la sociedad también puede verse negativamente afectada, por ejemplo, mediante la disminución de la dotación a la obra social tal y como sucedió en España tras el proceso de consolidación de cajas en el periodo 2004-2009, por el descenso de los resultados económicos, si bien un aumento proporcional de dichos recursos destinados a obra social, sobre los beneficios obtenidos (del 28% en 2008 al 36% en 2009). Esto lleva a concluir que las fusiones y adquisiciones entre cajas puede poner en serio peligro el compromiso social de las cajas, tal y como evidenciaron Bernabé et al. (2013).

Estas operaciones corporativas suelen implicar una fuerte reducción en el número y tamaño de las sucursales bancarias. Ruiz-Hernández et al. (2015) presentaron el problema de su redimensionamiento para mantener un nivel de servicio constante, tras un proceso de fusión, obteniendo una reducción del 40% del tamaño de la red de sucursales, con ahorros anuales superiores al 45% en costes operativos a partir del segundo año. Concluyeron que el diseño final de la red depende de decisiones estratégicas sobre redundancia de sucursales, proximidad a los nodos de demanda y proximidad a la competencia.

Las medidas tomadas por los reguladores y supervisores en el pasado afectan a la aceleración del proceso de consolidación, o al posible éxito de las operaciones. Grifell-Tatje et al. (1996) demostraron cómo el proceso de desregulación en España (relajación de restricciones regulatorias, fundamentalmente en cuanto a la capacidad de competir) provocó que las cajas de ahorros tuvieran un crecimiento mucho más rápido en la actividad y apertura de sucursales a lo largo de la geografía nacional, que la banca comercial, con lo que facilitó un proceso posterior de fusiones en el periodo 1986-1991. Por el contrario, Hauner et al. (2005) no encontraron evidencia de que la productividad responda a la desregulación, sino que los bancos estatales son más rentables por tener financiación más barata (en Alemania y Austria), y las cooperativas son tan rentables como los bancos privados. El aumento de las economías de escala, con la disminución de

las economías de alcance, justifican las fusiones y adquisiciones entre bancos con carteras de productos similares.

Kakani et al. (2006) definieron al Estado y al Banco Central de la India como los mayores actores de los procesos de fusión y adquisición bancaria, buscando la protección de los intereses de los clientes frente a la creación de jugadores de tamaño internacional.

Otros estudios apuntan al desarrollo de la unión económica y monetaria europea como causantes de que las ganancias de los adquirentes de una fusión disminuyesen (Al-Sharkas et al., 2009). Todo ello de forma consistente con una mayor competencia entre los postores y una mayor integración del mercado en la zona del euro. Tras el proceso de moneda única, la industria bancaria europea está más internacionalizada y se ha producido una consolidación importante. El mercado de fusiones y adquisiciones de la banca europea se ha vuelto más competitivo e integrado con el avance y la implementación de la moneda única y la reducción asociada de las barreras a los negocios transfronterizos.

Los *factores de éxito* en estos procesos bancarios son variados. Algunos relacionados con *riesgos*, sistemas de gestión, errores en la *estrategia*, *tecnología*, o *recursos humanos*. Tanto la perspectiva organizativa como la perspectiva estratégica han sido foco de las investigaciones pasadas, por supuesto sin dejar de lado la perspectiva económica que, como veremos, tiene gran variedad de resultados empíricos de éxitos y fracasos.

La diversificación del riesgo es uno de ellos, dado que estos procesos deberían formar entidades mejor diversificadas y menos propensas a la quiebra, lo que produciría un sistema bancario más saludable y protegido frente a las crisis (Benston et al., 1995). Como consecuencia de las fusiones, el riesgo de crédito se reduce notablemente gracias a la diversificación del riesgo idiosincrásico. Esta hipótesis contravenía la opinión del "Informe sobre la consolidación en el sector financiero" del G-10 (2001), que afirmaba que la consolidación bancaria no afectaba al riesgo de los bancos, y que incluso tras ella, podían llegar a asumir más riesgos o incluso reducir el seguimiento de los préstamos y perder eficacia.

Templeton et al. (2001) analizaron el impacto que se produjo en la banca europea con las fusiones y adquisiciones a raíz de la entrada del euro, concluyendo que, aunque cada vez son más competitivos entre sí y con otras empresas financieras, siguen existiendo barreras nacionales para una mayor integración del mercado bancario. Existen factores que hacen que las fusiones transfronterizas sean menos atractivas, tales como el efecto de la

consolidación en los costes, el impacto del euro en las ganancias de divisas, los mercados de deuda y los sistemas de gestión de efectivo.

Otros autores centran los factores determinantes en la regulación y el medio ambiente, una mayor y mejor integración entre los países de adquirentes y adquiridas, los costes informacionales, las oportunidades de ganancias, los factores relevantes para las adquirentes y los factores relevantes de los mercados locales de las adquirentes (estas dos últimas reflejan el afán de los bancos adquirentes), tal y como sucedió por ejemplo con la concentración española en Sudamérica (Soussa et al., 2004). Precisamente en esta investigación predecían una concentración de bancos alemanes en Polonia, debido a los fuertes vínculos comerciales y la proximidad geográfica.

Los errores en la estrategia o en el proceso posterior de integración van a ser claves para alcanzar un buen resultado. Walter et al. (2004) valoraron que se han producido muchas transacciones fracasadas o con desempeñados muy por debajo de su potencial, producido precisamente por estos factores. Los accionistas de las adquiridas suelen tener ganancias como en otras industrias, pero los de las adquirentes suelen quedarse igual o incluso pérdidas, a diferencia del resto de industrias. Por ello las economías de escala no son una motivación para estos procesos, especialmente entre los grandes. Las tecnologías de la información (evitar errores de configuraciones de IT, dominio de plataformas, arquitecturas técnicas, infraestructura organizacional, liderazgo, costes de integración de IT, etc.) y una buena diversificación mediante canales de distribución adicionales sí podrían proporcionar un vínculo para mejorar la eficiencia operativa. El resultado de las operaciones depende de la eficacia del proceso de integración posterior a la fusión, ya que representan una herramienta de desarrollo corporativo, crecimiento y rentabilidad, y se puede destruir mucho valor si no se hace adecuadamente. Hernández et al. (2013), definieron igualmente la elección de la estrategia adecuada y la gestión del proceso de integración como claves para el éxito.

Al igual que en el contexto de operaciones corporativas a nivel general, desde una perspectiva organizativa, los recursos humanos y los aspectos culturales vuelven a ser clave para el éxito. Crespi et al. (2004) encontraron que relación de significatividad entre un desempeño negativo y la probabilidad de rotación de los directores y/o la probabilidad de que el banco se fusione o sea adquirido. La intervención de la gobernanza es más habitual cuando las empresas están mal administradas y sus rendimientos son bajos.

La forma de administrar la marca, alineando las visiones estratégicas y las culturas organizacionales en estos procesos, son la clave según Alloza et al. (2008). Y aquí entra en juego la aceptación de toda la organización, y esto se consigue con la integración de indicadores claves sobre el compromiso de los empleados, la lealtad del cliente o la reputación de marca, en el cuadro de mando integral de la empresa. Estos planes de transformación internos implicaron un fuerte incremento del ROI (retorno de la inversión) y de la satisfacción del cliente.

Una adecuada práctica de comunicación de recursos humanos a lo largo de todo el proceso de fusión y adquisición, según Fapohunda et al. (2012), es fundamental, con lo que se reducen los negativos sobre la psicología y el comportamiento de los empleados, y ayuda a desarrollar su compromiso con la organización. Se debe realizar de forma oportuna, adecuada y continua, y así ayudará a superar la incertidumbre y las diferencias entre las compañías. Las fusiones fracasaron cuando la alta dirección se centró únicamente en dar respuesta a los requerimientos del Banco Central, en lugar de una adecuada comunicación de la estrategia de forma interna.

Otros factores accesorios que influyen son la sincronización del mercado, los impactos ambientales, la regulación del gobierno o motivos tecnológicos, así como el deseo por desarrollar el negocio y adquirir ventajas competitivas, presiones de los stakeholders, así como presiones y el impulso de los gobiernos para organizar el mercado bancario, según Zarei et al. (2015), o el objetivo de prevenir quiebras bancarias en la consolidación bancaria en Nigeria, según Agu et al. (2011). Otros factores externos han sido atribuidos como influyentes en el éxito de los procesos, como los aspectos macroeconómicos, el crecimiento, viento de cola en los mercados financieros y bursátiles, en Italia (Carbonara et al., 2009).

Todos estos aspectos se ven reflejados en el *resultado del desempeño* alcanzado en este tipo de operaciones. Nuevamente, al igual que en la industria económica en general, hay análisis en ambos sentidos. No existe consenso sobre el impacto significativamente positivo en el desempeño tras una operación corporativa. Se han realizado numerosos estudios empíricos sobre el impacto del desempeño de las operaciones corporativas en el sector financiero. Unos hablan de mejor desempeño, otros de inexistencia de influencia significativa, y otros de pérdida, fundamentalmente para los bancos compradores. A continuación, se resumen algunos de los más importantes.

Autores	Año	Lugar estudio	Resultado desempeño tras proceso	Periodo analizado	Muestra
Linder, et al.	1992	Nueva Inglaterra	Incidencia no significativa	1982-1987	47
Cybbo – Ottone, et al.	1996	Europa	Incidencia no significativa	1988-1995	26
Vander Vennet, et al.	1996	Europa	Incremento significativo	1988-1993	492
Akhavein, et al.	1997	Mundial	Incidencia no significativa	Década de los 80	130
Piloff, et al.	1998	Mundial	Incremento significativo	Recopilación	Recopilación
Cybo-Ottone, et al.	2000	Europa	Incremento significativo	1988-1997	54
Beitel, et al.	2001	Europa	Decremento (desde 1998)	1985-1997 / 1998-2000	98
Huizinga, et al.	2001	Europa	Incremento significativo	1994-1998	52
Cuesta, et al.	2002	España	Incremento significativo	1985-1998	132
Hahn, et al.	2004	Austria	Incremento significativo	1999-2002	800
Ayadi, et al.	2005	Europa	Incidencia no significativa	Década de los 90	33
Da Silva, et al.	2005	Portugal	Incidencia no significativa	1995-2003	13
Mat-Nor, et al.	2006	Asia	Incidencia no significativa	1998-2003	55
Delong, et al.	2007	USA	Incidencia no significativa	1987-1999	216
Hahn, et al.	2007	Austria	Incremento significativo	1996-2002	800
Sufian, et al.	2007	Singapur	Incremento significativo	1998-2004	5
Altunbaş, et al.	2008	europa	Incremento significativo	1992-2001	262
Said, et al.	2008	Malasia	Incidencia no significativa	1998-2004	10
Beccalli	2009	Europa	Ligero incremento	1991-2005	714
Bernad, et al.	2010	españa	Incremento mitad casos	1986-2004	17
Braggion, et al.	2010	UK	Incremento significativo	1885-1925	167
Promptak, et al.	2010	Europa	Incremento significativo	1997-2005	59
Antoniadis, et al.	2011	Grecia	Incremento a corto plazo, no a largo plazo	1996-2009	11
Chen, et al.	2011	Taiwan	Incremento significativo	1997-2006	49
Goddard, et al.	2012	Asia/Latinoamerica	Incidencia no significativa	1998-2009	132
Sufian, et al.	2012	Malasia	Incidencia no significativa	1996-1996 / 2002-2009	34
Yilmaz, et al.	2012	Turquia	Incremento significativo	2007-2011	40
Chouliaras, et al.	2013	Grecia	Incremento significativo	Final de los 90	12
Ben Said, et al.	2015	europa	Incidencia no significativa	1996-2006	10
Ghosh1, et al.	2015	India	Incidencia no significativa	2000-2010	10
Gupta, et al.	2015	India	Incremento significativo		24
Hoang, et al.	2015	Chequia	Incidencia no significativa	2000-2010	11
Kanu, et al.	2015	Nigeria	Incidencia no significativa	1999-2014	19
Rompotis, et al.	2015	Grecia	Incremento significativo		2
Patel, et al.	2016	India	Incremento en algunos casos	2004-2010	6
Küçükkoçoğlu, et al.	2018	turquia	Incremento significativo	2001-2012	9
Martin, et al.	2018	españa	Incremento significativo	2009-2013	17
Rahman, et al.	2018	Pakistan	Incremento mitad casos	2002-2012	121
Bansal, et al.	2020	Barein	Incremento significativo	2004-2015	17
Ullah, et al.	2021	Islam	Incremento mitad casos	2009-2018	10
Anh Nguyen, et al.	2022	Vietnam	Incidencia no significativa	2011-2019	30

Tabla 1: Recopilación de investigaciones realizadas sobre el impacto en el desempeño de las operaciones corporativas en el sector financiero (Fuente: Elaboración propia).

Tal y como se recoge en la Tabla 1, sobre un total de 41 estudios recopilados, de hasta 4.746 entidades financieras, en 17 de ellos no se encuentra ninguna mejora en el rendimiento financiero de los bancos objeto del proceso de fusión y adquisiciones. En 5 de ellos se evidencia mejora del rendimiento, pero sólo en algunos de los casos, y finalmente en 19 sí se encuentra un incremento significativo del rendimiento financiero. En USA no se aprecia incremento (varios autores hacen referencia a los estudios norteamericanos donde no se encuentra esa mejora), en UK sí se encuentra (es un estudio

de mucha antigüedad) y en Europa aproximadamente la mitad de los estudios lo encuentran, y la mitad no.

La realidad es que los estudios de los procesos de fusiones y adquisiciones en el sector bancario suelen arrojar resultados mixtos, a diferencia de otros sectores, donde sí suelen apreciarse mejoras del rendimiento financiero de las empresas. Por ello, la mejora del rendimiento futuro no parece ser un factor clave motivacional que desencadene estos procesos corporativos.

De todos estos estudios empíricos, algunas cuestiones relevantes que justifican una mejora del rendimiento del proceso son:

- Reducción de gastos, mayor poder de mercado, menor volatilidad de las ganancias y economías de escala y alcance (Piloff et al., 1998). Bansal et al. (2020) también lo achacan a la reducción de costes operativos.
- Aumento en la eficiencia o poder de mercado (Cybo-Ottone et al., 2000), dado que estos procesos pueden estar motivadas para eliminar actividades duplicadas, y eso podría ser más probable cuando se produzca una superposición entre los mercados, de ahí el mayor éxito en las operaciones nacionales. Los efectos de economías de escala son mayores cuanto mayor sea el tamaño de la transacción y, por tanto, es probable que un aumento en la eficiencia de costes esté relacionado con un modo centralizado de organización.
- Eficiencia (Focarelli et al., 2001), dado que los bancos son más grandes, más rentables y tienen su sede en países con más mercado bancario altamente desarrollado.
- Economías de escala sin explorar y explotar, y grandes ineficiencias existentes (Huizinga et al., 2001), en la banca europea, de forma que las ganancias de productividad están relacionadas con el progreso tecnológico y pueden ser un incentivo para que se fusionen los bancos que operan por debajo de la escala óptima de eficiencia. También las economías de escala, a base de aumentar la escala de producción, aflorarán rendimientos crecientes en las fusiones, según Chen et al. (2011).
- La atracción de nuevos capitales, que provocan una mejora del capital y una expansión exitosa a otros mercados, fundamentalmente a los países balcánicos, fue fundamental para el éxito según Chouliaras et al. (2013).

- La diversidad (proporcionarían carteras de productos y servicios diversificados en los bancos y minimizarían riesgos ante la diversificación geográfica) y una mayor cuota de mercado (menor competencia de precios y disminución de costes de supervisión) son la clave para Küçükkocaoğlu et al. (2018).

Sobre aquellos que no encuentran mejoras significativas de rendimiento, o sólo parcialmente:

- Una mala planificación, ejecución y evaluación es el motivo según Hoang et al. (2015).
- Las carteras de préstamos tóxicos heredadas, mayores costes, mayores costes en los activos netos, el hecho de que la gestión y el gobierno corporativo se vean comprometidos, o falta de compromiso de parte de los empleados de los bancos adquiridos por el sentimiento de no estar debidamente integrados en la nueva entidad, son los motivos del estudio de Kanu et al. (2015) en Nigeria.
- La falta de obtención de talento en recursos humanos, en avances tecnológicos o del aumento en la participación de mercado no permitirán mejora del rendimiento, según Rahman et al. (2018).
- El mayor enfoque en las actividades de intermediación para generar altos rendimientos, mientras que aplican políticas conservadoras tras la fusión, provocando caída de negocio en la concesión de préstamos y provocando un impacto negativo en el ROE, es el causante según Said et al. (2008).

Algunos autores incluso califican estos procesos como destructores de valor:

- Beitel et al. (2001) encuentra destrucción de valor, con una excepción: los bancos adquirentes europeos en grandes negocios experimentaron rendimientos anormalmente negativos significativos desde 1998.
- Da Silva et al. (2005) reafirma a DeLong et al. (2001) cuando dijo que los procesos de fusiones y adquisiciones son una paradoja porque, en general, no son creadores de valor y aun así siguen ocurriendo.

4.4 El sector bancario alemán

La mayor parte de los mercados han experimentado una lógica similar, viéndose involucrados en un proceso de concentración bancaria. Así queda recogido en la literatura, tal y como hemos visto anteriormente, y así queda demostrado en las

estadísticas de los principales Bancos Centrales a nivel mundial. Sin embargo, algunos de ellos han resistido con un sector financiero atomizado y con poca concentración. El mercado más importante entre ellos es el alemán, en el que coexisten cientos de entidades financieras. Para ofrecer un contexto general, a continuación se detalla el número de instituciones de crédito por países de la zona Euro, y su evolución entre 2008 y 2016:

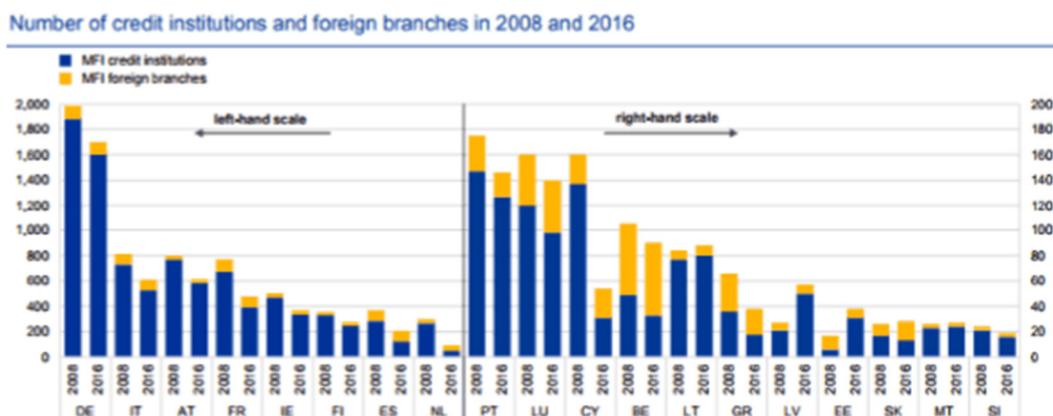


Figura 1: Número de instituciones de crédito en 2008 y 2016 por país. (Fuente ECB MFI Statistics).

Como se puede apreciar en la Figura 1, Alemania (1 entidad cada 48.000 habitantes), Italia (1 entidad cada 100.000 habitantes), Francia (1 entidad cada 130.000 habitantes) y España (1 entidad cada 235.000 habitantes) tienen una población de 82 Mn, 60 Mn, 64 Mn y 47 Mn de personas, respectivamente, a la fecha de referencia de la información (2016), pero Alemania multiplica por 3; 3,4 y 8,5 veces el número de entidades, respectivamente. Sorprende en mayor medida Austria, con una proporción de 1 entidad cada 15.000 habitantes.

Por esto, debemos conocer la idiosincrasia de este mercado y de su sistema financiero, para entender su organización, con el objetivo de encontrar los factores clave de dicha diferenciación de respuesta.

Una de las claves para no aplicar a la banca alemana las conclusiones obtenidas en otros mercados, por ejemplo, el norteamericano, es su salud financiera (Hackethal et al., 2003). Tal vez en un momento dado, los avances tecnológicos, la integración monetaria europea o los depósitos estables como fuente de financiación de las cajas de ahorros (clara ventaja competitiva), podrían ser factores que cuestionasen la posición dominante de los bancos públicos en Alemania. Sin embargo, la nueva regulación sobre adecuación de capital a riesgo de crédito podría poner a los bancos más pequeños en desventaja por cuestiones

de sofisticación tecnológica y de sistemas de gestión menos eficientes, y sufrir una disminución de márgenes. Los autores situaban a los bancos públicos y cooperativas centrados en el cliente minorista y en PYMES, mientras que los bancos comerciales grandes en corporaciones, instituciones y empresas grandes. Ya dejaban la puerta abierta a que una posible necesidad de inversiones tecnológicas pudiera provocar una consolidación bancaria.

El sistema bancario alemán está definido en tres pilares (Brunner et al., 2004), que corresponden a bancos del sector público (Landesbanken, propiedad de los estados, y Sparkassen, propiedad de los gobiernos locales), cooperativas, y bancos comerciales, todos ellos con diferentes estructuras de propiedad y objetivos.

El sector público se beneficia de la garantía del gobierno. Detectaron que los bancos en Alemania tienden a ser menos rentables comparados con sus equivalentes en los otros países (Francia, Italia, España o UK), debido a la menor movilización de ingresos y, fundamentalmente, por su incapacidad para aumentar los ingresos no relacionados con los intereses. La posible eliminación gradual de garantías estatales, que se esperaba para 2005, podría poner en riesgo el margen de beneficio de las Landesbanken y las Sparkassen.

Gischer et al. (2004) adoptaron el enfoque de Panzar-Rosse para valorar las condiciones competitivas de las Cajas de ahorro alemanas (Sparkassen). Al ser vehículos de financiación de PYMES y personas físicas, han encontrado un nicho con baja presión competitiva, por lo que tienen poder de mercado. Sin embargo, los bancos grandes tienen mejores rendimientos y algunas de las Landesbanken tuvieron pérdidas millonarias, supuestamente debido a la fuerte competencia, con lo que concluyen que Alemania está sobre-bancarizada, con más de 2.500 instituciones bancarias independientes, bancos privados, bancos cooperativos o Genossenschaftsbanken – 1.500, y cajas de ahorro o Sparkassen – 500, propiedad de municipios y distritos. No existe competencia entre estos últimos (la presión competitiva no es excesivamente alta, por lo que tienen un buen poder de mercado y su desempeño económico indica que es un nicho muy rentable), y algunas actividades (publicidad, asuntos legales, etc.) se delegan a las organizaciones centrales. Debido a que sus servicios están limitados a la región, no tienen competencia entre sí, pero sí con los grandes bancos privados. Sin embargo, las Sparkassen tuvieron mejor desempeño financiero que el resto de las entidades, posiblemente por una menor presión competitiva.

Hackethal et al. (2005) apuntaron a un problema general de rentabilidad en los bancos públicos, con lo que preveían una transformación estructural del sistema bancario alemán, que está muy fragmentado. Si no se ha producido hasta ahora, ha sido por medidas exitosas para el conjunto de bancos públicos, como el establecimiento de una plataforma común de titulización de préstamos, la promoción con gran éxito de los servicios bancarios on-line y la promoción bancaria en los vehículos de inversión.

Algunos autores proponen la privatización de las cajas de ahorros en Alemania, al igual que la producida en Italia en la década de los 90, que provocó un incremento de rentabilidad y no afectó ni a la competencia ni a la disponibilidad de servicios bancarios y préstamos a clientes. Esto solucionaría los problemas existentes. Según Carletti et al. (2005), los bancos privados alemanes achacan sus problemas de rentabilidad al modelo de tres pilares, por lo que llevan mucho tiempo exigiendo su fin.

Pero las cajas alemanas se niegan, argumentando que aseguran la prestación de servicio bancario a toda la población, independientemente de la región o del estatus social, que proporcionan préstamos suficientes a las pequeñas y medianas empresas, y que la consolidación produciría excesivo nivel de poder de mercado y concentración. Sin embargo, la privatización de las cajas alemanas podría producir pérdida de disponibilidad de préstamos para pymes de forma transitoria o en general en las regiones más pobres, como puede ser la zona de Alemania Oriental. También este proceso podría provocar una disminución de la resiliencia del sistema financiero frente a situaciones de estrés en la economía. La realidad es que en Alemania existen distorsiones en la competencia, pero se están acometiendo reformas de eliminación progresiva de garantías públicas, por lo que se espera que se vayan reduciendo.

Tampoco parece que tengan mucha motivación, desde la perspectiva económica, en cuanto a la consecución de mejoras en el desempeño. Kondova et al. (2007) encontraron que las fusiones de cajas de ahorros en Alemania en el periodo 1993-2004 tuvieron un menor desempeño frente a sus peers. Sin embargo, las del periodo 1999-2004 sí recogieron algo más de desempeño frente a los peers. Pero el mandato social de las cajas de ahorros está orientado a mejorar el desarrollo económico regional, así como sus relaciones de refinanciación con los bancos centrales de los estados federales (Landesbanken), lo que se indica a menudo como razón principal de los bajos márgenes de interés y rentabilidad en la banca alemana.

Koetter et al. (2008) estudiaron la hipótesis de la vida tranquila (QLH-quiet life hypothesis) aplicada al sector financiero, que afirma que los bancos disfrutaban de las ventajas del poder de mercado en términos de pérdida de ingresos o ahorro de costes, por lo que mide la competencia y la eficiencia simultáneamente para probar dicha hipótesis en las cajas de ahorros alemanas para ver si la eficiencia de costes y de beneficios está negativamente relacionada con el poder de mercado. Encontraron que, tanto el poder de mercado como los ingresos promedio, disminuyeron en estos bancos en el periodo 1996-2006, por lo que se respalda la hipótesis QLH, por la que un mayor poder de mercado provoca que los bancos tengan mayor holgura en la dimensión operativa de su negocio. Concluyen que las cajas de ahorro alemanas realizan negocios menos rentables para cumplir con su deber público y, por tanto, pueden permitirse no explotar plenamente sus oportunidades de beneficio.

La estructura del sistema alemán es única en Europa, junto con el sistema bancario austriaco, según Behr et al. (2015). La opinión general sobre la participación del gobierno en la banca es que generan bancos ineficientes debido a problemas de agencia, corrupción y fraude, pero tiene efectos positivos para el desarrollo económico local, ayuda financiera para PYMES, y ayudan a estabilizar la economía y el sistema bancario. Las cajas de ahorros regionales y los bancos cooperativos se centran en el modelo comercial tradicional, de captación de depósitos y préstamos, y están limitados geográficamente, ya que sus estatutos les permiten dar préstamos sólo en su distrito administrativo. Por contra, los grandes bancos comerciales y los Landesbanken (cajas de ahorros grandes), en menor medida, ofrecen una amplia gama de productos, incluyendo servicios de banca de inversión y productos de seguros.

La garantía que ofrecía el Estado a los bancos públicos alemanes es considerada competencia desleal. Pero es un punto de partida de crecimiento que no han tenido los bancos privados. Seikel et al. (2017) concluyen que se puede producir una situación de vulnerabilidad tras la retirada de dichas garantías públicas, lo que podría favorecer un posible avance en la consolidación bancaria.

También el bajo nivel de eficiencia de la banca alemana, peor que otros países europeos, podría desencadenar el proceso de operaciones corporativas (Nesti et al., 2019). Apuntan a que la competencia, la nueva regulación europea (Basilea III, CRDIV, BRRD) y la necesidad de inversiones por cuestiones tecnológicas y de digitalización, que han provocado la consolidación en Europa (disminución del 25% en el número de bancos

entre 2008 y 2019) podría extenderse al mercado alemán, dado que las entidades adquirentes tienden a ser más rentables y eficientes, y mejor capitalizadas que las adquiridas.

La perspectiva económica de las fusiones no termina de triunfar en el sector bancario. Como se ha visto, los investigadores no se ponen de acuerdo sobre si se consigue mejora del desempeño en las fusiones y adquisiciones bancarias, por lo que no existe esta motivación para desarrollar la consolidación bancaria en este sentido.

Desde la perspectiva organizativa, los aspectos culturales y, en particular de recursos humanos, podrían motivar este proceso. Sin embargo, la afección al mercado (con posibilidad de exclusión financiera en zonas geográficas o a sectores de la sociedad como personas físicas o PYMEs) no animan al Estado alemán a impulsar estas fusiones, pese a existir una situación financiera cada vez más débil en la banca pública alemana.

Además, si bien poco a poco se van homogeneizando los aspectos culturales de las dos Alemanias, todavía quedan diferencias entre una región y otra, con lo que podrían producirse serias dificultades para los casos de operaciones corporativas intra-regiones. Este es uno de los aspectos que más se debe cuidar en los procesos de este tipo.

Desde una perspectiva estratégica, centrada fundamentalmente en la tecnología, no se han impulsado estos procesos ante las alianzas producidas en la banca pública para compartir servicios esenciales y especializados como el marketing y la tecnología. Estas alianzas han permitido, de momento, salvar la necesidad de operaciones corporativas de mayor calado. Además, la falta de experiencia en operaciones corporativas de mayor desarrollo, como fusiones y adquisiciones, provoca la menor motivación para impulsar estas operaciones.

Otro de los factores a tener en cuenta sería el método de pago. En caso de fusiones y adquisiciones entre banca pública, se produciría mediante intercambio de acciones, nunca mediante el pago de efectivo, algo que se demostró en el pasado que tiende a obtener resultados negativos (Travlos et al. 1987), si bien cada vez menos a raíz de la buena gobernanza tras la crisis financiera de 2018 (Alexandridis et al., 2017).

La situación política, en un momento de gran estabilidad en el caso alemán, tampoco está favoreciendo un clima de consolidación bancaria. En caso de incertidumbre, esto podría darse la vuelta. A nivel regulatorio, uno de los aspectos que se citan como desencadenantes de la consolidación en España fue la apertura de la libre competencia y

expansión geográfica de las cajas de ahorros en España. Este hecho no se ha producido en Alemania, donde la banca pública tiene limitada su zona geográfica de actuación.

Por último, la protección que ha ejercido el Estado en el pasado sobre toda la banca pública alemana es uno de los motivos por los que todavía se mantiene en una situación financiera ventajosa, dado que sentó las bases de una buena salud financiera. Tras la retirada de las garantías hace unos años, esta banca pública podría verse poco a poco deteriorada, dado que tiene un nivel de eficiencia bajo, y podría llegar un punto en el que la única solución de supervivencia fuera la consolidación bancaria. Una crisis financiera de importancia, o una necesidad fuerte de innovación tecnológica, podría llevar a esta situación.

5. Conclusiones

En un sector clave para la economía mundial como el financiero, existe una gran competencia y se mueve en un entorno económico complejo, globalizado y con gran incertidumbre. Esto exige respuesta por parte de las empresas para el crecimiento o la supervivencia. Una de ellas es embarcarse en un proceso de fusiones y adquisiciones. Pero existen diferencias entre los diferentes mercados regionales o países. La mayoría de los países han sufrido un proceso de concentración bancaria importante. Otros no lo han hecho o lo han experimentado en menor medida, por lo que mantienen todavía un sector financiero con gran fragmentación. El caso más conocido, por su importancia económica, es Alemania.

El presente trabajo ha ilustrado una revisión de la literatura enfocada en los procesos de fusiones y adquisiciones, y en particular del sector financiero, poniendo el énfasis en las motivaciones e incentivos que tienen las entidades para acometerlos, así como encontrar los factores considerados en un mercado como el alemán para no haber respondido de la misma forma que los de su entorno.

Para ello, nos hemos apoyado en la literatura y en investigaciones previas. Tras la revisión del cumplimiento del marco teórico, sobre las motivaciones que justifican la realización de este tipo de operaciones corporativas, nos centramos en las diferentes perspectivas para acometerlas, como son la perspectiva económica, la estratégica y la organizativa.

A continuación hemos realizado la revisión histórica de la literatura sobre los factores que promueven los procesos de fusiones y adquisiciones en la industria en general, dentro de

un marco teórico, así como las consecuencias que generan, siguiendo el mismo enfoque. Hemos continuado descendiendo a estas operaciones corporativas en el sector bancario mundial y, en particular, el sector bancario alemán, con el objetivo de comprender la idiosincrasia de este mercado.

La metodología de trabajo ha sido una revisión sistemática de la literatura, utilizando diferentes criterios de búsqueda en el portal especializado Google Scholar, en función del orden de relevancia y del número de citas por artículo, y rastreando artículos relevantes utilizando el enfoque de ascendencia, o bola de nieve o crecimiento de perlas, en consonancia con Cooper (1998) y Lee & Madhavan (2010). Finalmente, se ha realizado el estudio exhaustivo de 144 artículos, con un total de 40.877 citas (284 citas de promedio).

Las investigaciones previas sobre los procesos de fusiones y adquisiciones se han centrado en tres perspectivas diferenciadas. Por un lado, la económica, que utiliza criterios de eficiencia financiera para justificar estas operaciones como arma de competir y el aprendizaje de operaciones pasadas. La estratégica como una forma de adaptar las capacidades de la empresa a un entorno cambiante, basado en la adquisición de recursos para obtener ventajas competitivas y la generación del conocimiento y aprendizaje organizativo. Finalmente la organizativa, que permite a la empresa asegurar recursos valiosos de los que carece y reducir la incertidumbre

En este tipo de procesos corporativos es clave que la valoración del conjunto fusionado sea mayor que las valoraciones individuales, por lo que aspectos como la eficiencia conjunta (cuota de mercado, economías de escala, integración vertical, mayor aprovechamiento de recursos complementarios, etc.), la gestión directiva previa, la asimetría de la información, o las motivaciones personales de los directivos (prestigio, desafíos, preferencias, etc.) tendrán una influencia significativa.

Los factores de éxito de estas operaciones identificados incluyen la buena gobernanza, la complementariedad de activos, las actividades relacionales, la prudencia de los dirigentes, la adecuada planificación de la culturización empresarial, los diferentes elementos organizativos (estructura, liderazgo, gestión, estilo y sistemas de control), las experiencias e implicación de los empleados, la forma de comunicarles el proceso de fusión, el control interno de las empresas, la flexibilidad de la infraestructura de las tecnologías de la

información, o la protección a los inversores. Uno de los mayores impedimentos para estas operaciones es la incertidumbre política que pueda existir en un momento dado.

Todos estos factores influyen en los procesos de fusiones y adquisiciones, y tienen un fuerte impacto en la competencia y en los clientes, algo fundamental para los supervisores, que velan por evitar la exclusión financiera de clientes en ciertas zonas geográficas despobladas, o bien de pequeñas empresas que necesitan acceso a la financiación. Los procesos de fusión juegan un papel muy importante en términos de consolidación, concentración del mercado, competencia y desarrollo de la intermediación financiera

Se han analizado un total de 41 estudios empíricos sobre el rendimiento financiero tras un proceso de fusión o adquisición bancaria. 17 de ellos no encontraron mejora en el rendimiento, 5 de ellos fue una mejora parcial, y 19 encontraron un incremento significativo. La realidad es que los estudios de los procesos de fusiones y adquisiciones en el sector bancario suelen arrojar resultados mixtos, a diferencia de otros sectores, donde sí suelen apreciarse mejoras del rendimiento financiero de las empresas. Por ello, la mejora del rendimiento futuro no parece ser un factor clave motivacional que desencadene estos procesos corporativos.

Las cuestiones que llevan a obtener mejora del rendimiento están asociadas a reducción de gastos, mayor poder de mercado, menor volatilidad de las ganancias y economías de escala y alcance, aumento en la eficiencia o poder de mercado tras el acuerdo, progreso tecnológico, generar grupos más grandes y rentables, con sede en países con mercado bancario altamente desarrollado, rendimientos crecientes a escala, atracción de nuevos capitales, diversidad de productos y servicios, o reducción de costes operativos.

Los aspectos que perjudican el objetivo de mejora de rendimiento, las entidades fusionadas se enfocan más en las actividades de intermediación para generar altos rendimientos, mientras que aplican políticas conservadoras tras la fusión, provocando caída de negocio en la concesión de préstamos, provocando un impacto negativo en el ROE, una mala planificación, ejecución y/o evaluación, carteras de préstamos tóxicos, mayores costes, mayores costes en los activos netos, fallos en la gestión y el gobierno corporativo, falta de compromiso de los empleados, o errores en la atracción del talento, o en avances tecnológicos.

¿Qué factores podrían condicionar que el sistema financiero alemán sufriera un cambio en su organización para asemejarlo a otros países de su entorno?. Para ello, intentamos conocer la idiosincrasia de este mercado y de su sistema financiero.

No se pueden aplicar a la banca alemana las conclusiones obtenidas de otros mercados, debido a la buena salud financiera de este mercado. Además, tienen la posibilidad de desarrollar alianzas estratégicas en aspectos tecnológicos, de marketing, servicios de back-office, o plataformas comunes de financiación mediante titulización de préstamos. La defensa del bien común de la sociedad y la necesidad de cubrir una posible exclusión financiera de las personas y empresas más vulnerables también juega a su favor.

Como principales problemas que podrían surgir para el futuro mantenimiento del sistema financiero alemán tal y como existe, los avances tecnológicos que requieran grandes inversiones, la regulación del supervisor que exija mayores requerimientos de capital, o bien abra la posibilidad de competir entre la banca pública en las distintas regiones tal y como sucedió con la apertura geográfica a las cajas de ahorros españolas, así como que se vea en la obligación de eliminar las garantías estatales. La agresividad de los bancos comerciales grandes para captar al cliente minorista y las PYMES incrementando la competencia, aprovechando economías de escala y mejores condiciones para financiarse en los mercados mayoristas. También una crisis financiera como la del 2008 podría poner en jaque la débil situación de estas entidades de carácter público con bajas rentabilidades. La igualdad alcanzada entre Alemania Occidental y Alemania Oriental ya no fuerza a la existencia de esta banca pública más dirigida al desarrollo económico regional. Por último, el posible desarrollo de nuevos productos, cada vez con mayor adaptación a las necesidades del cliente, puede jugar en su contra, al no tener la capacidad de adaptación al entorno cambiante que tienen los bancos comerciales.

Mientras la banca pública pueda sobrevivir sin necesidad de acometer mejoras del rendimiento mediante reducción de gastos, mayor poder de mercado, aumento en la eficiencia o poder de mercado), mientras la necesidad tecnológica no obligue a realizar fuertes inversiones, o estas puedan ser compartidas entre la banca pública, mientras no se produzca una crisis financiera de calado, y, sobre todo, mientras no se necesite atracción de nuevos capitales porque estén cubiertos por el Estado, el funcionamiento del sistema financiero podrá continuar con los 3 pilares actuales. En el momento que se produzca una caída de negocio, un impacto negativo en el ROE, una mala planificación desde dentro, o problemas de gobierno corporativo (algo que suele ser habitual en banca pública) los

stakeholders del sector financiero presionarán para acometer las reformas necesarias en el sistema bancario alemán con el objetivo de expulsar la garantía estatal de esta banca pública y permitir una competencia libre en el mercado.

La perspectiva económica de las fusiones no termina de triunfar en el sector bancario. Desde la perspectiva organizativa, los aspectos culturales y, en particular de recursos humanos, podrían motivar este proceso. Sin embargo, si bien poco a poco se van homogeneizando los aspectos culturales de las dos Alemanias, todavía quedan diferencias entre una región y otra, con lo que podrían producirse serias dificultades para los casos de operaciones corporativas intra-regiones. Desde una perspectiva estratégica, centrada fundamentalmente en la tecnología, no se han impulsado estos procesos ante las alianzas producidas en la banca pública para compartir servicios esenciales y especializados como el marketing y la tecnología. Además, en caso de fusiones y adquisiciones entre banca pública alemana, se produciría mediante intercambio de acciones, nunca mediante el pago de efectivo, algo que se demostró en el pasado que tiende a obtener resultados negativos (Travlos et al. 1987), si bien cada vez menos a raíz de la buena gobernanza tras la crisis financiera de 2018 (Alexandridis et al., 2017). La situación política, en un momento de gran estabilidad en el caso alemán, tampoco está favoreciendo un clima de consolidación bancaria. Pero sin duda, la protección que ha ejercido el Estado en el pasado sobre toda la banca pública alemana es uno de los motivos por los que todavía se mantiene en una situación financiera ventajosa, dado que sentó las bases de una buena salud financiera.

El estudio realizado contiene algunas limitaciones, fundamentalmente en el aspecto metodológico de la revisión de la literatura. Consiste en un primer análisis del estado de la cuestión objetivo del trabajo, para sentar las bases del mismo, pero se debería consolidar realizando una revisión de la literatura de una forma más sistemática, estructurada y esquematizada, incorporando otras bases de datos de selección de artículos para su contraste.

6. Bibliografía

Agbloyor, E. K., Abor, J., Adjasi, C. K., & Yawson, A. (2012). Domestic banking sector development and cross border mergers and acquisitions in Africa. *Review of Development Finance*, 2(1), 32-42.

Aggarwal, P., & Garg, S. (2022). Impact of mergers and acquisitions on accounting-based performance of acquiring firms in India. *Global Business Review*, 23(1), 218-236.

Agu, C., Olajide, D., Ikenwilo, D., & Orji, A. (2011). Mergers and acquisitions: the Nigerian banking consolidation program. *International Journal of Banking and Finance*, 8(4), 19-46.

Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, Nickolaos G. (Agosto de 2017). Value Creation from M&As: New Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, páginas 632-650.

Alexandridis, G., Mavrovitis, C.F., Travlos, N.G., 2012. How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance* 18 (8), 663–688.

Alloza, A. (2008). Brand engagement and brand experience at BBVA, the transformation of a 150 years old company. *Corporate Reputation Review*, 11, 371-379.

Al-Sharkas, A. A., Hassan, M. K., & Lawrence, S. (2008). The impact of mergers and acquisitions on the efficiency of the US banking industry: further evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 50-70.

Altunbaş, Y., & Marqués, D. (2008). Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. *Journal of economics and business*, 60(3), 204-222.

Anand, B.N. y Khanna, T. 2000. "Do firms learn to create value? The case of alliances". *Strategic Management Journal*, 21, pp. 295-315.

Arnold, D. (2019). Mergers and acquisitions, local labor market concentration, and worker outcomes. *Local Labor Market Concentration, and Worker Outcomes* (October 27, 2019).

Awolusi, O. D. (2012). The effects of mergers and acquisitions on business performance in Nigerian banking industry: an empirical analysis. *International Journal of Business Performance Management*, 13(3-4), 366-385.

- Ayadi, R., & Pujals, G. (2005). Banking mergers and acquisitions in the EU: Overview, assessment and prospects (No. 2005/3). SUERF Studies.
- Bansal, A., & Almalki, M. A. I. (2020). The perception of the impacts of mergers and acquisitions on shareholders' value in the banking sector. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 9(4), 2829-2839.
- Barros, R. H., & Domínguez, I. L. (2013). Integration strategies for the success of mergers and acquisitions in financial services companies. *Journal of Business Economics and Management*, 14(5), 979-992.
- Beccalli, E. and Frantz, P., 2009. M&A operations and performance in banking. *Journal of Financial Services Research*, 36(2-3), pp.203-226.
- Behr, P., & Schmidt, R. H. (2015). The German banking system: Characteristics and challenges (No. 32). SAFE White Paper.
- Beitel, P., & Schiereck, D. (2001). Value creation at the ongoing consolidation of the European banking markets.
- Benitez, J., Ray, G., & Henseler, J. (2018). Impact of information technology infrastructure flexibility on mergers and acquisitions. *MIS Quarterly: Management Information Systems*, 42(1), 25-43.
- Benston, G. J., Hunter, W. C., & Wall, L. D. (1995). Motivations for bank mergers and acquisitions: Enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification. *Journal of money, credit and banking*, 27(3), 777-788.
- Berger, A. N., & Humphrey, D. B. (1992). Measurement and efficiency issues in commercial banking. In *Output measurement in the service sectors* (pp. 245-300). University of Chicago Press
- Berger, A. N., Bonime, S. D., Goldberg, L. G., & White, L. J. (2004). The dynamics of market entry: The effects of mergers and acquisitions on entry in the banking industry. *The Journal of Business*, 77(4), 797-834.
- Berger, A. N., Buch, C. M., DeLong, G., & DeYoung, R. (2004). Exporting financial institutions management via foreign direct investment mergers and acquisitions. *Journal of International money and Finance*, 23(3), 333-366.

- Berger, A. N., DeYoung, R., Genay, H., & Udell, G. F. (2000). Globalization of financial institutions: Evidence from cross-border banking performance. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2000(1), 23-120.
- Berger, A. N., Saunders, A., Scalise, J. M., & Udell, G. F. (1998). The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending. *Journal of financial Economics*, 50(2), 187-229.
- Bermejo Carbonell, J., & Werner, R. A. (2018). Does foreign direct investment generate economic growth? A new empirical approach applied to Spain. *Economic geography*, 94(4), 425-456.
- Bernad, C., Fuentelsaz, L., & Gómez, J. (2010). The effect of mergers and acquisitions on productivity: An empirical application to Spanish banking. *Omega*, 38(5), 283-293.
- Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?. *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531-558.
- Botiș, S. (2013). Mergers and acquisitions in the international banking sector. *Bulletin of the Transilvania University of Brașov: Brașov, Romania*, 6.
- Braggion, F., Narly, D., & Lyndon, M. (2010). Mergers and acquisitions in British banking: Forty years of evidence from 1885 until 1925. *Tilburg University, Tilburg*.
- Bruner, R. F., & Perella, J. R. (2004). *Applied mergers and acquisitions (Vol. 173)*. John Wiley & Sons.
- Brunner, A., Decressin, J., Hardy, D., & Kudela, B. (2004). Germany's three-pillar banking system. *International Monetary Fund, Washington DC*.
- Buono, A. F., & Bowditch, J. L. (2003). *The human side of mergers and acquisitions: Managing collisions between people, cultures, and organizations*. Beard Books.
- Carbonara, G., & Caiazza, R. (2009). Mergers and acquisitions: Causes and effects. *The Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 14(2), 188-194.
- Carletti, E., Hakenes, H., & Schnabel, I. (2005). The privatization of Italian savings banks—a role model for Germany?. *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, 74(4), 32-50.

Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1), S1-S5.

Chadamiya, B. P., & Menapara, M. R. (2012). Financial performance of Indian banking sectors during pre and post mergers and acquisitions. *Journal of Applied Management and Investments*, 1(2), 146-150.

Chan, S.H.; Kensinger, J.W.; Keown, A.J. y Martin, J.D., 1999, "When do Strategic Alliances create Shareholder value", *Journal of Applied Corporate Finance*, Bank of America, 11(4), pp. 82-89.

Chen, Y.H., Kao, M.C., Lin, C.Y. (2011). Do efficiency improvements from mergers and acquisitions occur in Taiwanese banking industry? An application of data envelopment analysis. *International Research Journal of Finance & Economics*, no 73, p. 16-1.

Chen, Z., & Tan, J. (2011). Does bancassurance add value for banks?—Evidence from mergers and acquisitions between European banks and insurance companies. *Research in International Business and Finance*, 25(1), 104-112.

Chouliaras, V., & Athianos, S. (2013). Mergers and acquisitions in the Greek banking sector addressing the profitability question. *Journal of Social Sciences*, 9(1), 35-41.

Čirjevskis, A. (2019). The role of dynamic capabilities as drivers of business model innovation in mergers and acquisitions of technology-advanced firms. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 5(1), 12.

Cooper, HM (1998). *Synthesizing Research A Guide for Literature Reviews* (3 ed.). Mil Oaks, EE. UU.: salvia.

Crespí, R., García-Cestona, M. A., & Salas, V. (2004). Governance mechanisms in Spanish banks. Does ownership matter?. *Journal of Banking & Finance*, 28(10), 2311-2330.

Cuesta, R. A., & Orea, L. (2002). Mergers and technical efficiency in Spanish savings banks: A stochastic distance function approach. *Journal of Banking & Finance*, 26(12), 2231-2247.

Cummins, J. D., & Weiss, M. A. (2004). Consolidation in the European insurance industry: do mergers and acquisitions create value for shareholders?. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 2004(1), 217-258.

Cybo-Ottone, Alberto and Maurizio Murgia, *Mergers and Acquisitions in the European Banking Market*, Working Paper, University of Pavia, Italy, 1996

Cybo-Ottone, A., & Murgia, M. (2000). Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking & Finance*, 24(6), 831-859.

Da Silva, J. A. S. V., & Diz, M. C. R. (2005). *Mergers And Acquisitions In The Portuguese Banking Industry: Is It There A Process Of Value Creation?* (No. 0503002). University Library of Munich, Germany.

Degbey, W. Y., Rodgers, P., Kromah, M. D., & Weber, Y. (2021). The impact of psychological ownership on employee retention in mergers and acquisitions. *Human Resource Management Review*, 31(3), 100745.

DeLong, G., & DeYoung, R. (2007). Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *The journal of Finance*, 62(1), 181-216.

DeYoung, R., Evanoff, D. D., & Molyneux, P. (2009). Mergers and acquisitions of financial institutions: A review of the post-2000 literature. *Journal of Financial services research*, 36, 87-110.

Dezi, L., Battisti, E., Ferraris, A., & Papa, A. (2018). The link between mergers and acquisitions and innovation: A systematic literature review. *Management Research Review*.

Duggal, N. (2015). *Mergers and Acquisitions in India: A case study on Indian Banking Sector*. Ird India, 2.

Ekkayokkaya, M., Holmes, P., & Paudyal, K. (2009). The Euro and the changing face of European banking: evidence from mergers and acquisitions. *European Financial Management*, 15(2), 451-476.

Escobar Pérez, B., & del Mar Miras Rodríguez, M. (2013). Spanish savings banks' social commitment: just pretty words?. *Social Responsibility Journal*, 9(3), 427-440.

- Evenett, S. (2004). The cross-border mergers and acquisitions wave of the late 1990s. In *Challenges to globalization: Analyzing the economics* (pp. 411-470). University of Chicago Press.
- Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.
- Fapohunda, T. M. (2012). The human resource management challenges of post consolidation mergers and acquisitions in Nigeria's banking industry. *International Business Management*, 6(1), 68-74.
- Farah, M. F. (2017). Consumers' switching motivations and intention in the case of bank mergers: a cross-cultural study. *International Journal of Bank Marketing*.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2010). Family firm mergers and acquisitions in different legal environments. *Family Business Review*, 23(1), 60-75.
- Feldman, E. R., & Hernandez, E. (2022). Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Life Cycles, and Value. *Academy of Management Review*, 47(4), 549-578.
- Fernández, P., & Bonet, A. (1989). Fusiones, adquisiciones y control de las empresas. *Revista del Consejo Superior de Investigaciones Científicas*, 523-524.
- Figueiras, I., Gardó, S., Grodzicki, M., Klaus, B., & Lebastard, L. (2021). Bank mergers and acquisitions in the euro area: drivers and implications for bank performance. *Financial Stability Review*, 2.
- Filimonović, D., & Radovanović, B. (2011). Mergers and acquisitions in banking sector: the case of Western Balkan countries.
- Focarelli, D., & Pozzolo, A. F. (2001). The patterns of cross-border bank mergers and shareholdings in OECD countries. *Journal of banking & Finance*, 25(12), 2305-2337.
- Fuentes, I., & Sastre, T. (1998). Implications of restructuring in the banking industry: the case of Spain. In *BIS Conference Papers* (Vol. 7, pp. 98-120).
- Georgiev, G. K., & Burghof, H. P. (2007). The impact of bank mergers on efficiency: Empirical evidence from the german banking industry. Working Paper.

- Ghosh, S., & Dutta, S. (2015). Mergers and acquisitions in Indian banking sector: Pre-post analysis of performance parameters. *International Organization of Scientific Research in Journal of Business and Management*, 17(3), 1-9
- Gischer, H., & Stiele, M. (2004, September). Testing for banking competition in Germany: Evidence from savings banks. In *Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference (Vol. 35)*.
- Goddard, J., Molyneux, P., & Zhou, T. (2012). Bank mergers and acquisitions in emerging markets: evidence from Asia and Latin America. *The European Journal of Finance*, 18(5), 419-438.
- Grifell-Tatje, E., & Lovell, C. K. (1996). Deregulation and productivity decline: The case of Spanish savings banks. *European Economic Review*, 40(6), 1281-1303.
- Gulati, R.; Lavie, D.; Sing, H., 2009. "The nature of partnering experience and the gains from alliances". *Strategic Management Journal*, 30: 1213–1233.
- Gupta, K. (2015). Mergers and acquisitions in the Indian banking sector: A study of selected banks. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, 4(3), 94-107.
- Guzman, I., & Reverte, C. (2008). Productivity and efficiency change and shareholder value: evidence from the Spanish banking sector. *Applied Economics*, 40(15), 2037-2044.
- Hackethal, A. (2003). German banks and banking structure (No. 106). Working Paper Series: Finance & Accounting.
- Hackethal, A., & Schmidt, R. H. (2005). Structural change in the German banking system? (No. 147). Working Paper Series: Finance & Accounting.
- Hagedoorn, J., & Duysters, G. (2002). External sources of innovative capabilities: the preferences for strategic alliances or mergers and acquisitions. *Journal of management studies*, 39(2), 167-188.
- Hahn, F. R. (2004). Mergers and Acquisitions in the Austrian Banking Sector. A Performance Analysis (No. 230). WIFO Working Papers.
- Hahn, F. R. (2007). Domestic mergers in the Austrian banking sector: a performance analysis. *Applied Financial Economics*, 17(3), 185-196.

- Hang, H. T. T., Vy, P. D., & Bandaralage, J. (2016). Mergers, acquisitions and market concentration in the banking sector: The case of Vietnam. *Asian Journal of Economics and Empirical Research*, 3(1), 49-58.
- Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *Journal of business*, 75-95.
- Hauer, D. (2005). Explaining efficiency differences among large German and Austrian banks. *Applied economics*, 37(9), 969-980.
- Hoberg, G., & Phillips, G. (2010). Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3773-3811.
- Huizinga, H. P., Nelissen, J., & Vander Venet, R. (2001). Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisitions (No. TI 01-088/3).
- Irfan Shakoor, M., Nawaz, M., Zulqarnain Asab, M., & Khan, W. A. (2014). Do mergers and acquisitions vacillate the banks performance?(Evidence from Pakistan banking sector). *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(6), 123-137.
- Kakani, R. K., & Mehta, J. (2006). Motives for Mergers and Acquisitions in the Indian Banking Sector-A Note on Opportunities & Imperatives.
- Kanu, I., & Anyanwu, F. (2015). Mergers, acquisitions and banking sector performance in Nigeria: A post consolidation review. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 6 (22), 82, 93.
- Koetter, M., & Vins, O. (2008). The quiet life hypothesis in banking: Evidence from German savings banks (No. 190). Working paper series: finance & accounting.
- Küçükkocaoğlu, G., & Bozkurt, M. A. (2018). Identifying the effects of mergers and acquisitions on Turkish banks performances. *Asian Journal of Economic Modelling*, 6(3), 235-244.
- Kumari, P. (2014). Mergers and acquisitions in Indian banking sector-a strategic approach. *Global Journal of Finance and Management*, 6(3), 217-222.
- Lambkin, M., & Muzellec, L. (2008). Rebranding in the banking industry following mergers and acquisitions. *International Journal of Bank Marketing*.

- Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization science*, 10(1), 1-26.
- Lasa, F., & Córdor López, V. (2021). Combinaciones de negocios bancarios: Caixabank y Bankia
- Lee, D. y Madhavan, R. (2010). Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis. *Diario de Gestión*, 36(6), 1345–1371.
- Lee, K. H. (2018). Cross-border mergers and acquisitions amid political uncertainty: A bargaining perspective. *Strategic Management Journal*, 39(11), 2992-3005.
- Lee, K. H., Mauer, D. C., & Xu, E. Q. (2018). Human capital relatedness and mergers and acquisitions. *Journal of financial Economics*, 129(1), 111-135.
- Liargovas, P., & Repousis, S. (2011). The impact of mergers and acquisitions on the performance of the Greek banking sector: An event study approach. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), 89-100.
- Lin, B. W., Hung, S. C., & Li, P. C. (2006). Mergers and acquisitions as a human resource strategy: Evidence from US banking firms. *International Journal of Manpower*, 27(2), 126-142.
- Linder, Jane C. and Dwight B. Crane, *Bank Mergers: Integration and Profitability*, *Journal of Financial Services Research* , vol. 7, p.35-55, 1992.
- Long, P. H. (2015). Merger and acquisitions in the Czech banking sector-impact of bank mergers on the efficiency of banks. *Journal of Advanced Management Science* Vol, 3(2).
- Maharshi, A. V. (2019). Mergers and acquisitions in banking sector of India. *International Journal of Research in Social Sciences*, 9(6), 722-728.
- Martín, E., Bachiller, A., & Bachiller, P. (2018). The restructuring of the Spanish banking system: Analysis of the efficiency of financial entities. *Management Decision*, 56(2), 474-487.
- Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2007). The long-term operating performance in European mergers and acquisitions. In *International mergers and acquisitions activity since 1990* (pp. 79-116). Academic Press.

Mat-Nor, F., Said, R. M., & Hisham, M. (2006). Financial performance and efficiency changes of Malaysian banking institutions in mergers and acquisitions.

Molyneux, P., Schaeck, K., & Zhou, T. M. (2014). 'Too systemically important to fail' in banking—Evidence from bank mergers and acquisitions. *Journal of International Money and Finance*, 49, 258-282.

Mulyaningsih, T., & Daly, A. (2011). Competitive conditions in banking industry: An empirical analysis of the consolidation, competition and concentration in the Indonesia banking industry between 2001 and 2009. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 14(2), 141-175.

Mumcu, A., & Zenginobuz, E. Ü. (2005). An analysis of mergers and acquisitions in the Turkish banking sector. In *Money and Finance in the Middle East: Missed Opportunities or Future Prospects?* (Vol. 6, pp. 133-162). Emerald Group Publishing Limited.

Nahavandi, A., & Malekzadeh, A. R. (1988). Acculturation in mergers and acquisitions. *Academy of management review*, 13(1), 79-90.

Nesti, R. (2019). Consolidation in the banking sector: evidence of efficiency gains from mergers and acquisitions.

Nguyen, P. A., & Nguyen, T. T. T. (2022). The effect of mergers and acquisitions on the efficiency of Vietnam banking system during the restructuring period. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2127221.

Okoye, L. U., Modebe, N. J., Achugamonu, B. U., & Isibor, A. A. (2016). Effect of mergers and acquisitions on banking sector performance in Nigeria. *NG-Journal of Social Development*, 5(5).

Ones, DS, Viswesvaran, C. y Schmidt, FL (2017). Realizing the full potential of psychometric meta-analysis for a cumulative science and practice of human resource management. *Revisión de la gestión de recursos humanos*, 27(1), 201–215.

Pahuja, A., & Aggarwal, S. (2016). Impact of mergers and acquisitions on financial performance: Evidence from Indian banking industry. *International Journal of Applied Finance and Accounting (IJAF)*, 1(2), 1-18.

Patel, R., & Shah, D. (2016). Mergers and acquisitions-The game of profit and loss: A study of Indian banking sector. *Researchers World*, 7(3), 92.

- Pautler, P. A. (2003). Evidence on mergers and acquisitions. *Antitrust Bull.*, 48, 119.
- Piloff, S. J., & Santomero, A. M. (1998). The value effects of bank mergers and acquisitions (pp. 59-78). Springer US.
- Popovici, A. N. (2013). Mergers, Acquisitions and banking consolidation in Central and Eastern Europe. *CES Working Papers*, 5(4), 567-576.
- Promptak, D. (2010). The impacts of bank mergers and acquisitions (M&As) on bank behaviour (Doctoral dissertation, University of Birmingham).
- Rahman, Z., Ali, A., & Jebran, K. (2018). The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan. *The Journal of Finance and Data Science*, 4(1), 44-54.
- Rao-Nicholson, R., & Salaber, J. (2016). Impact of the financial crisis on cross-border mergers and acquisitions and concentration in the global banking industry. *Thunderbird international business review*, 58(2), 161-173.
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699.
- Rompotis, G. G. (2015). Mergers and acquisitions: types, principles, historical information and empirical evidence from the Greek banking sector. *Aestimatio: The IEB International Journal of Finance*, (10), 32-65.
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.
- Ruiz-Hernández, D., Delgado-Gómez, D., & López-Pascual, J. (2015). Restructuring bank networks after mergers and acquisitions: A capacitated delocation model for closing and resizing branches. *Computers & Operations Research*, 62, 316-324.
- Said, H. B., & Bouri, A. (2015). French Bank Mergers and Acquisitions and Value Creation: The Role of Strategic Similarities. *Business and Management*, 7(4).
- Said, R. M., Nor, F. M., Low, S. W., & Rahman, A. A. (2008). The efficiency effects of mergers and acquisitions in Malaysian banking institutions. *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(1), 47-66.

- Sanchez-Peinado, E. (2003). Internationalisation process of Spanish banks: strategic orientation after the mergers. *European Business Review*.
- Sarmiento, M., Mutis, H., Cepeda, A., & Pérez, J. F. (2018). Impact of mergers and acquisitions on the efficiency of banking in Colombia. *Revista de Economía Institucional*, 20(38), 157-183.
- Schwert, G. W. (1996). Markup pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial economics*, 41(2), 153-192.
- Seikel, D. (2017). Savings banks and Landesbanken in the German political economy: The long struggle between private and public banks. In *Public Banks in the Age of Financialization* (pp. 155-175). Edward Elgar Publishing.
- Serdar Dinc, I., & Erel, I. (2013). Economic nationalism in mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 68(6), 2471-2514.
- Sha, Y., Kang, C., & Wang, Z. (2020). Economic policy uncertainty and mergers and acquisitions: Evidence from China. *Economic Modelling*, 89, 590-600.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of international management*, 10(3), 307-353.
- Slepov, V. A., Kosov, M. E., Burlachkov, V. K., Grishina, O. A., & Sakharov, D. M. (2019). Shadow banking: Reasons of emergence and directions of development. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 10(2), 1747-1754.
- Smirnova, Y. (2014). Motives for mergers and acquisitions in the banking sector of Kazakhstan. *Economics questions, issues and problems*, 79-98.
- Soussa, F. (2004). A note on banking FDI in emerging markets: literature review and evidence from M&A data. International Finance Division, Bank of England, March.
- Stahl, G. K., & Voigt, A. (2008). Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? A tentative model and examination. *Organization science*, 19(1), 160-176.
- Steel, P., Beugelsdijk, S. y Aguinis, H. (2021). The anatomy of an award-winning meta-analysis: Recommendations for authors, reviewers, and readers of meta-analytic reviews. *Revista de Estudios Comerciales Internacionales*, 52(1), 23-44.

Sufian, F. (2007). Mergers and acquisitions in the Malaysian banking industry: technical and scale efficiency effects. *International Journal of Financial Services Management*, 2(4), 304-326.

Sufian, F., & Majid, M. Z. A. (2007). The performance of mergers and acquisitions in the Singapore banking sector: An application of two-stage banking models. *Labuan Bulletin of International Business and Finance (LBIBF)*, 5, 67-96.

Sufian, F., Muhamad, J., Bany-Ariffin, A. N., Yahya, M. H., & Kamarudin, F. (2012). Assessing the effect of mergers and acquisitions on revenue efficiency: Evidence from Malaysian banking sector. *Vision*, 16(1), 1-11.

Tampakoudis, I., Noulas, A., Kiosses, N., & Drogalas, G. (2021). The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the COVID-19 pandemic?. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(6), 1117-1141.

Templeton, W., & Clark, R. (2001). European banking after the euro: Progress and problems. *Managerial Finance*, 27(9), 21-31.

Travlos, N.G., 1987. Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *J. Financ.* 42 (4), 943–963.

Turkmen, S. Y., & Yigit, I. (2012). Diversification in banking and its effect on banks' performance: Evidence from Turkey. *American international journal of contemporary research*, 2(12), 111-119.

Ullah, N., & Abu Seman, J. (2018). Merger and Acquisition in Banking Sector: A Review of the Literature.

Ullah, N., Nor, F. M., & Seman, J. A. (2021). Impact of Mergers and Acquisitions on Operational Performance of Islamic Banking Sector. *Journal of South Asian Studies*.

Vander Venet, R. (1996). The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions. *Journal of Banking & Finance*, 20(9), 1531-1558.

Villalonga, B., & McGahan, A. M. (2005). The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. *Strategic management journal*, 26(13), 1183-1208.

Walter, I. (2004). Mergers and acquisitions in banking and finance: what works, what fails, and why. Oxford University Press.

Wanke, P., Barros, C. P., Azad, M. A. K., & Constantino, D. (2016). The development of the Mozambican banking sector and strategic fit of mergers and acquisitions: A two-stage DEA approach. *African Development Review*, 28(4), 444-461.

Zarei, M., Alambeigi, A., Karimi, P., & Zarei, B. (2015). What drives mergers and acquisitions waves in developing countries? Evidences from Iranian banking industry. *Iranian Economic Review*, 19(2), 123-137.

Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y., & Wang, X. (2018). The impact of firms' mergers and acquisitions on their performance in emerging economies. *Technological Forecasting and Social Change*, 135, 208-216.