Universidad Rey Juan Carlos | Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

CURSO ACADÉMICO 2025-2026

CONVOCATORIA SEPTIEMBRE

ANÁLISIS DE LA CREACIÓN DE VALOR M&A: CAIXABANK

AUTOR: Daniel Frías Luna

DNI: 51802600E

En Móstoles, a 30 de agosto de 2026

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, me gustaría agradecer a mis padres, por siempre orientarme hacia el camino correcto, por haberme dado el apoyo y la tranquilidad necesaria para realizar lo que me he propuesto y, por haber sido el ejemplo de todo lo que unos padres deberían de ser.

A Javi, por siempre haber hecho de hermano mayor, aun siendo pequeño. Por ser el referente del que siempre aprendo.

A mis amigos, por hacer más llevadero el día a día y acompañarme en todo mi camino educativo.

Y, por último, a Naiara, por motivarme a sacar mi mejor versión, por hacer que a tu lado todo sea más sencillo.

Gracias a todos.

TABLA DE CONTENIDO

Análisis de la creación de valor M&A: CaixaBank

1. INTRODUCCIÓN 4

1.1 Contextualización: La reestructuración del sector bancario español 4

1.2 Planteamiento del problema: La paradoja de la creación del valor. 5

1.3 Justificación y relevancia del caso 6

1.4 Objetivos de la investigación 6

1.5 Metodología y estructura del trabajo 7

2 MARCO TEÓRICO: FUNDAMENTOS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN M&A 7

2.1 Teorías explicativas de las operaciones corporativas 8

2.1.1. La Teoría de la Eficiencia Neoclásica: Sinergias y Racionalidad 8

2.1.2. La Teoría del Poder de Mercado: La Rentabilidad del Oligopolio 8

2.1.3. La Teoría de la Agencia y los Costes de Fricción 8

2.1.4. La Hipótesis de la Hubris: El Exceso de Confianza 9

2.1.5. Las Oleadas de Fusiones: El Factor Cíclico 9

2.2 El concepto de valor y la tipología de sinergias 10

2.2.1. Sinergias Operativas: "Duras" vs. "Blandas" 10

2.2.2. Sinergias Financieras: El Coste del Capital 10

2.2.3. Sinergias Fiscales 11

2.3 La Cadena de Valor de Porter aplicada a la integración bancaria 12

2.4. Medición de la creación de valor: Del beneficio contable al beneficio económico 13

2.4.1. El Valor Económico Agregado (EVA): 13

2.4.2. El Coste Medio Ponderado del Capital (WACC) 14

2.4.3. El ROE, su descomposición DuPont y la distinción con el ROIC 14

2.5 Los riesgos en el proceso: La importancia de la Due Diligence 14

3 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN 15

3.1 Enfoque y diseño de la investigación 16

3.2 Formulación de hipótesis 16

3.3 Delimitación temporal y población 17

3.4 Procedimiento de recolección y depuración de datos 18

3.5 Definición operativa de las variables e indicadores 18

3.5.1. Variables de rentabilidad 18

3.5.2. Variables de coste de capital 19

3.5.3. Variables de eficiencia 19

3.6 Técnicas de análisis de datos 19

3.7 Limitaciones metodológicas 20

4 ANÁLISIS EMPÍRICO: EL CASO CAIXABANK - BANKIA 20

4.1 Análisis estratégico pre-fusión 21

4.1.1. Posicionamiento Competitivo: La Matriz BCG 21

4.1.2. Motivación estratégica declarada: ¿Defensa o Ataque? 22

4.2 Análisis del proceso de integración 22

4.2.1. Reestructuración operativa: EREs, sedes y tecnología 22
4.2.2. Reestructuración de la cartera: Desinversiones y "Non-Core" 23

4.3 Análisis financiero comparativo **24**
4.3.1. Comparativa "Pro-Forma" y capitalización del badwill 24
4.3.2. Análisis DuPont: Desglose de la rentabilidad 25
4.3.3. Creación de Valor Económico: Spread y aproximación al EVA 25
4.3.4. Creación de Valor para el Accionista (TSR) 26

4.4 Discusión crítica: Desafíos y riesgos del gigante sistémico **26**
4.4.1. El riesgo de concentración geográfica y de producto 26
4.4.2. Impacto de la presión regulatoria y fiscal 27
4.4.3. El desafío de la gobernanza post-fusión 27

5 DISCUSIÓN DE RESULTADOS ***27***

5.1 Contraste teoría vs. práctica: La realidad de la ejecución **28**
5.1.1. La Teoría de la Agencia: ¿Alineación de intereses o Atrincheramiento? 28
5.1.2. El análisis del "Synergy Gap": La asimetría entre costes e ingresos 28
5.1.3. El dilema del "Timing": Cortoplacismo vs. Sostenibilidad 29

5.2 El impacto de los intangibles: El coste oculto de la integración **30**
5.2.1. Choque cultural y "Síndrome del Vencido" 30
5.2.2. La fuga de talento y capital intelectual 31

5.3 Síntesis de la discusión: La Curva J del valor **31**

6 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES ***33***

6.1 Conclusiones técnicas: El veredicto financiero **33**

6.2 Limitaciones académicas del estudio **34**

6.3 Recomendaciones para la gestión **35**

6.4 Futuras líneas de investigación **36**

6.5 Epílogo: El nuevo paradigma bancario **36**

7 JUSTIFICACIÓN DE CÁLCULOS ***37***

8 BIBLIOGRAFÍA ***44***

1. INTRODUCCIÓN

En apenas 15 años, todo el mapa bancario se ha redibujado, debido a una transformación sectorial profunda. Cuando se analizan las fusiones y adquisiciones de empresas, siempre, bajo el papel, se prometen promesas de sinergias en situaciones idílicas. Sin embargo, la evidencia académica deja dudas al respecto debido a grandes fracasos y éxitos del pasado. Este trabajo, nace de mi interés por saber cuáles son las verdaderas ambiciones y consecuencias tras esos anuncios, enfocándolo en la mayor operación corporativa de la década en el mercado español: la absorción de Bankia por parte de CaixaBank.

Mi objetivo con este proyecto es realizar una auditoria para poder encontrar una respuesta. Todo este trabajo gira en torno a una pregunta central ¿La fusión ha creado valor real para el accionista? O sí por el contrario los récords de beneficios son exclusivamente debido al ciclo sectorial.

Para resolver esta cuestión he planteado un análisis empírico que abarca los años pre-fusión y post-fusión consiguiendo de esta manera analizar desde la estrategia hasta la integración y consolidación operativa definitiva. He recurrido a herramientas financieras para tratar de distinguir entre el crecimiento por tamaño y la verdadera creación de valor económico. He incluido un análisis de costes intangibles, ocultos, de la integración que condicionan indirectamente la confianza y la sostenibilidad a largo plazo.

A continuación, se desarrolla el marco teórico, junto a la metodología propuesta y el análisis empírico realizado. Tengo que destacar qué esta operación represento una obligación regulatoria que más adelante, se indagara más en este tema.

1.1 Contextualización: La reestructuración del sector bancario español

Cuando empecé a informarme para realizar el Trabajo de Fin de Grado, una de las cifras que más me llamó la atención fue la siguiente: en 2008 España tenía 62 bancos comerciales y 45 cajas de ahorro, hoy en día ya solo quedan 5 grandes bancos que abarcan el 70 % del mercado español (Funcas, 2025; Banco de España,2024). Prácticamente todo el mapa bancario se ha redibujado en apenas 15 años, debido a una transformación del sector financiero desde que se liberalizó en los años 80.

Este proceso no fue voluntario precisamente, fue provocado y obligado por la crisis financiera que dejó descubierta la fragilidad del sector bancario, que contaba con unas cajas de ahorro que en las cuales, en la mayoría de los casos no había controles de gobernanza de acuerdo con los exigidos, además del modelo de expansión inmobiliaria. Como señaló Carbó y Rodríguez (2016) la reestructuración bancaria ha sido un proceso de destrucción creativa, ya que la exigencia de disponer de una importante solvencia y eficiencia ha llevado a muchas entidades acabar siendo desaparecidas, absorbidas u otros finales terminales. La creación de Bankia en 2010 a partir de la fusión de siete cajas de ahorro, con su posterior rescate de 22.424 millones de euros de dinero público a través del FROB en 2012 y su absorción final en 2021 por CaixaBank (FROB,2024). Más adelante estudiaremos que ocurrió con ese dinero público del rescate y el resultado actual de esa absorción.

La política monetaria del BCE con el Euribor en negativo durante seis años seguidos, desde el 2016 hasta el 2022, el márgen de intermediación, el pilar de los ingresos de los bancos agotaba la liquidez de las cajas. Maudos (2016) lo explican con bastante claridad, las entidades no podían cubrir el coste del capital con su principal fuente de ingresos, lo que provocó que los inversores buscarán otras alternativas (Banco de España, 2022; Maudos, 2016).

Otro hecho que agravó y presionó a las entidades bancarias fue la tecnología, las fintechs y big techs entraron en el mercado de crédito al consumo, mientras que la banca contaba con estructuras de altos costes fijos debido a la gran cantidad de sucursales, personal y oficinas heredadas de la época anterior a la burbuja (Banco de España, 2023). Los inversores buscaban invertir en el momentum de la tecnología, y las entidades bancarias medianas luchaban por mantener márgenes y sobrevivir.

A eso se suma, que el marco regulatorio post-rescate fomentaba seguir en esta dirección. El Memorando de Entendimientos firmado por España en 2012 para acceder al rescate bancario, las exigencias de capital del Mecanismo Único de Supervisión, la creación de la SAREB para absorber activos no eficientes y el FROB apoyando la desinversión, creando un entorno económico en el sector donde la única vía de escape para muchas entidades fue la fusión, no era estrategia, era supervivencia y casi que obligación regulatoria.

La única manera de entender la fusión entre Bankia y CaixaBank es bajo este contexto. Se podría considerar la culminación de esta transformación del sector financiero español moderno, impulsado por la necesidad de ganar escala y cuota de mercado para poder diluir costes fijos y defender de esta manera la rentabilidad.

1.2 Planteamiento del problema: La paradoja de la creación del valor.

Todo lo anterior suena bastante razonable. Pero la literatura académica en Dirección de Empresas lleva tiempo avisando que las fusiones no siempre cumplen lo prometido. Existe evidencia empírica que apunta a lo que Bruner (2002) denominó la paradoja de las fusiones, una gran cantidad de estas operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas acaban destruyendo valor para los stakeholders de la empresa adquirente en el largo plazo. Un informe Global de M & A de KPMG (2021) eleva la tasa de fracaso a más de la mitad, llegando incluso hasta el 70% casi. DeYoung, Evanoff y Molyneux (2009) , es una revisión sobre estas operaciones, llegan a conclusiones mixtas, con mejoras de eficiencia frecuentes, pero que la creación de valor no está garantizada ni mucho menos.

El problema que aborda este Trabajo de Fin de Grado se encuentra ahí, entre la discrepancia del valor estratégico proyectado en los informes de adquisiciones y el valor operativo ejecutado tras la operación. En este caso la operación se vendió al mercado bajo las promesas de unas sinergias de costes de alrededor de 770 millones de euros, derivadas principalmente de costes duplicados, provenientes de oficinas y plantilla, a través de un ERE masivo (CaixaBank y Bankia, 2020).

Según la teoría de la Agencia de Jensen y Meckling (1976) nos avisa de que los intereses de los directivos por aumentar el tamaño de la empresa a pesar de que no maximice el valor para el accionista. Debido al aumento de prestigio para el directivo de gestionar una empresa más grande, mayores salarios y mayor poder, crea un ambiente de duda sobre los intereses reales de las cúpulas directivas en adquirir otras empresas.

Entonces, es cuando me surge una pregunta, una vez pasado el entusiasmo de los mercados y la prensa económica, ¿Ha sido realmente efectiva la integración de esta operación, se ha logrado mejorar la eficiencia estructural o simplemente se suman los resultados de ambos negocios?

Además, esta operación se realiza en unos tiempos interesantes, ya que post-covid, los tipos de interés están altos, por lo que el récord de beneficios históricos de CaixaBank en 2023 es gracias a la creación de valor de la operación, o debido a los beneficios del sector con el

aumento de los tipos de interés. Esto hace necesario un análisis para revisar la rentabilidad económica real y no en la apariencia contable.

1.3 Justificación y relevancia del caso

¿Por qué este caso y no otro? La respuesta tiene varias capas. La primera es de pura escala: estamos ante la mayor operación corporativa del mercado español en la última década. La entidad resultante gestiona más de 600.000 millones en activos en 2023, tiene una cuota de mercado del 25% en depósitos y créditos domésticos, y atiende a más de 20 millones de clientes (CaixaBank, 2024). En algunas comunidades autónomas como por ejemplo Baleares, Comunidad Valenciana o Cataluña la concentración es todavía mayor. Es difícil encontrar un caso con más datos públicos disponibles y más impacto real sobre la economía.

Pero lo que hace verdaderamente singular a esta fusión es que Bankia no era un banco privado cualquiera. El FROB controlaba el 61,8% de su capital (FROB, 2020). Se estaba vendiendo una entidad que había sido rescatada con 22.424 millones de dinero público, y esa presión por recuperar la inversión condiciona toda la negociación. Eso convierte al caso en algo más que una fusión, resulta ser la intersección entre estrategia empresarial, eficiencia financiera y política económica.

Desde el punto de vista académico, creo que el trabajo aporta algo que no abunda en la literatura sobre M & A bancario en España. La mayoría de los estudios se quedan en la evolución de la cotización a corto plazo. Este trabajo propone algo diferente: un análisis que cubre desde la situación pre-fusión hasta la consolidación operativa, usando herramientas como el análisis DuPont, la ratio de eficiencia y el spread de rentabilidad para auditar la calidad de la gestión, no solo el resultado final. Como indican Fernández, Aguirreamalloa y Raventós (2018), comprender la creación de valor es esencial para distinguir entre el crecimiento rentable y el simple engorde corporativo. Esa distinción es exactamente lo que intento hacer aquí.

Por último, es el punto dulce entre dos ambiciones personales, adentrándome en el mundo laboral y corporativo, personalmente mi objetivo es la banca y este trabajo converge con las M & A, departamento donde la mayoría de los estudiantes de finanzas aspiran a entrar debido a su prestigio. Considero este trabajo también como un test para verificar que es lo que realmente despierta un interés real dentro de mí.

1.4 Objetivos de la investigación

El principal objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es evaluar si la fusión de CaixaBank-Bankia ha creado valor real para el accionista o si los números de 2023 son, en parte, gracias al ciclo de tipos de interés.

Para resolver esta cuestión, he planteado una serie de objetivos.

El primero es cuantificar estas sinergias de costes. Para saber si el ratio de eficiencia post fusión, es mejor que la suma de ambas entidades por separado, y el benchmark de este ratio. Por lo tanto, la verificación de las hard synergies.

En segundo lugar, va un poco más allá de la eficiencia, buscando observar si se crea una rentabilidad superior al coste de capital. Si el ROE no supera el coste del equity da igual el dinero que genere el negocio, no se crea valor. Aquí mi intención es utilizar el spread ROE - C.E, a modo de versión simplificada del EVA.

El tercero se va a centrar en la solvencia. La fusión mueve muchas piezas del balance. Badwill, ajustes de carteras, de estructuras de capital. Verificare que no se ha ganado eficiencia a costa de sacrificar y hacer frágil su posición de capital. El análisis Dupont sirve para poder distinguir la naturaleza de la rentabilidad, si es vía apalancamiento o del margen operativo.

El cuarto, probablemente es el que considero más importante, comparar las promesas con la realidad, identificando las desviaciones y analizando la perspectiva del mercado, ¿ha ganado CaixaBank en creación de valor para el accionista respecto al índice sectorial? Además, veremos si existe un choque cultural, fuga de talento o algún factor de relevancia que no se puede estudiar en un estado financiero, pero que sí que condicionan la sostenibilidad de los resultados financieros a largo plazo.

1.5 Metodología y estructura del trabajo

La metodología del trabajo es la siguiente: partiendo de la información de las teorías sobre M & A y comprobar si se cumplen o no en un caso real, nada más y nada menos. El diseño de estudio es en un caso único con la suficiente magnitud y datos públicos para abarcar un análisis riguroso y de calidad.

La investigación combina un enfoque cualitativo para entender el contexto estratégico, las decisiones de integración tomadas y los factores del entorno y de la cultura nacional, con un enfoque cuantitativo, los datos financieros provienen de los informes de la CNMV y principalmente de los informes de estados financieros, auditorías y cuentas anuales consolidadas de la web de CaixaBank. Los datos de mercado como cotizaciones y bono español a 10 años proceden de Investing.com. El periodo de análisis dura 6 años, 2018-2023 estructurados en pre-fusión, transacción y post fusión.

Para mitigar la limitación de ser un único caso de estudio, puntualmente se comparará con la evolución del BBVA, Santander y Sabadell, y con los agregados publicados por el Banco de España. Se realizará así para poder tener una referencia y poder distinguir que es atribuible a la fusión y que corresponde a tendencias del sector.

Tras esta introducción, el Capítulo 2 presenta el marco teórico con las principales teorías sobre M & A y las herramientas de medición del valor económico. El Capítulo 3 detalla la metodología: hipótesis, fuentes, variables y técnicas de análisis. El Capítulo 4 es el núcleo empírico, con el análisis estratégico y financiero del caso. El Capítulo 5 recoge la discusión crítica de los resultados, incorporando los costes intangibles de la integración. Y el Capítulo 6 cierra con las conclusiones, las limitaciones, las recomendaciones y una reflexión final sobre lo que esta operación significa para el sistema financiero español.

2 MARCO TEÓRICO: FUNDAMENTOS DE LA CREACIÓN DE VALOR EN M&A

Antes de ver ningún cálculo, quiero entender algo más, que considero esencial y básico. ¿Por qué se fusionan los bancos? Parece obvio para ser más grandes y eficaces, pero, la literatura académica lleva media vida analizando si esa propuesta es la razón real o solo la excusa. En este capítulo vamos a observar 5 explicaciones que considero que encajan con esta razón, además me servirán de base para futuros estudios de interpretación en este trabajo.

2.1 Teorías explicativas de las operaciones corporativas

2.1.1. La Teoría de la Eficiencia Neoclásica: Sinergias y Racionalidad

Esta es la explicación más obvia y que más está presente en la cabeza de la población; porque juntos valen más que separados, Trautwein (1990) llama la Teoría de la Eficiencia, la justificación de todos los comunicados de fusiones y adquisiciones de empresas, y esta operación no fue una excepción. La idea a priori es simple, si el valor combinado de las dos empresas es superior al valor de cada empresa por separado, hay un beneficio neto que implica la aceptación del proyecto. Esa diferencia es lo que en la práctica de banca de inversión se denomina prima de sinergia, y es la base de la negociación del precio de adquisición. Si el adquirente termina pagando una prima superior al valor real de las sinergias ejecutadas, la operación ha destruido valor para los accionistas. Esta teoría simple servirá para conectar con la irracionalidad de la hipótesis de Hubris.

En el contexto bancario, esta teoría se muestra en dos pilares, el primero de ellos son las economías de escala, Weston, Chung y Siu (1998), expresan que en industrias con estructuras de altos costes fijos, como la banca, el tamaño es crucial ya que al fusionarse y convertirse en una empresa más grande, el volumen de activos aumenta , lo que lleva a poder diluir costes fijos mediante una base de clientes mayor, eliminar costes duplicados se convierte en la premisa general de la mayoría de las fusiones para poder justificar una futura mejora en el margen de explotación tras la fusión.

Continuando con esta teoría, tendríamos el segundo pilar que la sustenta. Seth (1990) expone las economías de alcance, prometiendo generar mayores ingresos vía ventas cruzadas, venta de una gama más amplia de productos a través del mismo canal de distribución. En nuestro caso de estudio, la red de Bankia podría vender seguros y fondos de inversión de CaixaBank, generando un valor que no se capturaba previamente por sí sola.

2.1.2. La Teoría del Poder de Mercado: La Rentabilidad del Oligopolio

Otra de las explicaciones, no observada en las memorias anuales ni en las propuestas. Stigler (1964) lo planteó sin rodeos: muchas fusiones no buscan ser más eficientes, buscan tener menos competencia.

Es lógico, absorbes a un rival y ganas capacidad para influir en el precio, en banca, poder cobrar más comisiones o pagar menos en los depósitos de los ciudadanos. Kim y Singal (1993) establecen una correlación positiva entre la concentración del mercado y la rentabilidad, no porque gestionen mejor si no por una presión competitiva poco intensa.

El Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) nos sirve para medir este hecho. lo utilizan la CNMV y la Comisión Europea para estudiar si una fusión puede crear riesgos de entorno anticompetitivos, se considera que el mercado está concentrado cuando el índice marca 2500 puntos. Tras la absorción de Bankia por CaixaBank, la concentración del mercado bancario español se desplazó al alza en el HHI. En nuestro estudio nos preguntaremos si la mejora de CaixaBank viene por una mejora operativa y de eficiencia o por este aumento de capacidad de fijación de precios tras haber eliminado un importante competidor.

2.1.3. La Teoría de la Agencia y los Costes de Fricción

De todas las teorías que he revisado para este trabajo, la de la Agencia es la que más me ha hecho dudar sobre la narrativa oficial de la fusión.

Jensen y Meckling (1976) desmontan la idea de que una fusión es para crear valor al accionista y resto de stakeholders. Como en las grandes empresas existe una separación entre propiedad y control, aparecen comportamientos oportunistas.

Uno de los conceptos que tomamos para nuestro análisis es la teoría del Flujo de Caja Libre que Jensen (1986) desarrolla más tarde. Su argumento pone en duda a los directivos de empresas generadoras de caja, como los bancos,que tienen incentivos para no devolver ese dinero a los accionistas vía dividendos, prefieren mantenerlo en el balance empresarial y gastarlo en adquisiciones, incluso si son poco rentables, porque dirigir una empresa más grande les reporta mayor prestigio social, poder e incluso incremento salarial .Si nuestro análisis financiero muestra que la fusión no generó valor económico real pero muestra que directiva sí que aumentó su remuneración, estaríamos hablando probablemente de un caso de libro de costes de agencia.¿ La operación sirvió a los gestores, no a los propietarios? Es una hipótesis que no puedo descartar por el momento.

En línea con este razonamiento, creo que vale la pena mencionar la Teoría del Mercado de Control Corporativo, formulada por Manne (1965), donde expresa que, en empresas cotizadas en bolsa, las fusiones son disciplinarias, y por lo tanto las malas gestiones se penalizan en un tramo a la baja en la cotización de la empresa y lo que les convierte en objetivos de adquisición de otros gestores más competentes. En el caso de Bankia, la gestión previa llevó al mayor rescate bancario español por parte de la administración pública. La absorción por parte de CaixaBank podríamos considerarla como la corrección al fracaso directivo en la gestión de Bankia, aunque es una realidad, que el estado, como accionista tuvo un papel importante en realizar una venta forzada en cierto modo de Bankia.

2.1.4. La Hipótesis de la Hubris: El Exceso de Confianza

La primera vez que leí el articulo Roll (1986), entendí que, en ocasiones los directivos no siempre son malos gestores, sino que simplemente tienen unas expectativas muy optimistas, lo que puede resultar un poco contradictorio.

Las empresas adquirentes, pagan primas por encima del valor real de mercado, tratando de llegar a cumplir sus objetivos. En este caso, los directivos debido a un exceso de confianza, pueden llevar a cabo una sobreestimación de sus capacidades para llegar a controlar la empresa que adquieren, creyendo que están obteniendo un valor no percibido por el mercado.

Sin embargo, puede darse el caso de que, a pesar de una estrategia y una integración eficaces, el desembolso final nunca llegue a justificarse en relación con la creación de valor.

En el contexto de nuestro caso, Bankia pedía a gritos una desinversión forzosa, mientras que CaixaBank buscaba convertirse en uno de los principales líderes del sector. No obstante, surge la siguiente cuestión: ¿se pagó un precio justo o la prima de canje asume sinergias demasiado optimistas? Estudiaremos esta cuestión en el capítulo 4 analizando el canje y el badwill resultante.

2.1.5. Las Oleadas de Fusiones: El Factor Cíclico

Por lo general, las fusiones y adquisiciones no dependen de la mera casualidad, si no que se concentran en oleadas, y la de CaixaBank-Bankia no fue una excepción, encaja con lo que muchos afirman la séptima ola bancaria española. Martynova y Renneboog (2008) documentan al menos seis grandes oleadas desde finales del siglo XIX, cada una con un perfil muy distinto. Harford (2005) pone la guinda en el pastel, afirmando que estas olas no se ocasionan debido a shocks, sino que también se debe a la liquidez circulante. Al ser barato el dinero (tipos de interés bajos) financiar este tipo de proyectos es mucho más accesible y rentable

En el caso de la adquisición de Bankia por parte de CaixaBank es muy importante el contexto, ya que los tipos de interés eran negativos, deprimiendo la mayor fuente de ingresos del sector. Además, con el Covid-19 supuso la consolidación del teletrabajar, y por consecuencia mayor digitalización. Paralelamente, como hemos mencionado, no era

casualidad, en Italia UBI Banca estaba siendo absorbida por Intesa Sanpaolo, durante la misma época. Este hecho refuerza la idea de la ciclicidad y que el entorno del sector, fuerza a las entidades a tomar medidas, y que, en la mayoría de los casos, se fuerzan a tomar las mismas medidas, a pesar de las características y situaciones internas de cada banco.

2.2 El concepto de valor y la tipología de sinergias

Partiendo de las bases de las teorías que explican el por qué, a mí lo que me interesa es el cómo y dónde está la raíz del valor en la fusión. El concepto central es la sinergia. Igor Ansoff (1965) lo introdujo con la idea del "2 + 2 = 5" debido a la capacidad de generar más valor combinadas que por la vía solitaria. No es tan simple como gritar al cielo ¡Vamos a crear sinergias! Hay que categorizarlas por origen y probabilidad de éxito, para ello podemos tomar de referencia la clasificación de Damodaran (2005), distinguiendo entre las operativas y las financieras.

Los datos de la puesta en práctica revelan, según BCG que las sinergias de costes se materializan en un 60–80 % de las veces, mientras que las sinergias de ingresos apenas alcanzan una tasa de éxito del 30% (BCG, 2019). Esto es una asimetría realmente importante de la que hablaremos en el capítulo 5, es el conocido Synergy gap, y por esa razón es conveniente analizar las sinergias por separado.

2.2.1. Sinergias Operativas: "Duras" vs. "Blandas"

Este concepto de sinergias duras y blandas proviene de un artículo de Morgan Stanley, y me parece incluso una descripción más honesta que sinergias operativas.

Las sinergias duras, las de costes derivan plenamente de la eficiencia, el término dura proviene de la justificación de que son sinergias cuantificables y por norma general una alta probabilidad de ejecución que depende casi plenamente de la dirección.

Tal y como explican Besanko, Dranove y Shanley (2009), surgen cuando el coste medio se diluye cuando aumenta el volumen. En banca retail, esto se traslada a eliminación de sucursales duplicadas en la misma zona, sin implicar una reducción de los ingresos. Además, hay que tener en cuenta el incremento de poder de negociación con los proveedores en contratos de tecnología o servicios.

Las sinergias de ingresos, las blandas son otra historia, mucho más complicadas de calcular y difíciles de aplicar en el modelaje financiero, se refieren a la capacidad de aumentar los ingresos a base de vender más productos o aumentos de precios, a diferencia de las duras, las blandas no dependen de la directiva, sino que corresponden a los clientes. La premisa clásica es la venta cruzada de productos, Bankia, tradicionalmente de hipotecas, empieza a cobrar seguros y fondos a sus clientes gracias a CaixaBank. Sin embargo, Sirower (1997), en su obra The Synergy Trap, advierte que estas sinergias rara vez se materializan al 100%. El cliente, tiene preferencias, inercia y capacidad de marcharse si no le gusta lo que le ofrecen.

2.2.2. Sinergias Financieras: El Coste del Capital

Las sinergias financieras son vitales para la justificación a las fusiones, no se trata solo de mejorar el resultado operativo, sino de reducir el coste a la que la entidad se está financiando.

El primer mecanismo es el efecto coaseguro. Lewellen (1971) demostró que cuando dos empresas con distinta beta y con flujos de caja no correlacionados, el riesgo de insolvencia de la entidad combinada disminuye. Al ser un banco de mayor cuota de mercado y estar más diversificado, los acreedores perciben un riesgo menor lo que permite a la entidad apalancarse a unos tipos inferiores. Esto supone directamente una reducción directa del coste medio de capital y por consecuencia aumenta el valor de la empresa, incluso si no mejora el flujo de caja.

La expresión "Too big to fail" no es un eslogan, es una realidad de mercado que afecta al precio de la deuda.

El segundo mecanismo es el acceso al mercado de capitales con mayor profundidad. CaixaBank tras la fusión, cuenta con más de 600.000 millones en activos, por lo que puede emitir bonos AT1, instrumentos CoCos y deuda senior en mercados internacionales que una entidad de menor tamaño no puede entrar. La flexibilidad en la banca es un mecanismo de resolución único, exigiendo a las entidades sistémicas mantener un colchón, menos presión recae sobre la rentabilidad ordinaria.

Por último, el tercer mecanismo es la diversificación y estabilidad de resultados. CaixaBank con mayor peso en seguros y banca privada, Bankia más orientada a hipotecas y banca minorista, esta combinación provoca una disminución en la Beta, la volatilidad de los resultados, y este factor es determinante de cara al BCE. A través del proceso SREP, se evalúan las estabilidades de los ingresos, menos volatilidad supone menos requerimientos de cara a futuras exigencias para captación de capital.

2.2.3. Sinergias Fiscales

Sobre las sinergias fiscales voy a ser breve, no porque no sean importantes sino porque en este caso concreto su peso relativo es inferior. Dicho esto, hay un matiz relevante en el marco fiscal español que afectó directamente a la valoración de Bankia. Si la entidad adquirida tiene BINS negativas acumuladas, la empresa adquirente puede hacer uso de ellas para futuros ejercicios fiscales. El activo fiscal diferido funciona como un "escudo fiscal" que genera caja real. Pero el aprovechamiento no es ilimitado, la Ley 27/2014 del Impuesto sobre Sociedades establece una limitación general del 70% de la base imponible para grandes empresas, lo que implica que el beneficio se despliega gradualmente a lo largo de varios ejercicios.

Lo verdaderamente relevante para nuestro caso es que el Real Decreto-Ley 14/2013 permitió la conversión de ciertos DTAs en créditos fiscales exigibles ante la Hacienda Pública. En la práctica, este hecho suponía que, en un hipotético caso de un ejercicio negativo, con pérdidas, esos activos fiscales preservaban su valor y que se podrían reclamar en el futuro. Este hecho, obviamente se tuvo en cuenta en la valoración de Bankia, ya que aportaba una cierta seguridad. La siguiente tabla es un resumen categorizado de las sinergias comentadas

Tabla 1. Clasificación de las sinergias en operaciones de fusiones y adquisiciones

Categoría	**Tipo**	**Definición**	**Probabilidad de éxito**	**Métrica principal**
Operativas	Hard (costes)	Eliminación de duplicidades, cierre de oficinas, EREs	Alta (60-80%)	Ratio de eficiencia
Operativas	Soft (ingresos)	Venta cruzada, captación de nuevos productos	Baja (25%-35%)	Ingresos por cliente
Financieras	Coste de capital	Efecto coaseguro, acceso a	Media-alta	WACC, spread de deuda

		mercados, diversificación		
Fiscales	Escudo fiscal	Aprovechamiento de BINs y DTAs monetizables	Alta (si hay BINs)	Ahorro fiscal anual

Fuente: Elaboración propia a partir de Damodaran (2005), y Lewellen (1971)

2.3 La Cadena de Valor de Porter aplicada a la integración bancaria

Desde la teoría todo parece bastante simple y obvio, para Porter(1985) también lo es. aunque con ligeros matices. Es importante destacar que el entorno en el que se formuló esta teoría era bajo un contexto de un sector manufacturero predominante, con unas salidas entradas y producción que resultaba intuitiva. Para aplicarlo al sector financiero debemos de adaptarlo, para ello, entran en juego Stabell y Fjeldstad (1998) al sugerir configuraciones de valor alternativas según el tipo de relación. A pesar de ello, este sector primario nos sirve de referencia para la metodología del análisis, aplicando cierta flexibilidad donde el producto que se vende es una intermediación de riesgo

Lo que se llama front office es lo visible, la red de sucursales, donde se concentran las hard synergies, CaixaBank cerró 1534 sucursales y migró los clientes a las supervivientes de cada respectiva zona, en busca de la saturación de la capacidad instalada en las sucursales supervivientes (CaixaBank, 2022).

Menos evidente pero igual de importante es lo que pasa con la marca y el sentido de pertenencia. Homburg y Bucerius (2006) documentan un riesgo que los modelos de Excel ignoran, cuando cambias la marca, cambias el contrato psicológico con el cliente. Los de Bankia no eligieron ser de CaixaBank, no lo percibieron como que seguían formando parte de la misma entidad, y algunos se fueron.

Un frente ignorado en los planes de integración, es la atención al cliente durante la transición, según las fuentes sindicales los meses posteriores al inicio de esta transición fueron complicados, cambios de condiciones, banca online diferente, gestores nuevos que no conocen tu situación real ni el trato que necesitas. El Net Promoter Score se resiente y la tasa de abandono sube. El mayor riesgo en esta situación era conseguir esa reducción de costes, pero tener el daño colateral de la pérdida de clientes rentables que prefieren irse a la competencia

Continuando con el back office, hay varios frentes abiertos, el tecnológico, lograr migrar 10.6 millones de clientes en tiempo record, sorprendentemente fue todo un éxito. Gaughan (2015) insiste en que la integración IT es donde más fusiones mueren en silencio, porque los problemas no se manifiestan de golpe sino en una degradación progresiva del servicio y en sobrecostes que se acumulan (CaixaBank, 2021).

Respecto a los recursos humanos, 6452 personas salieron vía ERE. Desde la perspectiva de la Teoría de Recursos y Capacidades, una mala gestión de este proceso puede destruir capital humano valioso. La pregunta sin respuesta es, ¿se fueron los que realmente sobraban o los que tenían mejores alternativas? (CaixaBank, 2021).

La gestión de riesgos es de las partes más complicadas de manejar, es sin duda la más técnica.Basilea III establece que la unificación de modelos IRB no es negociable, el BCE la exige a través del Mecanismo Único de Supervisión y pone plazos. Si la armonización no se ejecuta bien, la entidad puede acabar asumiendo riesgos de penalizaciones. En último lugar, la gobernanza sobre la nueva entidad, el nuevo consejo, las nuevas políticas de dividendos. Con

el FROB como parte del accionariado de Bankia, esta negociación no fue solo corporativa, fue política.Desde la perspectiva de la Teoría de la Agencia, la elección de la cúpula directiva percute directamente en la estrategia para los futuros próximos.

2.4. Medición de la creación de valor: Del beneficio contable al beneficio económico

Aquí viene una de las partes que probablemente más me han costado estructurar debido a la técnica de usp, ¿cómo saber si un banco que genera más de 4000 millones de euros está realmente creando valor o no? Hablando de contabilidad pura y dura, si, genera beneficio y por lo tanto crea valor. Rappaport (1986) señalaba que “profit is an opinion, cash is a fact”; advierte que la contabilidad es manipulable, y por lo tanto, puede resultar ser un espejismo. Me quedo con esa idea como punto de partida y, además, me recuerda a la frase "cash is king".

La diferencia entre beneficio contable y beneficio económico parece simple, pero resulta más difícil de averiguar en la práctica. El beneficio contable solo descuenta los costes explícitos, el económico descuenta además el coste de oportunidad del capital empleado, lo que los accionistas podrían haber llegado a ganar si se hubiera puesto el capital en otra inversión del mismo riesgo.

Debo de aclarar que no todas las herramientas que voy mencionando a lo largo del trabajo, las desarrollaré con el mismo nivel de detalle. Las que efectivamente aplicaré serán las que resulten más operativas y directas como puede ser el ROE, DuPont, ratios de eficiencia, el coste del capital o como podría ser el spread de rentabilidad. Conceptos más avanzados como podría ser el EVA o ROIC ajustado me servirán como marco interpretativo de cara a la toma de conclusiones, pero no serán con una exactitud de auditoría, aportaré datos que si se soportan entre ellos

2.4.1. El Valor Económico Agregado (EVA):

El concepto El EVA cogió su fama tras su uso en los 90 por parte de la consultora Stern Stewart & Co y es una de las principales medidas utilizadas para medir la creación de valor real. Stewart (1991) lo define como el excedente residual que queda tras deducir los costes de financiar los activos al beneficio operativo

La lógica del EVA es bastante simple, solo se crea valor si la rentabilidad es superior al coste de oportunidad del capital invertido. Para entenderlo mejor, voy a poner un ejemplo: Si un banco gana 1.000 millones de beneficio operativo después de impuestos, pero el capital que tiene empleado le "cuesta" 1.200 millones, está destruyendo 200 millones de valor, por mucho que los titulares celebren beneficios récord.

Por lo tanto, es un cálculo sencillo, al beneficio operativo neto se le resta el capital invertido x el coste medio ponderado del capital.

Un matiz relevante de mencionar es que, en el sector bancario, el beneficio operativo en una entidad financiera debe incorporar las provisiones por insolvencias como parte del coste ordinario del negocio. Este hecho es relevante de mencionar ya que, en los años posteriores a la fusión, las dotaciones pueden dispararse si aparecen activos deteriorados del banco absorbido. Si no tenemos en cuenta este hecho, los primeros ejercicios puede que no reflejen el resultado real y pueda ser el resultado negativo.

En el capítulo 4 realizaré un análisis con el spread del ROE y el coste del equity a modo versión simplificada de este concepto.

2.4.2. El Coste Medio Ponderado del Capital (WACC)

Para poder evaluar la creación de valor primero debemos y necesitamos saber cuál es el coste ponderado del capital invertido, el WACC es el intérprete de esta necesidad, la tasa mínima de retorno requerida para poder generar valor y satisfacer las expectativas de los accionistas. Se calcula ponderando el coste de la deuda, del equity y si lo requiriera, de las acciones preferentes, según el peso de cada una en la estructura de financiación.

El coste de la deuda no es difícil de encontrar, solamente hay que ver a qué tipos de interés se está apalancando la entidad, deducidos por el ahorro fiscal de los intereses. El coste del equity es algo más complicado, no es un pago explícito si no que es una exigencia impuesta por los accionistas. Generalmente la herramienta para establecerlo es el CAPM de Sharpe (1964) y Lintner (1965), la idea es la siguiente, el accionariado exige un mínimo de rentabilidad libre de riesgo + una prima de riesgo. Esa prima depende de la beta, que es lo que se mueve la acción respecto al mercado, específica y de la prima de riesgo general del mercado. En el Capítulo 3 detallo las fuentes y los valores concretos que he utilizado.

Bajo el contexto de una fusión, el WACC resulta interesante, la teoría dice que el coste de la deuda debería de bajar gracias al efecto coaseguro, pero el coste del equity puede aumentar si en el mercado se refleja una incertidumbre alrededor de la compañía, ya sea sobre la integración, por una beta mayor o por el motivo que sea. Por lo tanto, descifrar si se llegó a lograr una reducción del coste de financiación, se ha convertido en uno de los objetivos de este trabajo.

2.4.3. El ROE, su descomposición DuPont y la distinción con el ROIC

Gran parte de los analistas de Wall Street tienen como uno de los indicadores estrellas el ROE, en el fondo, tiene sentido ya que mide cuánto del beneficio se obtiene por cada euro empleado de los fondos propios. Pero Koller, Goedhart y Wessels (2010), en el manual de valoración de McKinsey, advierten de un peligro, la manipulación del ROE, se puede conseguir aumentando la deuda, ya que un mayor apalancamiento reduce el denominador e infla el ratio de esta manera.

Para evitar esta trampa es aconsejable aplicar la descomposición DuPont, que desglosa el ROE en tres palancas, por un lado el margen neto, el beneficio que se obtiene de cada euro de ingresos, por otro lado, la rotación de activos, para ver si se utilizan eficazmente los activos y por último el multiplicador del capital, es decir, la deuda que soporta la estructura. Este estudio permitiría descifrar si el ROE de CaixaBank mejoró tras la fusión, si es porque es más rentable o si es porque se utilizan mejor los activos o simplemente porque la estructura de capital ha sido modificada.

Otro ratio que es necesario tener en cuenta es el ROIC, mide la rentabilidad sobre el capital que se ha invertido, aquí la deuda no distorsiona el ratio. Dicen que es la prueba de algodón de las sinergias operativas. En la práctica utilizare el spread del ROE y el coste del equity como aproximación al ROIC, si es positivo y está estabilizado, significa que la entidad es capaz de generar más de lo que los accionistas la están exigiendo, por lo que sea estaría consiguiendo la creación de valor. La diferencia entre ambas magnitudes es el spread, es un indicador que condensa las dos métricas en un solo indicador.

2.5 Los riesgos en el proceso: La importancia de la Due Diligence

La validez de las métricas financieras analizadas, dependen de forma directa de la fiabilidad de los datos que se toman de base. Este proceso de análisis y verificación se le conoce como la Due Diligence.Tal y como expone Howson (2003) en Due Diligence: The Critical Stage

in Mergers and Acquisitions, el objetivo de este proceso no es confirmar lo que el vendedor presenta, sino descubrir lo que oculta o desconoce. En el sector bancario, suele ser más opaco, por lo que la diligencia gana aún más importancia

En lo primero que nos debemos de fijar es en la Due Diligence financiera, centrada en la calidad de los activos del balance. En el caso de Bankia, la cuestión central era la valoración de la cartera crediticia, especialmente con los préstamos vinculados al sector inmobiliario y los activos adjudicados que habían sido transferidos parcialmente a la SAREB.

Si la diligencia financiera subestima las pérdidas, supondría que el fondo de comercio que se ha establecido es ficticio y la entidad tendrá que realizar provisiones millonarias en ejercicios posteriores. El BCE realiza sus propios ejercicios de revisión de la calidad de los activos (Asset Quality Review) en el marco del Mecanismo Único de Supervisión, lo que añade una capa de verificación externa.

La segunda parte es la Due Diligence legal. En el caso de Bankia, las contingencias legales eran un factor de riesgo crucial. No hay que olvidar el macro juicio por su salida a bolsa en 2011, con miles de accionistas minoristas reclamando por la supuesta falsedad del folleto de emisión. Una sentencia multimillonaria posterior a la fusión que hizo que se convirtiera automáticamente en un pasivo de CaixaBank.

La tercera es la Due Diligence operativa y tecnológica, que evalúa el estado real de los sistemas informáticos y los contratos tecnológicos. Heredar una plataforma obsoleta puede generar costes de migración no previstos.

La cuarta engloba la Due Diligence fiscal y de recursos humanos. La primera verifica contingencias tributarias y la correcta contabilización de los DTAs. La segunda analiza compromisos laborales, los convenios colectivos, compromisos por pensiones, costes previsibles de los ERES. Como señalan Reed, Lajoux y Nesvold (2007), muchas fusiones que parecían atractivas sobre el papel han fracasado porque el comprador subestimó el coste real de reestructurar la plantilla.

Tras la Due Diligence se llega a una conclusión y se establece el Purchase Price Allocation, la asignación que se establece sobre lo que se debe de pagar por los distintos activos y pasivos identificados, y registrados a un valor razonable. La diferencia entre el precio pagado y el valor razonable se registra como fondo de comercio, en caso de ser positiva, en caso de ser negativa se registra como badwill. En la fusión CaixaBank-Bankia, el canje se realizó a un ratio que implicaba una valoración de Bankia por debajo de su valor contable,la clave estará en determinar si estos ajustes fueron realistas o excesivamente optimistas.

3 METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

Este capítulo detalla la metodología de investigación empleada para evaluar empíricamente la fusión. Las decisiones concretas que he ido tomando a lo largo del desarrollo de este trabajo, las fuentes que he usado, los problemas que me he encontrado y las herramientas que he aplicado para tratar de responder a la pregunta de si la fusión CaixaBank-Bankia ha creado finalmente valor o no.

Aquí dejamos de lado la teoría y nos centramos en cómo he planteado el estudio, en las decisiones que he ido tomando a lo largo de la realización de este proyecto, las fuentes que he utilizado y los problemas con los que me he ido topando a lo largo de este tiempo, además de las herramientas que he utilizado convenientes para poder dar una respuesta a la incógnita sobre si la absorción de Bankia y CaixaBank fue un éxito. Esto me lleva a recordar el ejemplo

establecido en el 2.4.1: Si un banco gana 1.000 millones de beneficio operativo después de impuestos, pero el capital que tiene empleado le "cuesta" 1.200 millones, está destruyendo 200 millones de valor, por mucho que los titulares celebren beneficios récord.

Por lo tanto, es un cálculo sencillo, al beneficio operativo neto se le resta el capital invertido x el coste medio ponderado del capital.

Un matiz relevante de mencionar, es que, en el sector bancario, el beneficio operativo en una entidad financiera debe incorporar las provisiones por insolvencias como parte del coste ordinario del negocio. Este hecho es relevante de mencionar ya que, en los años posteriores a la fusión, las dotaciones pueden dispararse si aparecen activos deteriorados del banco absorbido. Si no tenemos en cuenta este hecho, los primeros ejercicios puede que no reflejen el resultado real y pueda ser el resultado negativo.

En el capítulo 4 realizaré un análisis con el spread del ROE y el coste del equity a modo versión simplificada de este concepto.

3.1 Enfoque y diseño de la investigación

El objeto de estudio es de carácter estratégico, financiero y cultural, me hace llevar a tener un enfoque mixto, cuantitativo y cualitativo. Cualitativo para poder interpretar la estrategia llevada a cabo y la integración de ésta a través de las memorias anuales y de la prensa económica. La parte cuantitativa la considero que tiene mayor peso ya que el resultado del análisis cualitativo se puede ver reflejado en los números a través de los estados financieros consolidados de ambas entidades.

Siguiendo la clasificación de Hernández Sampieri, Fernández y Baptista (2014), la investigación es puramente empírica ya que al final estoy solamente observando y analizando lo que ocurrió, no estoy realizando ninguna predicción el precio futuro de cotización de CaixaBank. Además, es un estudio de caso único, Yin (2018) considera que el estudio de caso es la estrategia más adecuada para buscar respuestas para las preguntas que nos podemos hacer de “cómo" y "por qué sobre un contexto donde el analista no puede influenciar en cómo y cuándo ocurren los hechos.

No obstante, un caso único de estudio, tiene limitaciones, ya que no se puede generalizar, las conclusiones a las que lleguemos no aplican como resultado final a cualquier fusión bancaria que se formalice en el futuro. Para subsanar parcialmente este pequeño inconveniente, contrastarlo puntualmente con la competencia, benchmarking con BBVA, Santander y Sabadell, solamente tomar alguna referencia que considere relevante y que aporta perspectiva para el lector, para así poder llegar a una conclusión de si el valor generado es correspondiente a una tendencia sectorial, por ejemplo; con la subida de tipos de interés o si ha sido meramente por una mejora empresarial de CaixaBank.

3.2 Formulación de hipótesis

Tomando como base todo lo expuesto anteriormente y tomando los datos oficiales de las cuentas consolidadas de CaixaBank 2021 - 2023, planteo cuatro hipótesis que con el análisis empírico podemos llegar a ciertas conclusiones

La primera es la más obvia, que se ha mejorado la eficiencia operativa. No hay que fiarse únicamente en si el ratio ha disminuidos o aumentado, eso puede ser manipulado exclusivamente con el aumento de generación de caja gracias a la subida de tipos de interés, si

no que ha bajado más que la proforma y más que los competidores, si eso se cumple podemos llegar a la conclusión de que las sinergias de costes y de alcance han sido exitosas, esto conecta con la teoría de la eficiencia del bloque 2.1.1.

La segunda hipótesis, cuestiona que aun habiendo conseguido batir los récords de beneficios del ejercicio post absorción, los costes de reestructuración y la integración han realizado que el spread de rentabilidad haya corregido a la baja. Bruner (2002) y KPMG (2021) reafirman este pensamiento, lo comprobaremos estudiando el ROE, si consigue superar al coste del equity o no lo logra.

La tercera se centra en el tema financiero; que el efecto coaseguro de Lewellen (1971) se ha producido y CaixaBank se financia más barato que lo que pagaba Bankia sola. Lo verificaré comparando los spreads de deuda y observando si el DuPont confirma que la mejora no viene del apalancamiento.

La cuarta y última, pero no menos importante, que la rentabilidad creada para el accionista (TSR) haya batido a la del IBEX 35, si esto ocurre podemos afirmar que el mercado está premiando la operación y la gestión de los directivos, si esto no se consigue, podremos decir que no se ha conseguido un valor diferencial o que todavía no han conseguido reflejarlo.

3.3 Delimitación temporal y población

El periodo de análisis abarca seis años completos, de 2018 a 2023. Lo he dividido en tres bloques.

Los dos primeros años (2018-2019) me sirven de referencia. Necesito saber que tal funcionaban ambas entidades antes de la absorción, si se encontraban estancadas, estaban viviendo un tramo alcista o por contrario se encontraban en una tendencia bajista. Tomaré como referencia un proforma que suma ambos balances, sin tomar en cuenta las sinergias, para así poder tener una base de estudia donde ver cuáles son los resultados de la operación.

Siguiendo con 2020 y 2021, son los años difíciles de interpretar. El 2020 es el año del COVID, que distorsiona y dificulta cualquier lectura financiera. Y el 2021 es el año de la fusión legal, con todo el ruido que eso conlleva. Es obvio destacar el badwill de 4.300 millones de € que infla el beneficio operativo, los 1.884 millones de € y por consiguiente los ajustes del Purchase Price Allocation. Puntualmente vamos a excluir estos hechos de la ecuación para ver la realidad detrás del ruido.

Ya en 2022 y 2023 son donde se ve si la fusión ha funcionado. La integración tecnológica y los cierres ya se han ejecutado y formalizado, los ahorros del ERE, la estructura operativa definitiva. El problema de cara a mi análisis es que estos dos años coinciden con la mayor subida de tipos de la historia del BCE, que ha beneficiado a todos los bancos. Separar el efecto fusión del efecto tipos es el principal dolor de cabeza metodológico de este trabajo, y no tengo una solución perfecta. Lo que hago es comparar con el sector, que es lo mejor que puedo ofrecer, viendo si ha respondido mejor que la competencia, ya que podríamos considerar que por si sola CaixaBank habría tenido el mismo crecimiento que BBVA, o Santander, el cuál ha sido similar. Pero si observamos que ha sido superior a estos dos bancos, podemos confirmar que añadir la red de Bankia ha sido un factor clave para haber batido al sector durante esta etapa

3.4 Procedimiento de recolección y depuración de datos

Los datos financieros los he sacado principalmente de los datos de la CNMC y de la web de CaixaBank, además de SABI, la base de datos de Bureau van Dijk a la que tenemos acceso desde la biblioteca de la universidad, así puedo comparar las partidas de CaixaBank con las de Bankia sin preocuparme de que cada una presente los gastos de explotación de una manera diferente.

He cruzado todas las cifras clave; beneficio neto, margen de intereses, gastos de explotación, patrimonio neto, con los informes anuales que ambas entidades depositaron en la CNMV. En un par de ocasiones encontré discrepancias, sobre todo en cómo se clasificaban los costes extraordinarios del ERE, y en esos casos he dado prioridad a la CNMV, que al fin y al cabo es la fuente regulatoria.

Para los hechos correspondientes a los precios de cotización y cualquier tipo de dato de mercado he utilizado Investing, para ver el histórico de la acción, el bono a 10 años y el IBEX 35. Para la prima de riesgo he utilizado una encuesta que pertenece a Fernández, Aguirreamalloa y Corres (2023).

Para comparar el sector he usado los informes de Estabilidad Financiera del Banco de España y las estadísticas aportadas del BCE. Considero que de esta manera puedo hacer una separación entre efecto fusión y efecto mercado.

En fusiones aparecen beneficios artificiales que distorsionan la realidad, el tema más importante es el badwill, un ingreso sobrenatural que no refleja la capacidad real del negocio, al igual que lo ERES rebajan el beneficio total del primer ejercicio. Veremos en un excel una línea de beneficio recurrente donde se eliminan estos hechos de los que estoy hablando. Requiere un juicio de valor sobre lo que es extraordinario y sobre lo que no lo es.

3.5 Definición operativa de las variables e indicadores

Decidiendo que calcular y que no, pensé en realizar un EVA y un ROIC ajustado, pero buscando datos me encontré con elementos que me hacían dudar de que era lo que realmente quería reflejar en el proyecto. NOPAT, provisiones, ajustes, complicaban encontrar con claridad la metodología que quería emplear. Por lo tanto, tome el camino de centrarme en lo que los analistas del mercado de valores se fijan, herramientas básicas que funcionan para valorar una empresa, ROE, Dupont, ratio eficiencia, spread ROE - coste equity. EVA y ROIC me servirán como una especie de marco conceptual.

3.5.1. Variables de rentabilidad

La variable principal a tener en cuenta es el ROE, calculado como el cociente entre el beneficio neto atribuido y los fondos propios medios del ejercicio. Pero como he explicado en el marco teórico, el ROE puede estar distorsionado por el apalancamiento. Para evitar conclusiones tempranas o erróneas, aplicaré la descomposición DuPont, que desglosa la rentabilidad en tres palancas: margen neto, rotación de activos y multiplicador del capital.

Me aparece una pregunta, si el ROE mejora después de la absorción, ¿Es porque el negocio es más rentable porque los activos se usan de una manera más eficiente y productiva o es porque la estructura de capital ha cambiado y ese ha sido el resultado? ¿Podríamos hablar de mejora gracias a las sinergias de costes y de alcance prometidas en las memorias del proyecto?

Para ver la creación de valor económico, calcularé el spread de rentabilidad, que lo conseguiré mediante la diferencia entre ROE y el coste del equity, si es positivo, se crea valor. Si es negativo, aunque se generen beneficios contables, podremos decir que la absorción ha destruido valor para el accionista. Es una versión simplificada del EVA que me permite de manera sencilla ver la calidad de la gestión directiva.

3.5.2. Variables de coste de capital

Para estudiar el coste de capital usaré el WACC, ya que lo hemos utilizado recientemente en la asignatura de Valoración de Empresas. Esta herramienta pondera el coste de las deudas, del equity y de las acciones preferentes, según su peso en la estructura empresarial.

El coste de la deuda suele ser directo, se calcula a partir del tipo de interés que Caixa paga por su financiación, ajustado el efecto deducible fiscal. Se puede obtener con el bono a 10 años sacado de los datos de Investing.

El coste del equity lo estudiaré mediante el CAPM, se puede obtener la rentabilidad con el bono a 10 años sacado de los datos de Investing. Este dato se multiplicará por la prima de riesgo establecida por el mercado. Los valores exactos que he utilizado y que detallo en el Capítulo 4, son: tasa libre de riesgo del 3,15%, beta de 0,65 y prima de riesgo del 5,5%, basándome en Fernández (2023).

Esta es la parte de los cálculos que probablemente me ha dado más dolores de cabeza ya que el cambio de una décima en la beta supone medio a la baja o al alza del spread.

3.5.3. Variables de eficiencia

El ratio de la eficiencia o cost income es el resultado de dividir los gastos resultantes de explotación entre el margen bruto del ejercicio. Esto supone que cuanto menor sea el ratio , menos € de gasto se necesita emplear para generar € de margen. Este ratio debería disminuir tras la absorción ya que una de las premisas eran esas sinergias de costes, que harían este ratio disminuir entre 2021 y 2023, por lo tanto, hacer la empresa más rentable.

Sin embargo, es un ratio bastante manipulable, ya que este ratio puede mejorar por una reducción de costes, que esto sí que lo podríamos atribuir a las sinergias de costes. La otra opción sería un aumento de ingresos, que podría ser el caso debido a la ciclicidad del sector bancario, donde en 2022 y 2023 con la subida de los tipos se generarán más ingresos, por lo que también podría ser atribuible a este factor y no tanto a una buena integración. Estudiaremos lo que parece atribuible a CaixaBank y que al BCE.

3.6 Técnicas de análisis de datos

He realizado el análisis partiendo de lo más general a lo más detallado.

Partiendo de un análisis vertical y horizontal, viendo cómo han evolucionado los datos financieros año tras año y viendo el peso relativo en la estructura de costes e ingresos, es simple y bastante visual.

Siguiendo con el análisis, he montado una comparación proforma, para ver que tal empresa es por separado CaixaBank vs CaixaBank + Bankia (sin fusión). Si CaixaBank, por sí sola no es capaz de mejorar la suma de las dos entidades, podríamos sacar una rápida conclusión de que no se han materializado los objetivos.

Luego veremos la parte que me resulta más atractiva, bajar al barro esas promesas que suenan idílicas en las memorias de los proyectos, compararé el Proyecto Común de Fusión de 2020 y los compararé con las cuentas anuales de los años 2022 y 2023, analizare las posibles desviaciones o cumplimientos de esas promesas (ratio eficiencia, ROE, desinversiones).

En último lugar, un análisis de sensibilidad del spread, para ver en qué rango se ha movido la creación de valor, dejando abierta una puerta a la subjetividad del lector. Esto se debe a que la Beta y la prima de riesgo no es una cifra exacta, sino aproximada, por lo que he aplicado una cifra media que se ha barajado en una serie de fuentes observadas.

3.7 Limitaciones metodológicas

Aunque todo lo expuesto anteriormente sirve para determinar varias conclusiones, conviene señalar una serie de limitaciones metodológicas.

La primera limitación la encontramos en la subida de los tipos de interés del BCE (del 0% al 4,5% en quince meses), donde coincide justo con el periodo posterior a la fusión. La rentabilidad del sector bancario se vio favorecida de manera generalizada, no solo de CaixaBank, debido a que el margen de intereses es más alto. A pesar de que he intentado compararlo con el sector, es una solución imperfecta. Resulta complejo aislar qué parte de esa mejora en CaixaBank responde a la integración con Bankia.

Como segunda limitación encontramos esa ausencia de información interna relativa al clima laboral, productividad por gestor o gestión de talento. Por ello, mis valoraciones sobre ese posible choque cultural, los conflictos a raíz del ERE, han de interpretarse como hipótesis fundamentadas, pero no como conclusiones plenamente verificables.

Asimismo, encontramos cierto componente subjetivo en el cálculo del beneficio recurrente, ya que implica una decisión respecto a qué costes son extraordinarios. Para poder minimizar el sesgo, he seguido las definiciones de medidas alternativas de rendimiento establecidas por la ESMA, así como los ajustes utilizados por la propia CaixaBank en sus informes trimestrales.

La tercera limitación corresponde al horizonte temporal. Tres ejercicios completos permiten evaluar razonablemente las sinergias de costes a corto plazo, sin embargo, se quedan algo cortas para valorar plenamente los efectos a largo plazo, como las sinergias de ingresos (la literatura sitúa en plazos de tres a cinco años), la evolución de la cuota de mercado una vez estabilizada la base de clientes o la capacidad de la entidad para afrontar un ciclo de morosidad. En consecuencia, este trabajo ofrece una visión de la primera fase de integración, más que una evaluación completa de todo su ciclo de vida. Futuras investigaciones, con datos de a partir de 2026, podrán aportar una perspectiva más amplia

4 ANÁLISIS EMPÍRICO: EL CASO CAIXABANK - BANKIA

El 26 de marzo de 2021, el mapa bancario español cambió cuando Bankia fue inscrita en el Registro Mercantil, dejando constancia de la fusión por absorción mediante la cual quedó integrada en CaixaBank. Este hito irreversible había sido anunciado siete meses antes.

Hablamos de una operación que, a simple vista, parece atractiva. Sin embargo, ahora debemos plantearnos varias cuestiones: ¿cuál fue la estrategia que siguieron? ¿Qué ejecución operativa diseñaron? ¿Qué cifras obtuvieron? ¿Hubo riesgos ocultos tras los números?

Para poder empezar con el análisis vamos a hacer una breve recopilación de los acontecimientos para refrescar la memoria. El 3 de septiembre de 2020, los consejos de administración de ambas entidades aprobaron el proyecto de fusión, donde el intercambio de acciones acordado fue de 0,6845 acciones de CaixaBank por cada acción de Bankia. El 1 de diciembre, las juntas generales ratificaron la operación. La inscripción registral llegó el 26 de marzo de 2021. A partir de ahí todo fue muy rápido, el ERE se acordó en julio, el cierre masivo de oficinas se ejecutó durante el segundo semestre, y la migración tecnológica se ejecutó en apenas unos días en noviembre. En enero de 2022, la entidad operaba ya como una estructura única

4.1 Análisis estratégico pre-fusión

4.1.1. Posicionamiento Competitivo: La Matriz BCG

La idea de utilizar la BCG surge al revisar un informe de ingresos de ambas entidades correspondiente a las memorias anuales. Bankia era hipotecas y depósitos, mientras que CaixaBank era lo mismo, más seguros y gestión de activos. La complementariedad saltaba a la vista.

En el periodo 2018-2020, Bankia operaba fundamentalmente como una generadora de caja en el segmento de banca comercial minorista. Tras la reestructuración post rescate, había optimizado su balance centrándose en el mercado hipotecario, especialmente en Madrid y la Comunidad Valenciana. Con una cuota de mercado en depósitos de hogares cercana al 10% (Bankia, 2020), el crecimiento estaba estabilizado y por lo tanto no Grecia a un ritmo elevado debido en parte a la madurez del mercado y los tipos bajos de interés, aun así era capaz de generar flujos de caja estables. Respecto a la BCG, esta parte del negocio corresponde con la vaca lechera, dificultad para el crecimiento y generación positiva de caja.

CaixaBank complementaba el negocio de Bankia gracias al segmento de seguros y gestión de activos, canalizado a través de VidaCaixa y CaixaBank Asset Management, era el producto, relacionándolo con la BCG, estrella. Mientras que la banca tradicional no pasaba su mejor racha, el negocio de protección y ahorro a largo plazo crecía por encima del mercado y generaba una rentabilidad superior a la ordinaria. En 2019, CaixaBank ya lideraba el mercado de seguros de vida con una cuota del 27,4% (CaixaBank, 2019, p. 42). Este liderazgo en bancaseguros era probablemente su activo estratégico más valioso, porque generaba comisiones recurrentes que no dependían del Euribor.

Por lo tanto, la lógica de la fusión aplicada a la matriz BCG, fue inyectar productos estrella de CaixaBank en la base de clientes de la vaca lechera de Bankia, 7,6 millones de clientes de Bankia pasaron a tener acceso inmediato al catálogo de VidaCaixa (CaixaBank y Bankia, 2020), transformando un balance pasivo e hipotecario en una plataforma de distribución de productos de mayor valor añadido. Además, se trataba de buscar que la vaca no se convirtiera en perro debido a la erosión de márgenes, sino que se busca crear un motor de comisiones

La pregunta que solo el tiempo responderá es si esa promesa de venta cruzada se ha materializado con la intensidad suficiente. Sirower (1997) nos avisó de que las sinergias de ingresos rara vez se cumplen al 100%.

4.1.2. Motivación estratégica declarada: ¿Defensa o Ataque?

La narrativa declarada fue de ataque, CaixaBank se anticipaba al mercado, construye el banco del futuro, ese era el comunicado en la prensa, sin embargo, discrepo, era una estrategia de defensa pura.

Con el Euribor en negativo y sin perspectivas de cambio, el margen de intereses se erosionaba trimestre a trimestre. La única forma de sostener el beneficio sin esperar un milagro del BCE era recortar costes. Y para recortar costes en banca necesitas aumentar escala. Esa era la motivación real. El propio Plan Estratégico lo reconocía, aunque con un lenguaje más elegante (CaixaBank, 2021, p. 12).

Tras la fusión, es relevante destacar que se posicionó con una cuota de mercado del 25% en créditos y depósitos (CaixaBank, 2021). Eso le otorga un poder de fijación de precios en comisiones y servicios que previamente no existía, además de una negociación con proveedores superior a la anterior, esto puede ser una estrategia de ataque o de defensa, según la perspectiva con la que se mire.

Por otro lado, está la cuestión del capital, la operación permitió que los activos ponderados por riesgo, redujeron ese riesgo, se optimizo. El badwill generó un colchón que permitió que toda la reestructuración sin necesidad de pedir un euro a los accionistas. Lo analizo en detalle en el apartado 4.3.1.

Por último, es importante comentar la prima, la resolución de canje como he comentado previamente fue de 0,6845 acciones de CaixaBank por cada acción de Bankia. Se estableció cuando la cotización de Bankia reflejaba un descuento significativo sobre su valor en libros, en plena incertidumbre pandémica y con el FROB presionado para desinvertir. En la práctica, CaixaBank adquirió los activos netos de Bankia por debajo de su valor contable. La prima fue negativa, compró con descuento. Desde la óptica de la Hipótesis de la Hubris, ya mencionada en capítulos anteriores, esto reduce el riesgo de "Maldición del Ganador", aunque no lo elimina al 100%, ya que el coste de la adquisición incluye también los costes de integración, los riesgos ocultos del balance y el coste de oportunidad del tiempo y la energía dedicados a gestionar la fusión en lugar de otras cosas.

4.2 Análisis del proceso de integración

4.2.1. Reestructuración operativa: EREs, sedes y tecnología

La ejecución se centró en capturar las sinergias de costes, proyectadas en 770 millones de euros anuales (CaixaBank y Bankia, 2020). El plan de choque tuvo tres dimensiones: laboral, física y tecnológica.

El Ere: uno de los puntos que es crucial destacar es el acuerdo laboral de julio de 2021. La entidad provisionó 1.884 millones de euros netos de impuestos para la salida de 6.452 empleados (CaixaBank, 2021). Esto no fue considerado como un gasto extraordinario, sino como una inversión en la reestructuración para conseguir tener una estructura eficiente, suprimiendo así costes fijos por un o único desembolso que desaparece en siguientes ejercicios.

El análisis de la memoria de 2021 (CaixaBank, 2021, p. 184) revela que la segmentación fue diseñada para tratar de maximizar el ahorro minimizando la pérdida de talento comercial. El colectivo de 54 a 63 años accedió a prejubilaciones con el 57% del salario fijo y mantenimiento de aportaciones a la seguridad social, representando el grueso del ahorro a largo plazo. El colectivo de 52 a 53 años recibió indemnizaciones de pago único con multiplicadores de 6 a 8 anualidades. Los menores de 52 años percibieron 45 días por año trabajado con topes de 42 mensualidades.

¿Fue financieramente eficiente? Hagamos la cuenta. Asumiendo un coste medio por empleado de 70.000 euros anuales, que puede ser, una estimación conservadora ya que incluye salario, beneficios sociales y seguridad social, la reducción de masa salarial se sitúa en unos 450 millones anuales. El payback sale a 4,1 años. Cuatro años, no está nada mal. En banca, donde los compromisos por pensiones y la antigüedad son extremadamente altos, un retorno inferior a cinco años se considera muy positivo. Este cálculo no incluye las sinergias por unificación de servicios centrales y eliminación de duplicidades tecnológicas, que elevan el ahorro total a los 770 millones prometidos en las memorias de intención de realizar la fusión.

El banco pagó un precio relativamente elevado por la realización de esta sustitución, fue financiada a través del badwill en gran parte. Como resultado, el ratio de eficiencia paso de entorno al 55% al 40,9% en 2023 (CaixaBank, 2024).

La red de oficinas: se cerraron 1.534 oficinas, principalmente en zonas urbanas donde la duplicidad superaba el 40% (CaixaBank, 2022, p. 16). El criterio fue geográfico, cuando dos oficinas estaban a menos de 500 metros, se cerraba la menos rentable y se migraban los clientes a la superviviente ahorrando así una gran cantidad en costes fijos.

La migración tecnológica: especto a la migración tecnológica parece difícil de creer, pero los documentos confirman la realidad de la promesa,10.6 millones de clientes en un fin de semana, 2.500 millones de documentos (CaixaBank, 2021).

La migración fue uno de los momentos más arriesgado de toda la integración. Gaughan (2015) insiste en que la integración IT es donde más fusiones fracasan de forma silenciosa debido a que los problemas no estallan de golpe, sino que se manifiestan en una degradación progresiva del servicio y en sobrecostes que se acumulan durante años y acaban por conseguir lo contrario al objetivo de creación de valor. Que CaixaBank lo ejecutara sin incidentes operativos graves fue, desde el punto de vista de la gestión de proyectos, un logro notable.

El éxito de la migración técnica era la base para aplicar e implementar las estrategias planteadas, sin ella, los cierres de las oficinas no tenían sentido, no generaron ahorros reales si hay que mantener dos sistemas paralelamente, la venta cruzada se vería afectada ya que no sería posible ver la posición global del cliente, y la eficiencia prometida en las memorias, se quedaría únicamente en los PowerPoint. A partir de noviembre de 2021, CaixaBank pudo desmantelar los Legacy Systems de Bankia y operar con una única plataforma.

4.2.2. Reestructuración de la cartera: Desinversiones y "Non-Core"

La integración no solo supuso sumar, sino que también supuso una poda, esta fase es menos mediática que los ERES o los ceses de sucursales, pero tiene la misma importancia en el impacto final.

Se revisaron las participaciones industriales heredadas de Bankia, vendiendo las que no encajaban con el Plan Estratégico 2022-2024. La ruptura del acuerdo de bancaseguros que

Bankia mantenía con Mapfre fue relativamente costosa, pero al mismo tiempo necesaria estratégicamente, por otro lado, la indemnización pagada fue el precio por la soberanía total de VidaCaixa sobre la nueva base de clientes (CaixaBank, 2022, p. 45). Sin esa ruptura, toda la lógica BCG de inyectar productos Estrella en la base de clientes de Bankia se habría quedado en papel mojado.

Se gestionaron los activos inmobiliarios heredados, reduciendo el stock al cierre de 2022 y liberando provisiones que cubrían activos inmobiliarios. Por tanto, cada euro de provisión liberado supuso una contribución directa al beneficio.

4.3 Análisis financiero comparativo

4.3.1. Comparativa "Pro-Forma" y capitalización del badwill

La fusión, como ya he comentado, no fue una suma lineal, sino que fue más bien un reequilibrio patrimonial, donde el elemento contable determinante fue el badwill de 4.300 millones de euros (CaixaBank, 2021).

¿Qué es el badwill? Para que todo el mundo pueda captar su significado, CaixaBank compró Bankia por menos de lo que valían sus activos netos. La diferencia se reconoce como un beneficio contable extraordinario en la cuenta de resultados. No entra dinero en ninguna cuenta corriente, esa diferencia de valor no llegó en dinero efectivo, pero sí se creó una reserva de capital que la entidad pudo utilizar inmediatamente.

La estrategia seguida por parte de CaixaBank fue la siguiente, absorbió los 1.884 millones del ERE sin erosionar la solvencia (CaixaBank, 2021). Financió los saneamientos de activos problemáticos heredados de Bankia. Y proporcionó un colchón de capital que permitió arrancar con una ratio CET1 holgada y una política de dividendos agresiva, un payout del 50-60% desde el primer ejercicio completo (CaixaBank, 2023). Una estrategia agresiva, que a mi parecer más que ofensivo, que ofensiva, creando un foso defensivo al reducir gastos y aumentar ingresos vía venta cruzada. Sin ese badwill, la historia de esta fusión sería otra.

La evolución de la eficiencia: aquí es donde realmente vamos a ver si las promesas se cumplen, cuales han sido los resultados post fusión. En 2019 ambas entidades operaban con un ratio de eficiencia superior al 55%. Si simplemente hubiéramos sumado sus gastos y sus ingresos sin ninguna sinergia, el ratio pro-forma habría sido similar. Tras la integración, la entidad alcanzó en 2023 un ratio del 40,9% (CaixaBank, 2024).

Esa diferencia de casi 15 puntos porcentuales es contundente, pero hay que descomponer los números para no caer en trampas. Por un lado, el numerador, los gastos, la reducción se atribuye a la fusión, ERES, cierres, eliminación de duplicidades. Por otro lado, el denominador, donde se encuentran los ingresos, se debe a subida de tipos del BCE, que ha aumentado el margen de intereses en la banca española

Para saber cuánto corresponde a la fusión y cuánto al entorno, comparo con los competidores. Si CaixaBank mejora significativamente más que BBVA, Santander y Sabadell, hay un diferencial atribuible a la integración. Si mejora en línea con ellos, la explicación está más en los tipos que en la fusión. Los datos sugieren que CaixaBank ha mejorado más que la media, lo que indica que las sinergias han aportado un valor real. Pero no de forma

sobresaliente, el impacto lateral de los tipos amplifica el efecto y hace difícil aislar la contribución exacta de cada factor.

4.3.2. Análisis DuPont: Desglose de la rentabilidad

El ROE de 2023 fue del 13,2% (CaixaBank, 2024). El DuPont cuenta una historia bastante clara sobre de dónde viene.

El margen neto es el protagonista absoluto. Con un margen de intereses de 10.113 millones de euros (CaixaBank, 2024) y un coste de depósito que en España ha sido de los más bajos de toda la eurozona, hace que los bancos españoles hayan sido los que menos han salido beneficiados de la subida de tipos a lo que pagan por los depósitos, la entidad ha generado más beneficio por cada euro de ingreso que en cualquier otro momento de su historia. La cartera hipotecaria de Bankia, ajustada al nuevo Euribor, ha sido un motor clave. Ahora bien, una parte de esta mejora es el ciclo de tipos, no corresponde exclusivamente a la fusión. Cualquier banco con hipotecas a tipo variable ha visto su margen dispararse. La pregunta es si CaixaBank ha mejorado más que los demás. Los datos sugieren que sí, pero no de forma aplastante.

La rotación de activos no da mucho de sí en este análisis. Se ha mantenido estable. Por lo que me veo obligado a pasar al tercer factor sin destacar la rotación.

No obstante, del apalancamiento sí que podemos mencionar datos interesantes. Si el ROE del 13,2% viniera de aumentar más deuda, de reducir los fondos propios para que el denominador sea más pequeño y la ratio suba artificialmente, habría motivos para sospechar. Sin embargo, la ratio CET1 está por encima del 12%, holgadamente por encima de lo que exige el regulador (CaixaBank,2024). Por lo que podemos llegar a la conclusión de que el ROE no viene del apalancamiento, sino que viene del margen. Esto hace que al menos en los términos del análisis DuPont, sea una buena noticia.

4.3.3. Creación de Valor Económico: Spread y aproximación al EVA

Un spread del 6.47% es un número que encaja a priori, pero todo depende de los supuestos. Y estos supuestos utilizando CAPM, siempre van a dar pie a discusiones. Por lo que he ido probando con diferentes cálculos para poder llegar a una conclusión.

El punto de partida lo he establecido de la siguiente manera. Una tasa libre de riesgo del 3,15% ya que ese es el rendimiento del bono español a 10 años, promedio de 2023, una beta de 0,65, regresión de dos años de rendimientos diarios. Y una prima de riesgo del 5,5% (Fernández et al., 2023), el coste del equity sale al 6,73%. El ROE es 13,2%. El spread: 6,47 puntos porcentuales.

Perfecto, pero ¿Qué conclusiones podemos sacar? Bueno, se puede decir que, por cada euro de capital, la dirección está generando 6.5 céntimos más de lo exigido por el accionariado. Para poner esto en perspectiva, entre 2016 y 2020, la norma en la banca europea era un spread negativo. La mayoría de las entidades destruían valor de forma sistemática porque sus ROEs no cubrían el coste del equity. La fusión ha cambiado esa incertidumbre para CaixaBank.

Si soy más pesimista con la prima de riesgo y la subo al 6,0%, el coste del equity sube al 7,05% y el spread baja al 6,15%, sigue positivo. Si además toco la beta y la subo a 0,75, el spread cae a 5,92%, todavía podríamos decir que se encuentra en una posición cómoda. He forzado el escenario más adverso que me ha parecido razonable, prima del 6% y beta del 0,80 al mismo tiempo y aun así el spread se mantiene por encima del 4,5%.

Esto da cierta tranquilidad. Bajo cualquier combinación de supuestos que no sea demasiado catastrofista, CaixaBank está creando valor en 2023. Los números hablan por sí solos, la duda, que abordo en el Capítulo 5, es cuánto de eso es fusión y cuánto es tipos de interés.

4.3.4. Creación de Valor para el Accionista (TSR)

La acción de CaixaBank ha pasado del entorno de los 1,8 euros por acción en el momento del anuncio de la fusión (septiembre de 2020, en plena pandemia) a superar los 3,72 euros a finales de 2023, a día de hoy a realización de este trabajo cotiza a 13.15. El rally ha sido sostenido e impulsado por la mejora de las guías de beneficio y la visibilidad en la ejecución de sinergias. También es importante mencionar que este rally alcista ha sido generalizado en el sector bancario español.

En materia de retribución al accionista, la entidad ha combinado dividendos en efectivo con un payout del 50-60% del beneficio recurrente y programas de recompra de acciones (CaixaBank, 2023). Las recompras reducen el número de acciones en circulación, lo que aumenta mecánicamente el beneficio por acción. No es creación de valor real en el sentido más purista del término, el banco no es más rentable por recomprar acciones, pero, es cierto que está demostrado que para el inversor que mantiene su posición, el efecto es real y está demostrado que la recompra de acciones tiene un efecto positivo en la cotización bursátil.

Para contrastar la cuarta hipótesis, habría que comparar el TSR acumulado de CaixaBank con el del IBEX 35 Bancos. Los datos disponibles sugieren que CaixaBank ha superado al índice, lo que es coherente con un reconocimiento del mercado a la calidad de la ejecución. Pero la magnitud exacta del diferencial es un dato que varía según el periodo de referencia y que el lector puede verificar con las cotizaciones públicas.

4.4 Discusión crítica: Desafíos y riesgos del gigante sistémico

El análisis quedaría incompleto si no abordara los riesgos que los estados financieros no capturan.

4.4.1. El riesgo de concentración geográfica y de producto

Se entiende por riesgo de concentración, la vulnerabilidad de exponerse únicamente a un solo mercado geográfico y, por lo tanto, ser dependiente de él. A diferencia de Santander y BBVA, que tienen ingresos diversificados internacionalmente, la nueva CaixaBank centra su negocio exclusivamente en la península ibérica. Casi toda la parte de sus beneficios corresponden al ciclo económico español, hay una correlación muy fuerte entre el sector bancario español y el Ibex 35, debido al peso que tiene el sector en nuestro país. Y se ha visto reflejada la ventaja que se ha tomado con la subida de tipos ya que el mercado español es predominantemente hipotecario en régimen variable, hay que destacar que este hecho en una recesión doméstica es un riesgo estructural que puede ser crucial.

El Índice Herfindahl-Hirschman del mercado bancario español se ha elevado significativamente tras la fusión. En algunas comunidades autónomas la concentración es todavía mayor. En un hipotético caso de que la CNMC o Europa deciden endurecer la normativa respecto a la competencia, el margen de maniobra de CaixaBank sería ajustado, es un riesgo que a priori no es fácilmente convertible en realidad, pero, siempre va a estar esa incertidumbre.

Por estas razones, se opta por una diversificación de productos. De ahí surge VidaCaixa, si los tipos vuelven a bajar, que no es lo previsible, pero si vuelven a bajar y comprimen los márgenes de nuevo, permite mantener el ROE por encima del coste del equity gracias a comisiones y seguros que compensen ese deterioro en el negocio bancario

4.4.2. Impacto de la presión regulatoria y fiscal

El riesgo fiscal y regulatorio hace referencia las modificaciones legales e imprevistas en la política tributaria que pueden penalizar los márgenes del negocio. El Gravamen Temporal de Entidades de Crédito costó 373 millones en 2023, ya está tenido en cuenta en el cálculo del spread (CaixaBank, 2024). Por lo que, incluyendo este pago, se logró la creación de valor. Si el gravamen fuera permanente o subiera, el impacto sería absorbible con la estructura de costes actual. En caso de que desapareciera, el ROE mejoraría aún más. Por lo que se convierte en un riesgo crucial a tener en cuenta en el análisis.

4.4.3. El desafío de la gobernanza post-fusión

El desafío de la gobernanza es la aparición de conflictos de agencia derivados de la consolidación de poder en la cúpula directiva de un mercado oligopolístico como es el bancario, lo que podría traducirse en ineficiencias operativas. Lo más preocupante, por su dificultad para cuantificarlo, es el riesgo de la complacencia. Con una cuota del 25%, ¿a quién compras dentro de España? A nadie, sin provocar una intervención de competencia. ¿Cómo creces orgánicamente cuando ya eres uno de los más grandes? es relativamente difícil.

La salida de las figuras clave de la cúpula Bankia y la consolidación de la cultura de la Caixa marcan el final de la transición. El FROB ha ido diluyendo su participación, lo que elimina la última herencia política y también el último contrapeso institucional. Esto puede llevar a CaixaBank a buscar en el futuro otras adquisiciones de otros bancos externos a España o diversificaciones cuestionables para mantener el tamaño. Y eso es exactamente lo que Jensen (1986) predice en su teoría del Free Cash Flow, ya que sugiere que cuando hay mucha caja y pocas opciones de crecimiento rentable, la tentación de gastar mal es enorme. Una entidad con el tamaño de CaixaBank es prácticamente inadquirible al 100% lo que lleva a una debilidad del mercado de control corporativo de Manne. Previamente en el capítulo 2 mencionábamos este suceso.

Hoy por hoy, la directiva del banco está distribuyendo el capital disponible en caja hacia los accionistas en vez de retenerlo, la prueba de fuego será cuando los tipos de interés se giren a la baja, ahí comprobaremos de verdad si se ha conseguido crear ese foso defensivo del que hablaba.

5 DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Repasemos los números calculados para poder tener una buena perspectiva. Ratio de eficiencia por debajo del 41%, spread de 6,47%, ROE del 13,2%. Si nos quedáramos solamente con estos resultados, no haría falta mirar mucho más allá, diríamos ya está, ha sido un éxito, podemos ir a otro caso.

Sin embargo, los números no revelan toda la verdad. ¿Cómo es posible que una operación que ha despedido a más de seis mil personas, cerrado mil quinientas oficinas y obligado a diez millones de clientes a cambiar de banco en un fin de semana produzca solamente

buenas noticias? Es por ello, que en este capítulo voy a tratar de dar voz a lo que los estados financieros no cuentan

5.1 Contraste teoría vs. práctica: La realidad de la ejecución

5.1.1. La Teoría de la Agencia: ¿Alineación de intereses o Atrincheramiento?

Atendiendo los datos sindicados, no existen indicios significativos de conflictos de interés o tratar de construir patrimonios personales. Esto se justifica, con un payout del 50-60% (CaixaBank, 2023), las recompras de acciones y el spread positivo son señales de que la caja se está devolviendo al accionista, no reteniendo. Si únicamente el objetivo fuera aumentar el tamaño del banco, seguiría una estrategia de compras de bancos en Portugal o cualquiera con tal de engordar el ego de los directivos y sus retribuciones.

Da la casualidad, de que este último hecho, es una realidad, el crecimiento del tamaño del banco ha crecido paralelamente al sueldo de los altos directivos. Además, la representación de esa cúpula directiva es principalmente de CaixaBank y residual de representantes de Bankia. Estos dos hechos, según Jensen (1986) podrían alertarnos de un conflicto de agencia en el medio o largo plazo. Adicionalmente, la salida del FROB del accionariado, que elimina al único accionista con mandato público, deja a la entidad sin un contrapeso institucional que pudiera cuestionar decisiones orientadas exclusivamente al corto plazo.

Como comenté en el anterior capítulo, la prueba de fuego real es cuando se ejecute la bajada de tipos de interés y se comprima de esta manera el margen, en ese momento exacto comprobaremos si se sigue redistribuyendo caja al accionista en vez de buscar adquisiciones para mantener el tamaño, la teoría de la alineación se confirmaría en ese caso. Si empieza a buscar adquisiciones fuera de España o diversificaciones cuestionables, Jensen tendrá razón.

Por consecuencia, en este momento el veredicto provisional corresponde más a una alineación que a un atrincheramiento, pero el veredicto definitivo lo desvelará el tiempo.

5.1.2. El análisis del "Synergy Gap": La asimetría entre costes e ingresos

El principal eje de este trabajo radica en el análisis de las sinergias de costes e ingresos, ya que es el fundamento central de la adquisición de Bankia.

La asimetría de gastos salta a la vista, es notable debido al cierre de oficinas, el ERE, la eliminación de duplicidades tecnológicas. Todas esas premisas se cumplieron eficazmente bajo el control de la directiva. Las hard synergies han funcionado con precisión, los 770 millones prometidos se han materializado (CaixaBank y Bankia, 2020). El ratio de eficiencia ha caído del 55% al 40,9% (CaixaBank,2024). Esto confirma lo que la Teoría de la Eficiencia predice, que, en sectores maduros con altos costes fijos, las fusiones generan economías de escala reales cuando la dirección tiene la determinación de ejecutar los recortes.

Respecto al crecimiento de las comisiones, en cambio, no han crecido al ritmo esperado. Es entonces, cuando me acordé de Sirower y de su Synergy Trap, del que hablaba de que las sinergias de ingresos dependen del cliente, y el cliente no aparece en los modelos de fusión como agente con voluntad propia.

La causa es simple, la relación bancaria es personal. Por lo que, al despedir a miles de directores de oficina de Bankia a través del ERE, se rompió la confianza que unía al cliente con la entidad. El gestor de toda la vida, el que conocía la situación familiar del cliente y le llamaba

por su nombre, desapareció y con ello la disposición del cliente a contratar productos nuevos con una entidad que confía y que ahora le resultaba ajena.

El resultado fue una fuga de clientes hacia la competencia, BBVA, Santander mayor a la prevista. El cliente no es un activo pasivo que se traspasa de un balance a otro como una partida contable, es un agente con capacidad de decisión y de castigo. Y este castigo lo ejecuta cuando considera que ha salido perjudicado, ya sea porque no le gusta el cambio de oficina, de personal, o porque le han cambiado las condiciones que tenía establecidas

Los datos de la BCG (2019) que citaba en el marco teórico encajan con lo que hemos ido observando y comentando a lo largo del trabajo. Las sinergias de costes se materializan en el 60-80% de los casos, las de ingresos en el 25-35% (BCG, 2019). Si la entidad quiere conseguir que se materialicen esas sinergias de ingresos es una necesidad invertir en recuperar esa confianza perdida en ciertos clientes de la base de Bankia, esto no es un coste explícito que se puede observar en las cuentas anuales, pero sí que es una ausencia de ingresos que nunca acaban llegando.

5.1.3. El dilema del "Timing": Cortoplacismo vs. Sostenibilidad

Este es un punto controvertido, observo personalmente cierto cortoplacismo debido a la priorización de las métricas financieras que tienen un impacto a corto plazo, como, por ejemplo, el ratio de eficiencia, CET1,en detrimento de variables más difíciles de medir, pero igualmente relevantes a largo plazo como podrían ser en este caso la calidad del servicio, la satisfacción del cliente y la reputación de marca.

El caso de "Soy mayor, no idiota" lo seguí en su momento por las noticias, sin pensar que acabaría teniendo un hueco en mi TFG. Pero cuando empecé a escribir este capítulo y busqué evidencia del coste reputacional de la fusión, fue lo primero que me vino a la cabeza. El movimiento de Carlos San Juan en 2022, que denunciaba la exclusión financiera derivada del cierre masivo de oficinas y la migración digital forzosa, afectó al conjunto del sector. Pero CaixaBank fue percibida como uno de los principales responsables precisamente porque acababa de ejecutar el mayor programa de cierres de la historia bancaria española.

Es un perfecto ejemplo de cómo una decisión financiera, en este caso, el cierre de oficinas menos rentables puede tener un coste social, regulatorios, como es el caso del gravamen bancario de 373 millones de euros además de la presión mediática y pública que condiciona la toma de decisiones futuras (CaixaBank, 2024).

Observando los resultados de 2023, es fácil pensar, que ha sido un éxito rotundo financieramente, los números son excelentes. Pero lo que se hizo fue maximizar el ROE a costa de erosionar lo que los teóricos denominan capital relacional, que es el valor económico de la confianza acumulada a lo largo de años de relación. Se ha creado valor financiero hoy, pero se ha hipotecado parte de la lealtad del cliente de mañana.

Este hecho está correlacionado con un debate usual en las M&A. ¿Cuál es la velocidad óptima de integración? Por lo general, se defiende que hay que ir lo más rápido posible porque la incertidumbre y el coste de oportunidad suele ser más costosa que cualquier error de ejecución. Cuanto antes se cierren las oficinas y se unifiquen los sistemas, antes se capturan las sinergias. La oposición, representada por autores como Haspeslagh y Jemison (1991), defiende que las integraciones apresuradas destruyen valor intangible difícil de recuperar debido a la omisión de control y de riesgos.

En nuestro caso de estudio, CaixaBank-Bankia, podemos observar puntos de ambas posiciones. La velocidad fue muy alta, pero sin ninguna duda, eficaz hasta el punto de que permitió capturar las sinergias de costes en un plazo récord. No obstante, esto llevó acarreado un coste colateral, en servicio al cliente, reputación y moral de la plantilla. La pregunta que queda abierta es si ese precio era inevitable o si una ejecución algo más pausada habría logrado un resultado similar con menor daño colateral. Los datos de este estudio no permiten resolver esa cuestión de forma concluyente, pero sí plantearla como lección para futuras operaciones.

5.2 El impacto de los intangibles: El coste oculto de la integración

Este es un tema menos transparente ya que no podemos hablar del ambiente interno de CaixaBank tras la fusión, podríamos fijarnos en entrevistas con ex-trabajadores, pero no sería justo ya que no representarían ni el 1% de la plantilla. Voy a tratar de tener una perspectiva global, no de individuos, por lo que me voy a basar en fuentes sindicales, prensa especializada y secundariamente en foros de empleados del sector para contrastar únicamente. Es por eso, que este análisis cualitativo tiene limitaciones. Sin embargo, es mejor utilizar las herramientas disponibles antes que ignorar la dimensión personal y esperar que las cifras justifiquen la totalidad de la conclusión.

5.2.1. Choque cultural y "Síndrome del Vencido"

Tras una fusión, siempre prevalece la cultura laboral más fuerte, salvo en las fusiones entre iguales, donde se intenta crear una nueva. En las absorciones hay una asimetría explícita entre el absorbido y absorbente.

La literatura sobre integración post-fusión, especialmente en los trabajos de Buono y Bowditch (2003) y Cartwright y Cooper (1996), identifican el choque cultural como una de las principales causas de fracaso en fusiones que, a priori, sobre el papel, tenían toda la lógica industrial del mundo. Por esta misma razón, llegó a la conclusión de que el problema no está en la estrategia, está en la ejecución humana.

Respecto a la identidad de CaixaBank, es una cultura con raíces en el mutualismo catalán vinculada a la obra social. Bankia era diferente, nacida por la fusión de 7 cajas de ahorro en 2010, rescatada por dinero público, parte del accionariado era el FROB, que presionó por la desinversión, lo que supone que los trabajadores ya habían sobrevivido a varias reestructuraciones, y esta, era una más.

El resultado final demuestra que las hipótesis previamente establecidas en este trabajo se han ido cumpliendo, ya que hay indicios de que lo que Marks y Mirvis (2010) denominan "Síndrome del Vencido" se manifestó en los meses posteriores. Los empleados de Bankia percibieron que la integración no era una fusión sino una absorción pura y dura. Su marca desapareció, sus directivos fueron sustituidos en la gran mayoría, sus sistemas fueron desmantelados y sus oficinas fueron en la mayoría de los casos, las que acabaron por cerrar. Al final de todo, el mensaje que queda presente es que, todo lo percibido de Bankia, era prescindible.

Esta percepción era real, no hablamos si era justo o injusto, hablamos exclusivamente de los hechos que han supuesto esta absorción. Basándonos en fuentes sindicales y foros del sector, una parte significativa de los empleados de Bankia que siguieron trabajando a partir de ese momento, bajo el nombre de CaixaBank, experimentaron lo que la psicología organizacional denomina como presentismo desmotivado, acudir al puesto, pero con un nivel de compromiso y proactividad comercial muy inferior al de antes. Un ejemplo de este hecho

podría ser, un gestor desmotivado que deja de proponer productos a sus clientes al final no genera un gasto visible, pero sí genera que un ingreso no llegue. Y la acumulación de miles de gestores en esa situación durante los meses críticos de la transición comercial contribuye a explicar, al menos parcialmente, el synergy gap en ingresos del apartado anterior.

5.2.2. La fuga de talento y capital intelectual

Ranft y Lord (2002) hablan de la idea de que el ERE genera un proceso de selección adverso, es algo que desconocía completamente, nunca lo había visto en otros análisis de fusión. Funciona de la siguiente manera, el ERE ofrece condiciones de salida y deja que los empleados se vayan descartando voluntariamente. Los primeros en marcharse son los mejores, porque son los que tienen más opciones laborales fuera, en entidades de la competencia. Un director de oficina de Bankia con una cartera consolidada y buenas habilidades comerciales puede irse a BBVA con una parte de esos clientes bajo el brazo. Un empleado mediocre sin alternativas preferirá quedarse ya que su cambio conlleva muchos más riesgos.

La consecuencia más tangible de esta hipótesis es la pérdida de una parte de la clientela. Cuando un gestor con veinte años de relación con determinados clientes se marcha a un competidor, esos clientes tienen un incentivo poderoso para seguirle. El cliente es el activo más importante de una empresa, y para mantenerlo, la confianza juega un papel fundamental, la confianza construida reduce los costes de transacción. El nuevo gestor de CaixaBank que hereda esa cartera parte de cero prácticamente ya que no conoce la situación del cliente, no sabe cuáles son sus preocupaciones. Y esa distancia generada, es una ventana de vulnerabilidad, donde los competidores pueden oler la sangre, y mediante nuevas ofertas, mejoras de condiciones etc etc… el cliente se convierte en un individuo elásticamente sensible, por lo que un porcentaje de la base de cliente, acaban marchándose a la competencia.

Desde la perspectiva de la Teoría de Recursos y Capacidades que mencionaba en el apartado 2.3, el conocimiento acumulado a lo largo de los años de los empleados de Bankia, suponía un recurso muy valioso que al mismo tiempo era difícil de codificar mediante sesiones de formación al gusto de CaixaBank. Al mismo tiempo esos conocimientos eran difíciles de transferir por lo que esta fuga de trabajadores cualificados supuso una pérdida de conocimientos, y esto, es un coste oculto de la integración que no se puede ver reflejado en una cuenta de resultados pero que sí se puede ver indirectamente en el synergy gap en ingresos.

5.3 Síntesis de la discusión: La Curva J del valor

¿Entonces, podemos afirmar que ha sido un éxito rotundo, parcial, o directamente un fracaso?

Si tuviera que resumir todo lo que he discutido en este capítulo en una sola imagen, sería una curva con forma de J. No es un concepto que me haya inventado, esto ya fue comentado por Christofferson, McNish y Sias (2004), lo documentan para fusiones de gran escala, y además encaja con lo que he observado en los datos como un guante. La metáfora de la Curva J la encontré en un artículo de McKinsey y decidí usarla como marco de síntesis. No es un modelo econométrico, es una forma de contar la historia.

El año de 2021 fue el denominado suelo del valle. Los costes de los ERE, el caos provocado por la abrupta migración, además del choque cultural y la fuga de clientes. Si alguien hubiese mirado solo ese año para juzgar la fusión, habría concluido que fue un desastre. Habría tenido razón parcialmente, en 2021, la fusión destruyó valor, pero destruyó valor invirtiendo en

la estructura que crearía valor después. Es como demoler una casa para construir otra mejor, por hacer una comparativa, es lo equivalente a lo que vemos durante la demolición, lo único que ves son los escombros.

En el siguiente año, en 2022, se considera que fue el año de transición. Los costes empezaron a bajar, las sinergias empezaron a aflorar, y encima el BCE empezó a subir tipos lo que supuso un aumento de márgenes y un soplo de aire fresco que fue fundamental. Pero todavía había mucho ruido alrededor, clientes que se iban a la competencia, oficinas que se reorganizaban o se seguían cerrando, gestores que aprendían a llevar una cartera nueva. El spread empezó a virar hacia positivo, aunque costaba saber cuánto correspondía a la fusión y cuánto era gracias al mercado.

Por último, en el año 2023, es donde realmente los números hacen decantarnos, por un lado. El 40,9% de eficiencia, el 13,2% de ROE, el 6,47% de spread. Ahora sí se puede decir que hay creación de valor real y tangible. No obstante, hay un asterisco grande, el viento de cola de los tipos infla el resultado, y no sabremos cuánto es estructural hasta que los tipos bajen, por lo que en ese aspecto es difícil de cuantificar y medir, ya que las previsiones a corto y medio plazo no esperan una baja de tipos.

Por último, brevemente voy a repasar si las hipótesis planteadas al comienzo de este trabajo se han ido cumpliendo.

La de eficiencia operativa se cumple. El ratio de eficiencia está quince puntos por debajo de la pro-forma y mejor que la media del sector, por lo que podemos afirmar que las hard synergies han funcionado.

Respecto a la creación de valor económico se cumple a medias. Yo predecía dificultades en los primeros ejercicios, y las hubo. Lo que no predecía es que la recuperación fuera tan rápida. Aquí el BCE juega un papel crucial con la subida de tipos continuada hasta día de hoy, donde las previsiones son de mantenimiento de tipos, por lo que, para juzgar realmente la creación de valor, deberemos esperar más tiempo. Aunque, una cosa sí que es verdad, es innegable que la mejor herramienta para ver si CaixaBank ha sido la ganadora de esta operación, es el mercado de valores, desde el día del anuncio, la acción de CaixaBank se ha multiplicado, y eso lo dice todo.

La de sinergias financieras es la más difícil de contrastar con los datos disponibles. No es posible aislar con precisión cuánto se ha reducido el coste de financiación por el efecto coaseguro y cuánto por el entorno general. Lo que sí es observable es que el DuPont muestra que el ROE no viene del apalancamiento, lo cual es coherente con la teoría. Por lo que es aceptable cualitativamente

Los requerimientos del accionista se cumplen en lo numérico, ya que el TSR ha batido al sector. Pero la sostenibilidad me genera dudas que he dejado abiertas a lo largo de toda la discusión. Cuando los tipos bajen, veremos si el mercado sigue pagando prima por CaixaBank o si se la quita, el tiempo dirá.

6 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Tras el análisis realizado a lo largo de los capítulos anteriores y viendo los resultados obtenidos, podemos observar si se ha conseguido el objetivo inicialmente planteado. Atendiendo a la evidencia, se puede afirmar que la operación ha creado valor, pero con matices.

6.1 Conclusiones técnicas: El veredicto financiero

En primer lugar, lo que sí se puede afirmar con confianza es que las sinergias de costes han funcionado. El ratio de eficiencia del 40,9% (CaixaBank, 2024), habla por sí solo, quince puntos por debajo de la pro-forma, mejor que el sector. Las oficinas se cerraron, el ERE se ejecutó, la migración tecnológica salió bien. La evidencia confirma de manera inequívoca que la fusión ha mejorado la eficiencia operativa CaixaBank. Es la conclusión más sólida de todo el trabajo y la que menos depende de los supuestos. Los 770 millones de sinergias anuales prometidos se han cumplido con una precisión que pocas operaciones de este calibre alcanzan (CaixaBank y Bankia, 2020). La comparación con BBVA, Santander y Sabadell confirma que CaixaBank ha mejorado más que la media del sector, lo que indica que hay un componente diferencial atribuible a la integración y no solo al ciclo de tipos. La Teoría de la Eficiencia Neoclásica, en este caso, acertó.

En segundo lugar, hay que destacar que la viabilidad de la operación fue principalmente gracias al badwill de 4.300 millones (CaixaBank, 2021). Sin ese colchón contable, que básicamente significó que CaixaBank compró Bankia por menos de lo que valían sus activos netos, los costes de reestructuración habrían devorado el dividendo durante años. El ERE de 1.884 millones (CaixaBank, 2021), los saneamientos de activos problemáticos y la indemnización a Mapfre se financiaron con ese badwill sin que la ratio CET1 se resintiera y sin pedir un euro a los accionistas. No sé si eso es un mérito de la dirección o una anomalía del mercado que tuvieron la inteligencia para verla y aprovecharse de ella, probablemente las dos cosas. Lo que sí sé es que, sin el badwill, este TFG contaría una historia muy diferente. La estructura de capital de la entidad resultante es sólida, con una CET1 holgadamente por encima del 12% (CaixaBank, 2024), y eso ha permitido una política de retribución al accionista generosa desde el primer ejercicio completo.

Sobre la creación de valor económico, los datos cuentan la historia de la Curva J que he descrito en el Capítulo 5. Destrucción en 2021, recuperación en 2022, creación de valor real en 2023 con un spread de 6,47% (CaixaBank, 2024). El número es estable ya que lo he llevado a diferentes ópticas, y aun así, en una visión pesimista, el supuesto no bajaba del 4,5%, pero lleva incorporado un viento de cola de tipos de interés que no sé cuánto durará. El DuPont confirma que el ROE del 13,2% (CaixaBank, 2024), viene del margen neto, no del apalancamiento, lo cual es una buena señal, la rentabilidad es sana en el sentido de que no depende de asumir más riesgo. Pero una parte de ese margen es cíclica, cuando el BCE empiece a bajar tipos, sabremos cuánto de este spread es estructural y cuánto es un regalo del entorno. Mientras tanto, me quedo con un veredicto de creación de valor real pero condicionada.

Resulta obvio saber que se financia de forma más barata que Bankia por si sola, es evidente al ser uno de los mayores bancos de España, y eso conlleva ventajas. El efecto coaseguro de Lewellen (1971) se ha manifestado en la práctica, aunque es difícil cuantificarlo con precisión porque el entorno general de tipos también ha movido el coste de la deuda para todo el mundo. El TSR ha batido al sector y la política de dividendos y recompras ha sido

consistente. Pero ya he dicho suficiente sobre esto en los capítulos anteriores y no quiero repetirme.

6.2 Limitaciones académicas del estudio

A pesar del rigor aplicado a lo largo del trabajo, el estudio presenta ciertas limitaciones metodológicas.

La primera limitación corresponde a la subida de tipos del BCE ha inflado los resultados de toda la banca española, y separar lo que es efecto fusión de lo que es efecto mercado ha sido el principal dolor de cabeza de todo el análisis. He intentado mitigarlo comparando con el sector, pero es una solución imperfecta. Si mañana alguien desarrolla un método econométrico que aísle ambos efectos con precisión, las conclusiones de este trabajo podrían cambiar. No creo que cambien radicalmente debido a que las sinergias de costes son un hecho independiente de los tipos, y se han logrado, pero, la magnitud del spread y la velocidad de recuperación de la Curva J sí podrían relativizarse y posiblemente que la curva se extendiera más a lo largo del tiempo.

La segunda incertidumbre que veo, es sobre el choque cultural y la experiencia del cliente que hizo que muchos se fueran a la competencia, ya que no se basa en fuentes directas. Sin datos internos de clima laboral o métricas de productividad por gestor, mis afirmaciones sobre el Síndrome del Vencido y la selección adversa del ERE son hipótesis razonables, no hechos demostrados. Un investigador con acceso a las encuestas de compromiso de CaixaBank y a los datos desagregados de churn rate por segmento de clientes podría llevar este análisis mucho más lejos de lo que yo he podido. El cálculo del beneficio recurrente también implica juicio de valor ya que me obliga a decidir lo qué es extraordinario y lo qué no, y aunque me he basado en las definiciones de la ESMA y a los ajustes que la propia CaixaBank presenta en sus informes trimestrales, no deja de ser una decisión que otro investigador podría tomar de forma diferente.

Y en último lugar, el horizonte temporal. Tres ejercicios completos de integración tras la operación, es el tiempo suficiente para evaluar las sinergias de corto plazo, las primeras en efectuarse son las sinergias de costes. No obstante, no es tiempo necesario para valorar con seguridad las sinergias de largo plazo, que son, las sinergias de ingresos, como va evolucionando la cuota de mercado con la nueva base de clientes estabilizada o cómo se comporta la entidad ahora ante un ciclo de morosidad. Las fusiones bancarias tienen efectos de cola larga, es decir, los riesgos legales heredados pueden aflorar años después, la pérdida de vinculación con los clientes más valiosos puede no manifestarse en cancelaciones inmediatas sino en una erosión gradual de la cuota de cartera. Tres años no tiene por qué ser tiempo suficiente para poder saber si estos hechos mencionados, se han cumplido en su totalidad o parcialmente y, por lo tanto, el impacto que han provocado. Y, además, al ser un estudio de caso único, sus conclusiones valen para CaixaBank-Bankia en las circunstancias concretas en que se produjo, ya que hay una casuística única, ya que es poco probable que se vuelva a juntar un escenario marcado por la pandemia, tipos negativos, Estado vendedor forzado, badwill excepcional, por lo que estas conclusiones no se pueden extrapolar automáticamente a otras fusiones.

6.3 Recomendaciones para la gestión

Después de analizar esta operación, puedo concluir que las fusiones no dan resultados inmediatos y resulta fundamental gestionar adecuadamente las expectativas del mercado desde el principio.

CaixaBank gestionó bien las expectativas del mercado, pero muchos accionistas sufrieron dos años de volatilidad antes de ver los frutos. La Curva J de la que he hablado, no significa que han ocurrido fallos en la operación, es la naturaleza del proceso. Si un CEO que va a fusionarse no le dice a su consejo y al accionariado, que habrá un valle de destrucción de valor antes de la creación, sería asumir riesgos corporativos insostenibles a medio plazo. La tentación de maquillar los resultados del primer ejercicio recortando inversiones en tecnología o formación que comprometan la capacidad futura debe resistirse, porque el mercado acaba detectando la trampa y penaliza con más dureza la pérdida de credibilidad que la destrucción temporal de valor, ya que, en empresas cotizadas en bolsa, el guidance, es decir, las perspectivas a futuro suelen tener más importancia que los mismos resultados del presente.

En segundo lugar, he aprendido una lección, actuar rápido es la mejor decisión. La migración tecnológica fue probablemente la mejor decisión de toda la operación. Un fin de semana de riesgo a cambio de meses de ahorro. Mantener dos sistemas en paralelo es caro y agotador. La alternativa que podría haber sido optar por una integración gradual, que ya intentó Banco Sabadell con TSB en el Reino Unido, y que salió mal, demuestra claramente que una integración tecnológica acelerada resulta ser la estrategia más acertada frente a una transición. Que CaixaBank lo ejecutara sin incidentes graves no fue suerte, fue planificación.

No obstante, no todo es idílico, esa velocidad en la migración conllevó un coste colateral, un coste humano que considero que podría haberse gestionado mejor. No digo que el ERE fuera evitable, probablemente no, pero la forma en que se ejecutó dejó la sensación de que los empleados de Bankia eran prescindibles por definición, fueron tratados más como números que como personas, y eso es un error que los resultados financieros no reflejan. Un programa de retención de talento más ambicioso, que no se basara solo en dinero sino en dar responsabilidades reales a los mejores gestores de Bankia dentro de la nueva estructura, habría reducido la fuga de clientes que alimentó el synergy gap en ingresos. La eficiencia no debería medirse solo por el número de salidas, sino por la calidad de los que se quedan. Es más fácil de decir que de hacer, lo sé. Pero el coste de retener a un buen director de oficina es insignificante comparado con el coste de perder a sus clientes.

Por último, está el tema del cierre de oficinas y las prejubilaciones. El movimiento "Soy mayor, no idiota" debería estar en el manual de riesgos de cualquier fusión bancaria futura. Cerrar oficinas es eficiente, pero cerrar oficinas sin ofrecer una alternativa real a los clientes que no pueden o no quieren usar la banca digital es una carga reputacional que acaba costando más en gravámenes, en presión regulatoria o en pérdida de imagen, que mantener cuatro oficinas abiertas en pueblos rurales pequeños. Los planes de integración deberían incluir, desde la fase de diseño, un equipo y un presupuesto dedicados a la gestión de la transición del cliente vulnerable. Al final ya no es por ética y moralidad, que también, si no que ese grupo de ancianos suelen tener contratados diferentes productos, de cara a ahorro, pensiones, seguros de vida, por lo que es un cliente rentable y que hay que luchar y cuidar para mantenerlo.

6.4 Futuras líneas de investigación

Si en un futuro tuviera que seguir con esta investigación, que reconozco que me he quedado con ganas y seguiré pendiente a nuevas novedades y resultados, lo primero que haría sería esperar a los datos anuales. Si los tipos bajan y el spread se mantiene, la fusión habrá pasado la prueba de fuego. Si se comprime, habrá que reconsiderar cuánto de lo que he contado aquí era fusión y cuánto era BCE. Es la pregunta más importante que queda abierta y solo el tiempo puede responderla.

También me gustaría comparar el caso con Intesa-UBI Banca en Italia, que se hizo casi al mismo tiempo y en un contexto parecido, lo que es prácticamente irrepetible dadas las condiciones. Un estudio multicaso permitiría saber si los patrones que he observado como por ejemplo la Curva J valor, el synergy gap en ingresos, el choque cultural, son específicos de España o si son comunes en una fusión en el sector bancario. Por mi interés en la gestión patrimonial y banca de inversión, también me gustaría incluir en una futura continuación del estudio, un análisis de la absorción de Credit Suisse por UBS, aunque fue una operación de emergencia con circunstancias muy diferentes, añadiría una perspectiva interesante más que nada por el tamaño y prestigio global que tiene UBS.

Por último, hay una duda que me ha ido surgiendo a partir del capítulo 5 y que no he podido responder a lo largo del trabajo, ¿qué ha pasado con los clientes? No los clientes como un simple número en un balance, sino las personas. ¿Han pagado más comisiones? ¿Han recibido peor servicio? ¿Han tenido que conducir treinta kilómetros para llegar a una oficina? Un estudio centrado en el consumidor, no en el accionista, contaría una historia probablemente muy diferente a la que he contado yo. El impacto de la exclusión financiera en las zonas rurales y en los colectivos de mayor edad es un tema que merece un trabajo entero por sí solo, y que complementaría esta perspectiva financiera con una perspectiva social que aquí apenas he podido esbozar debido a que no era el objetivo principal de esta investigación.

6.5 Epílogo: El nuevo paradigma bancario

La fusión CaixaBank-Bankia no es exclusivamente una operación corporativa, sino que es un antes y un después en la historia económica moderna española, Esto no es un decir, ya que simboliza la desaparición definitiva del modelo de Cajas de Ahorros que durante décadas fue la estructura del ahorro nacional, y la consolidación de un oligopolio bancario eficiente, digitalizado y orientado a la rentabilidad del accionista.

Reduciéndonos únicamente a los términos financieros la operación ha sido un éxito. Ha salvado a una entidad que arrastraba un rescate de 22.424 millones de euros. Ha reforzado a un líder privado que hoy genera un spread de rentabilidad entre los más altos de la banca europea. Ha devuelto al contribuyente una parte significativa del dinero inyectado a través de la salida ordenada del FROB. Y ha creado una plataforma con la escala suficiente para competir en la banca digital del siglo XXI.

Todo esto conlleva un coste colateral que no aparece en los estados financieros. Cierres de oficinas en pueblos donde no queda prácticamente ninguna alternativa bancaria, prejubilaciones a miles de profesionales cuyo conocimiento sobre la cartera de clientes no se ha podido reemplazar y se ha construido un modelo cuya sostenibilidad depende prácticamente del control de la política monetaria del BCE.

El reto a partir de ahora ya no son los recortes de costes, eso ya se ha logrado. El verdadero reto es demostrar que se puede seguir creciendo de forma orgánica y rentable, dejando a un lado el factor de viento de cola de tipos y demostrar que la base de clientes heredada de Bankia es una fuente de ingresos sostenible vía comisiones y seguros.

Como consideración final, la fusión CaixaBank-Bankia ha resultado ser un caso de estudio que demuestra que las sinergias de costes se materializan cuando se ejecutan con rigor, redefiniendo la estructura del sector, en este caso de estudio, del sistema bancario nacional.

7 ANEXO: CÁLCULOS REALIZADOS

(Se ha tomado de base el año 2023, todas las cifras son en millones de euros)

Cálculo proforma previo a la fusión.

Para evitar comparar CaixaBank 2023 contra CaixaBank individual antes de la operación, he realizado un proforma que suma CaixaBank y Bankia como si hubieran formado un único grupo antes de la fusión, pero sin sinergias efectuadas (CaixaBank, 2023).

Margen bruto CaixaBank: 8.605 millones de euros

Margen bruto Bankia: 3.245 millones de euros

Gastos de explotación CaixaBank: 4.771 millones de euros

Gastos de explotación Bankia: 1.736 millones de euros

Por lo tanto;

Margen bruto proforma 2019 = 8.605 + 3.245 = 11.850 millones de euros

Gastos de explotación proforma 2019 = 4.771 + 1.736 = 6.507 millones de euros

Ratio de eficiencia pro-forma 2019 = 6.507 / 11.850 = 0,5491 = 54,91 %

Ratio de eficiencia

También conocido como cost to income ratio, se utiliza para medir el porcentaje de los ingresos que es absorbido por los gastos de explotación. Sirve para evaluar las sinergias de costes ya que mide si se necesitan menos gastos para generar cada euro de margen bruto.

Por lo tanto, se trata de dividir los gastos de explotación (5.822 M€) entre el margen bruto (14.231 M€)

Ratio de eficiencia 2023 = 5.822 / 14.231 = 0,4091 = 40,91 %

Es decir, por cada 100 euros de ingresos, 40,91 euros corresponden a gastos de explotación. Comparándola con el proforma, se operaba a un 54,9%, esta reducción de 14 p.p es la evidencia de que se han efectuado las sinergias de costes prometidas.

Cálculo del ROE

Mide el beneficio generado con los recursos propios de los accionistas, es el resultado de dividir el beneficio neto a los fondos propios

ROE 2023 = 4.816 / 36.485 = 0,1320 = 13,20 %

Esta cifra se sitúa por encima del CAPM, por lo que es positivo.

Cálculo del coste del equity mediante CAPM

Es la rentabilidad mínima exigida por el accionista, el coste del capital propio.

Para 2023 se utilizan los siguientes supuestos:

Tasa libre de riesgo: 3,15 %, correspondiente al bono español a 10 años.

Beta de CaixaBank: 0,65.

Prima de riesgo de mercado: 5,50 %, siguiendo la referencia de Fernández et al. para España.

$Ke = Rf + \beta \times$ Prima de riesgo de mercado

$Ke = 3,15\ \% + 0,65 \times 5,50\ \% = 6,725\%$

Un ROE inferior a este porcentaje, aunque haya beneficios, supone una destrucción de valor.

Cálculo del spread ROE – coste del equity

Aproxima la creación de valor para el accionista, es la diferencia entre la rentabilidad generada y la mínima exigida por el accionista.

Spread 2023 = 13,20 % – 6,73 % = 6,47 %

Aproximación monetaria al EVA

Debido a que el cálculo del EVA conlleva dificultades metodológicas, esto es una aproximación.

EVA aproximado = Spread × Fondos propios atribuibles.

EVA aproximado 2023 = 0,0647 × 36.485 = 2.360,58 millones de euros

Análisis DuPont del ROE

Me sirve para poder sacar una conclusión, si la generación de valor viene de una mejora de la operativa realmente, o de un aumento del apalancamiento. La descomposición funciona de la siguiente manera.

Margen neto = Beneficio neto / Margen bruto

Rotación de activos = Margen bruto / Activo total

Multiplicador del capital = Activo total / Fondos propios atribuibles

Para 2023 se utilizan las siguientes cifras:

Beneficio neto atribuido: 4.816 millones de euros

Margen bruto: 14.231 millones de euros

Activo total: 602.846 millones de euros aproximadamente, tomando una media entre 2022 y 2023.

Fondos propios atribuibles: 36.485 millones de euros

Por lo tanto, voy a realizar los cálculos de las 3 fases del análisis Dupont para luego poder establecer una conclusión final.

Margen neto = 4.816 / 14.231 = 0,3384 = 33,84 %

Rotación de activos = 14.231 / 602.846 = 0,0236 = 2,36 %

Multiplicador del capital = 602.846 / 36.485 = 16,52 veces

ROE = Margen neto × Rotación de activos × Multiplicador del capital

ROE = 33,84 % × 2,36 % × 16,52= 13,20 %

Como podemos observar con la descomposición DuPont, el ROE de 2023 no procede únicamente de un mayor apalancamiento, sino que proviene de una mejora del margen neto. El principal motor de la rentabilidad fue la capacidad de convertir el margen bruto en beneficio neto, esto es gracias a la captura de sinergias de costes, la reducción de duplicaciones en la estructura y el fuerte aumento del margen de intereses derivado de la subida de tipos.

La rotación de activos se mantiene relativamente estable,esto supone que la mejora no proviene del balance. El multiplicador de capital es elevado, aunque es habitual en banca, por lo que llego a la conclusión de que no es la causa principal de la mejora del ROE. Por tanto, la mejora de rentabilidad puede considerarse mayoritariamente operativa, aunque reforzada por el entorno de tipos de interés.

Cálculo del payback del ERE

Uno de los principales costes de la integración fue el expediente de regulación de empleo acordado en el año 2021. La entidad provisionó aproximadamente 1.884 millones de euros netos de impuestos para financiar la salida de 6.452 empleados. Este coste debe interpretarse como una inversión inicial destinada a reducir gastos recurrentes de personal en ejercicios posteriores.

Ahorro anual bruto = 6.452 empleados × 70.000 euros (coste medio anual por empleado) = 451,64 millones de euros

Payback = Coste inicial del ERE / Ahorro anual estimado

Payback bruto = 1.884 / 451,64 = 4,17 años

En el caso de que se aplique un tipo impositivo del 25%, que es lo lógico.

Ahorro neto = 451,64 × 0,75 = 338,73 millones de euros

Payback neto = 1.884 / 338,73 = 5,56 años

Cálculo de las sinergias de costes prometidas

Como he comentado a lo largo del trabajo, las estimaciones de sinergias de costes, fueron de 770 millones de euros aproximadamente, por lo que voy a comparar las principales fuentes de ahorro que he podido identificar y atribuir a estas sinergias.

Ahorro anual estimado por plantilla = 451,64 millones de euros

Como en memorias posteriores a la fusión, se afirman el cumplimiento del objetivo de ahorro de los 770 millones de €, podemos establecer el porcentaje de la distribución.

Ahorro laboral: 451,64 millones de euros (58,65 %)

Ahorro no laboral: 318,36 millones de euros (41,35 %)

Correspondiente a la eliminación de duplicidades en servicios centrales, sucursales y además de la integración tecnológica.

Cálculo del badwill

Probablemente que sea el factor más importante de esta fusión, el fondo de comercio negativo fue de 4300 millones de €, esto se produce cuando el valor razonable de los activos es superior al precio pagado.

Badwill = Valor razonable de los activos netos adquiridos – Precio pagado por la adquisición.

El pago de la operación no fue con efectivo de la caja, sino que fue mediante una emisión de acciones otorgadas a los accionistas de Bankia. Por lo que la aproximación la realizo de la siguiente manera. En primer lugar, determinar el valor de entrega de acciones a los accionistas de Bankia, compararlas con el valor razonable de los activos adquiridos y por último, ver la realidad detrás de los números.

El badwill supuso un ingreso financiero contable que permitió la viabilidad del proyecto ya que permitió absorber costes extraordinarios sin la necesidad de deteriorar la solvencia de la entidad.

El principal coste identificable fue el ERE, provisionado por 1.884 millones de euros.

Peso del ERE sobre el badwill = 1.884 / 4.300 = 0,4381 = 43,81 %

Acciones emitidas= 3.069.522.105 en circulación de Bankia x 0,6845 (canje) = 2.101.088.081 acciones

Dichas acciones cotizaban a 2,521 €, por lo tanto;

Contraprestación Transferida = 2.101.088.081 x 2,521 € = 5.296,84 millones de €

Activos Netos Adquiridos = Activo -Pasivos

Activos Netos Adquiridos = 206.914 M€ - 197.314 M€ = 9.600 millones de euros

Badwill Bruto = 9.600,00 M€ - 5.296,84 M€ = 4.303,16 millones de euros

Cálculo del WACC simplificado

Ya estudiado este método en la asignatura de Valoración de Empresas, es el coste del capital. Tengo que recalcar que gran parte del pasivo corresponde a depósitos de clientes, que no son deuda financiera en el mismo sentido que en una empresa industrial, sino que es materia prima del negocio bancario.

WACC= [E / (E + D)] × Ke + [D / (E + D)] × Kd × (1 – t) (No hay acciones preferentes)

E = fondos propios.

D = pasivo remunerado o deuda financiera.

Ke = coste del equity.

Kd = coste de la deuda.

t = tipo impositivo.

Donde el valor atribuible a cada concepto, son los siguientes:

Fondos propios atribuibles: 36.485 millones de euros

Pasivo financiero aproximado: 576.972 millones de euros

Total financiación: 613.457 millones de euros

Coste del equity: 6,73 %

Coste de la deuda antes de impuestos: 1,33 %

Tipo impositivo: 25 %

Continuando con los cálculos.

Peso del equity = 36.485 / 613.457 = 0,0595 = 5,95 %

Peso de la deuda = 576.972 / 613.457 = 0,9405 = 94,05 %

Kd después de impuestos = 1,33 % × 0,75 = 0,9975 %

WACC = 0,0595 × 6,73 % + 0,9405 × 0,9975 % = 1,341 %

Este resultado tan bajo se debe a lo mencionado previamente, al gran peso que tienen los depósitos y otros pasivos remunerados de bajo coste. Este cálculo, en base a este hecho pierde relevancia ya que no debe interpretarse como si CaixaBank solo necesitara generar una rentabilidad del 1,34 % para crear valor, ya que el negocio bancario debe analizarse principalmente desde la perspectiva del capital propio y de los requerimientos regulatorios. Por este motivo, el indicador central del trabajo sigue siendo el spread entre ROE y coste del equity.

Cálculo del TSR para el accionista

Me resulta lógico medir la creación de valor económico según la perspectiva del mercado, esta fórmula incluye el precio de cotización y los dividendos recibidos, de esta manera podemos incluir la visión percibida en el mercado. Para los cálculos voy a tomar como referencia el periodo comprendido entre 2020 y 2023, que parte desde el anuncio de la fusión, hasta el cierre del primer ejercicio tras la integración. No añado años posteriores debido a que el precio de cotización se ha multiplicado, principalmente al nuevo ciclo de tipos al alza.

TSR = (Precio final – Precio inicial + Dividendos cobrados) / Precio inicial

Precio inicial aproximado de CaixaBank en septiembre de 2020: 1,80 euros por acción

Precio final aproximado a cierre de 2023: 3,72 euros por acción

Dividendos acumulados aproximados durante el periodo: 0,42 euros por acción

TSR = (3,72 – 1,80 + 0,42) / 1,80 = 1,30 = 130 %

La rentabilidad para un accionista en este periodo fue de un 130%, es una clara muestra de que el mercado reconoció la mejora operativa de la entidad derivada de las sinergias, la integración, y el comienzo del tramo alcista de los tipos.

Análisis de sensibilidad del coste del equity y del spread

Dado que, al final, el coste del equity depende prácticamente de supuestos sujetos a incertidumbre, especialmente la beta y la prima de riesgo de mercado, se realiza un análisis de sensibilidad. El objetivo es comprobar si la conclusión de creación de valor se mantiene bajo distintos escenarios que podrían ser posibles. Voy a establecer tres escenarios en los que se produce un deterioro, realista, no dramático, de las dos variables.

El escenario base era:

Tasa libre de riesgo: 3,15 %

Beta: 0,65

Prima de riesgo: 5,50 %

Por lo tanto, con estos supuestos:

Ke = 3,15 % + 0,65 × 5,50 % = 6,73 %

Spread = 13,20 % – 6,73 % = 6,47 puntos porcentuales

Escenario 1: prima de riesgo más alta

Si la prima de riesgo sube al 6,00 % y la beta se mantiene en 0,65:

Ke = 3,15 % + 0,65 × 6,00 %

Ke = 3,15 % + 3,90 % = 7,05 %

El spread sería:

Spread = 13,20 % – 7,05 % = 6,15 puntos porcentuales

Incluso con una prima de riesgo más elevada, CaixaBank seguiría creando valor.

Escenario 2: beta más alta

Si la beta sube a 0,75 y la prima se mantiene en 5,50 %:

Ke = 3,15 % + 0,75 × 5,50 %

Ke = 3,15 % + 4,125 % = 7,275 %

El spread sería:

Spread = 13,20 % – 7,275 % = 5,92 puntos porcentuales

También en este escenario el spread sigue siendo claramente positivo.

Escenario 3: escenario adverso combinado

Si se combinan una beta más alta de 0,80 y una prima de riesgo de 6,00 %:

Ke = 3,15 % + 0,80 × 6,00 %

Ke = 3,15 % + 4,80 % = 7,95 %

El spread sería:

Spread = 13,20 % – 7,95 % = 5,25 puntos porcentuales

Estos resultados confirman mi idea previa a este análisis, aun utilizando escenarios más conservadores el spread se mantiene positivo.

Conclusión tras cálculos realizados.

Llego al final de este trabajo, tras haber analizado la teoría y los resultados obtenidos. Tras estos cálculos, en conjunto permiten sostener con rigor el mensaje que he podido observar en los medios de comunicación, la fusión CaixaBank-Bankia generó valor económico, aunque con matices, estos matices hay que reconocer que se deben a la cola de tipos de interés, pero también hay que reconocer que este es un factor presente en las mentes directivas, por lo que el timing de la operación fue más que positivo.

La mejora del ratio de eficiencia desde el 54,9 % pro-forma hasta el 40,9 % en 2023 evidencia la captura de sinergias de costes. El ROE del 13,2 %, comparado con un coste del equity estimado del 6,73 %, arroja un spread positivo de 6,47 puntos porcentuales. Traducido a términos monetarios, esta diferencia equivale a una creación aproximada de valor económico de 2.361 millones de euros sobre fondos propios, lo que se puede considerar como un impacto muy positivo. Por otro lado, está la descomposición DuPont muestra además que la mejora de rentabilidad procede principalmente del margen neto y no exclusivamente del apalancamiento, lo que refuerza la calidad del resultado. Por su parte, el cálculo del payback del ERE confirma que el coste laboral extraordinario se recupera en un plazo razonable de entre 4,2 y 5,6 años. Finalmente, el TSR acumulado positivo indica que el mercado también reconoció esta mejora, aunque parte del resultado debe interpretarse con cautela por el fuerte impacto de la subida de tipos de interés sobre todo el sector bancario.

Por tanto, la evidencia cuantitativa respalda la hipótesis de creación de valor, pero no permite atribuir la totalidad de la mejora exclusivamente a la fusión. La integración explica de forma clara la mejora de costes, mientras que la expansión del margen de intereses responde parcialmente al entorno macroeconómico.

Con esto finalizo este proyecto que me ha llevado más de 8 meses, con altibajos, con interrupciones. Pero que sin duda me ha ayudado a consolidar mis conocimientos previos de análisis fundamental, donde he aprendido la ciclicidad del sector bancario en el mercado de valores. Independientemente de la valoración de este trabajo, he logrado mi objetivo personal, realizar un trabajo que no sirva únicamente para dar por finalizado mi grado universitario, sino que sea un trabajo donde los conocimientos obtenidos a lo largo de estos meses, me sean aplicables en mi vida, y sin duda, para una persona como yo, que se preocupa por la inversión, he podido aprender nuevos conocimientos aplicables.

8 BIBLIOGRAFÍA

Ansoff, H. I. (1965). *Corporate strategy: An analytic approach to business policy for growth and expansion*. McGraw-Hill.

Asociación Libre de Economía. (2025). *¿Habrá más fusiones bancarias en España?* https://alde.es/blog/habra-mas-fusiones-bancarias-en-espana/

Banco de España. (2022). *Informe de Estabilidad Financiera 2022*. Banco de España.

Banco de España. (2023). *Informe de Estabilidad Financiera 2023*. Banco de España.

Banco de España. (2024). *Informe de Estabilidad Financiera 2024*. Banco de España.

Bankia. (2020). *Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2019*.

Bankia. (2021, 16 de febrero). *Cuentas anuales consolidadas del Grupo Bankia correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2020*.

BDO Auditores. (2020). *Informe de experto independiente en relación con el proyecto común de fusión entre CaixaBank, S.A. y Bankia, S.A.*https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Documentos/Informacion_Accionistas_Inversores/Informe_experto_comun_fusion_CAST.pdf

Besanko, D., Dranove, D., & Shanley, M. (2009). *Economics of strategy* (5.ª ed.). John Wiley & Sons.

Boletín Oficial del Registro Mercantil. (2020, 9 de diciembre). *CaixaBank, S.A. (sociedad absorbente) – Bankia, S.A. (sociedad absorbida)* (BORME-C-2020-7710). https://www.boe.es/borme/dias/2020/12/09/pdfs/BORME-C-2020-7710.pdf

Boston Consulting Group (BCG). (2019). *M&A Report 2019: Unlocking successful value creation*. Boston Consulting Group.

Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance, 12*(1), 48–68. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=485884

Buono, A. F., & Bowditch, J. L. (2003). *The human side of mergers and acquisitions: Managing collisions between people, cultures, and organizations*. Beard Books.

CaixaBank. (2019). *Estados financieros intermedios consolidados resumidos del Grupo CaixaBank correspondientes al periodo de seis meses finalizado el 30 de junio de 2019*.

CaixaBank. (2020, 20 de febrero). *Cuentas anuales del Grupo CaixaBank 2019: Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado*.

CaixaBank. (2020, 23 de octubre). *Informe del Consejo de Administración de CaixaBank, S.A. sobre el proyecto común de fusión entre CaixaBank, S.A. (como sociedad absorbente) y Bankia, S.A. (como sociedad absorbida) y sobre los aumentos de capital que se realizarán con ocasión de la fusión*.

CaixaBank. (2020). *Documento con la información descriptiva de la operación y de sus consecuencias para el emisor, conforme al artículo 1, apartados 4.g) y 5.f), del Reglamento (UE) 2017/1129: Fusión por absorción de Bankia, S.A. por CaixaBank, S.A.*

CaixaBank. (2021, 18 de febrero). *Cuentas anuales del Grupo CaixaBank 2020: Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado*.

CaixaBank. (2022, 28 de enero). *Resultados 4T21* [Presentación a inversores].

CaixaBank. (2022, 17 de febrero). *Cuentas anuales del Grupo CaixaBank 2021: Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado*.

CaixaBank. (2022, 29 de julio). *Actividad y resultados enero-junio 2022* [Informe financiero].

CaixaBank. (2024). *Cuentas anuales consolidadas e informe de gestión consolidado correspondientes al ejercicio 2023.*

CaixaBank y Bankia. (2020). *Proyecto común de fusión entre CaixaBank, S.A. y Bankia, S.A.*https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/Gobierno_corporativo/Bankia/Proyecto_comun_fusion_CAST.pdf

CaixaBank y Bankia. (2021, 22 de marzo). *Anuncio de canje de acciones de Bankia, S.A. por acciones de CaixaBank, S.A. con motivo de la fusión por absorción de la primera por la segunda*.

Carbó Valverde, S., y Rodríguez Fernández, F. (2016). Situación del sector bancario español y europeo: perspectivas para 2017. *Cuadernos de Información Económica, 255*. https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5909948

Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1996). *Managing mergers, acquisitions and strategic alliances: Integrating people and cultures* (2.ª ed.). Butterworth-Heinemann.

Damodaran, A. (2005). *The value of synergy*. Stern School of Business, New York University.

Deloitte. (2024). *M&A Trends Survey 2024. Deloitte*

Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). (2020). *Participación del FROB en Bankia y proceso de desinversión*.

Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). (2024). *Informe de actividad y recuperación de ayudas públicas al sector financiero*.

Funcas. (2022). *Concentración en el sector bancario: marco temporal y alcance*.

Funcas. (2025). *Estudio sobre el sector bancario español: estructura operativa, cambio y concentración*. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2025/02/Estudio-sobre-el-sector-bancario-espanol.pdf

Gaughan, P. A. (2015). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (6.ª ed.). John Wiley & Sons.

Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). *Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal*. The Free Press.

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., y Baptista Lucio, M. P. (2014). *Metodología de la investigación* (6.ª ed.). McGraw-Hill.

Homburg, C., & Bucerius, M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal, 27*(4), 347–367. https://doi.org/10.1002/smj.520

Howson, P. (2003). *Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions*. Gower Publishing.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review, 76*(2), 323–329. https://www.jstor.org/stable/1818789

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Kim, E. H., & Singal, V. (1993). Mergers and market power: Evidence from the airline industry. *American Economic Review, 83*(3), 549–569. https://www.jstor.org/stable/2117532

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5.ª ed.). John Wiley & Sons.

Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. Boletín Oficial del Estado, núm. 288, de 28 de noviembre de 2014. https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-12328

Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The Journal of Finance, 26*(2), 521–537. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1971.tb00912.x

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics, 47*(1), 13–37. https://doi.org/10.2307/1924119

Manne, H. G. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy, 73*(2), 110–120. https://doi.org/10.1086/259000

Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2010). *Joining forces: Making one plus one equal three in mergers, acquisitions, and alliances* (2.ª ed.). Jossey-Bass.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance, 32*(10), 2148–2177. https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426608000241

Maudos, J. (2016). Márgenes bancarios y tipos de interés: España en el contexto de la eurozona. *Cuadernos de Información Económica, 255*. https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5909949

Palomo Zurdo, R. J., y Sanchis Palacio, J. R. (2010). Efectos de las fusiones bancarias en los resultados. El caso de las cajas rurales en España durante la primera mitad de la década

de 2000. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa, 44*, 13–36. https://www.redalyc.org/pdf/807/80715045002.pdf

Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. The Free Press.

Ranft, A. L., & Lord, M. D. (2002). Acquiring new technologies and capabilities: A grounded model of acquisition implementation. *Organization Science, 13*(4), 420–441.

Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. The Free Press.

Reed, S. F., Lajoux, A. R., & Nesvold, H. P. (2007). *The art of M&A: A merger acquisition buyout guide* (4.ª ed.). McGraw-Hill.

Seth, A. (1990). Sources of value creation in acquisitions: An empirical investigation. *Strategic Management Journal, 11*(6), 431–446. https://doi.org/10.1002/smj.4250110603

Sirower, M. L. (1997). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. The Free Press.

Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: A guide for senior managers*. HarperBusiness.

Stigler, G. J. (1964). A theory of oligopoly. *Journal of Political Economy, 72*(1), 44–61. https://doi.org/10.1086/258853

Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal, 11*(4), 283–295. https://doi.org/10.1002/smj.4250110404

Weston, J. F., Chung, K. S., & Siu, J. A. (1998). *Takeovers, restructuring, and corporate governance* (2.ª ed.). Prentice Hall.

Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (6.ª ed.). SAGE.