

**FUSIONES Y ADQUISICIONES COMO ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO EN
EL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO**

**Trabajo presentado como requisito para obtener el título
de Magíster en Administración Financiera**

JULIANA MORENO CORREA

jmoren11@eafit.edu.co

JOHN JAIRO GIRALDO FRANCO

kgiral24@eafit.edu.co

Asesor: Jaime Alberto Ospina Mejía, M. A. F.

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

MEDELLÍN

2015

FUSIONES Y ADQUISICIONES COMO ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO EN EL SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO

Resumen

El sector financiero colombiano ha venido consolidándose a un ritmo acelerado desde la década de los noventa; esta tendencia se debe a la eliminación de ciertas barreras de ingreso, tales como la restricción de capitales extranjeros, las políticas de encaje bancario y, en general, a medidas proteccionistas implementadas por el Gobierno Nacional para proteger a los inversionistas locales y evitar fugas de capitales al extranjero. Esta situación forzó a las entidades financieras locales a buscar eficiencias, no solo operativas sino también estructurales, dado que se pasó de una búsqueda continua del incremento de ganancias por medio de coberturas (más clientes sin diversificar el portafolio) a la de incremento de ingresos a través de una propuesta de valor integradora, que no solo cubre un segmento, sino un conjunto de sectores que demandaban productos renovados que apoyaran el crecimiento económico de las diferentes ramas de la sociedad, pero el reto no se queda allí, dado el ingreso al país de estructuras financieras con trayectoria y una operación más eficiente que las operaciones locales; este crecimiento estuvo acompañado de reducción en costos y gastos; es allí donde la simplificación de las estructuras organizacionales, la integración de procesos y plataformas tecnológicas juegan un papel fundamental, dado que permiten aumentar el poder de mercado y realizar un aprovechamiento de las economías de escala, entre otros aspectos. Por ello, la presente investigación analiza las razones por las cuales las entidades financieras se han fusionado en Colombia, no solo como consecuencia de la crisis económica que se dio en la década de los ochenta sino también como una herramienta de choque ante los cambios de la economía global que obligo a los capitales locales a reagruparse para afrontar la apertura económica mundial. El análisis se realizó mediante un modelo econométrico en el cual se determina el impacto que tienen las fusiones bancarias sobre el crecimiento del sector financiero. Se evidencia que existe una relación positiva entre las variables escogidas en el modelo, lo que permite explicar un impacto positivo en el índice de profundización financiera cuando se presenta una fusión en el sector.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, sector financiero colombiano, índice de profundización financiera.

Abstract

The Colombian financial sector has been consolidating in an accelerated way since the nineties, this trend is due to the elimination of certain barriers to entry such as restrictions on foreign capital, bank reserve policies, and generally, measures should protectionist implemented by the national government to protect local investors

and prevent capital flight abroad. This situation forced the local banks to seek not only operational but also structural efficiencies, since it went from a continuous search of increased profits via hedges (more customers without diversifying the portfolio); the search for increased revenue through a proposed integrative value that covers not only a segment, but a sector that demanded and renewed to support economic growth in the different branches of the company products, but the challenge does not remain there since entering the country from financial structures trajectory and a more efficient operation that local operations this growth must be accompanied by reductions in costs and expenses, that is where the simplification of organizational structures, process integration and technology platforms play a fundamental role since it allows to increase market power, performing an exploitation of economies of scale, among others. That is why this research analyzes the reasons why financial institutions have been merged in Colombia not only as a result of the economic crisis that occurred in the eighties but also as a shock tool to changes in the global economy forced the local capital to regroup to face the global economic openness. The analysis was performed using an econometric model in which the impact of bank mergers into the growth of the financial sector is determined. It is evident that there is a positive relationship between selected variables in the model therefore helps to explain a positive impact on the financial deepening Index when a merger occurs in the sector.

Keywords: *mergers and acquisitions, Colombian financial sector, financial deepening index.*

TABLA DE CONTENIDO

	Página
Introducción.....	6
1. Grandes tendencias del sector financiero colombiano en la década de los noventa..	8
1.1. Análisis de la estructura del sector financiero.....	9
1.2. Breve recuento histórico de la evolución del sistema financiero.....	10
2. Marco Teórico.....	12
2.1 Fusión.....	12
2.2 Clasificación de las fusiones	12
2.3 Razones para fusionarse.....	13
2.4 Adquisiciones.....	15
2.4.1 Formas básicas de adquisiciones.....	15
2.5 Teorías alrededor de las fusiones y adquisiciones.....	16
2. Determinantes de las fusiones y adquisiciones en el sector financiero.....	17
3.1 Literatura sobre las fusiones y adquisiciones bancarias.....	17
3.2 Trabajos empíricos nacionales sobre el índice de profundización financiera.....	18
3.3 Trabajos empíricos internacionales sobre el índice de profundización financiera..	19
3. Estudios de caso: fusiones y adquisiciones en Colombia.....	19
4.1 Fusión entre Davivienda, Bansuperior y Bancafé.....	19
4.2 Fusión entre Bancolombia, Conavi y Corfinsura.....	21
4. Sistema financiero colombiano: cifras a diciembre de 2014.....	23
5.1 Activos.....	24
5.2 Cartera total.....	25
5.3 Cartera comercial.....	26
5.4 Cartera de consumo.....	27
5.5 Cartera de vivienda.....	28
5.6 Microcréditos.....	29
5.7 Indicador de profundización financiera.....	30
5.7.1Evolución de la profundización financiera en Colombia (1970-2014).....	31

5.8	La rentabilidad en el sistema financiero colombiano.....	32
5.9	Índice de solvencia.....	35
5.10	Índice de eficiencia.....	40
5.11	Índice de calidad de la cartera.....	40
5.	Efectos y tendencias de la consolidación en Colombia.....	40
6.	Modelo para el indicador de profundidad financiera.....	41
7.1	Tendencias del PIB, la cartera comercial y el índice de profundización financiera...41	
7.2	Metodología por desarrollar.....	43
7.2.1	Tendencias de relaciones.....	44
7.2.2	Análisis correlacionales.....	47
7.2.3	Modelación econométrica.....	52
7.2.4	Modelo ARIMA.....	55
7.	Conclusiones.....	59
	Anexos.....	61
	Referencias.....	75

Introducción

La economía mundial ha vivido grandes cambios en sus mercados, en especial en el sector financiero, que ha experimentado grandes aperturas económicas, lo que ha llevado a los países a evolucionar e, incluso, a reinventar sus economías.

Colombia no ha sido ajena a este cambio. A través de la historia ha experimentado modificaciones en su sistema financiero. Esta serie de cambios ha llevado a las instituciones a consolidarse con el fin de buscar mayores cuotas de mercado o fortalecerse desde el punto de vista institucional. Para ello, figuras como las fusiones y adquisiciones cobran vital importancia.

El marco de referencia para el presente análisis se enfoca en las razones del proceso de las fusiones y adquisiciones como estrategia de crecimiento en el sector financiero colombiano.

Para iniciar la realización del trabajo se definen los conceptos generales de fusiones y adquisiciones o *M&A (mergers and acquisitions)*, por su sigla usual en inglés, y los afines a estos procesos.

En segundo lugar, se hace un análisis global del sector financiero colombiano en la época de los noventa, período en el cual se presentaron crisis financieras que dieron cabida a importantes consolidaciones bancarias en el país y se presentan de manera general los cambios más significativos en el marco regulatorio del sector financiero en dicho período.

En tercer lugar, se revisan casos renombrados sobre las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en el país. Para tal fin se revisarán la literatura colombiana y las investigaciones realizadas por instituciones como la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Financiera de Colombia, entre otras.

En cuarto lugar se realizará un análisis general en cuanto a las fusiones y adquisiciones como estrategia de crecimiento y su incidencia en el sector financiero, mediante un modelo

econométrico que someta a prueba la relación entre la profundización financiera en Colombia cuando ocurre una fusión bancaria.

Por último, se analiza la evidencia que ratifica el impacto de las fusiones y adquisiciones bancarias y la profundización financiera, para lo cual se desarrolla el modelo planteado y se presentan resultados del modelo y conclusiones con base en las evidencias encontradas en la presente investigación.

1. Grandes tendencias del sector financiero colombiano en la década de los noventa

La década de los noventa es un período recordado por su alto movimiento de mercados. Términos como la globalización tomaron fuerza, en especial en los países desarrollados, e indujeron a sus economías a confluir en un solo rumbo: su apertura. Las empresas, a su vez, se vieron obligadas a mejorar sus estándares de competitividad y una forma de lograrlo ha sido a través de fusiones.

El sector financiero no ha sido ajeno al mencionado escenario. La consolidación entre entidades de crédito ha sido uno de los elementos más destacados en el ámbito financiero, tanto nacional como internacional, desde hace varias décadas.

Existen diferentes motivos para estas consolidaciones o adquisiciones. Vander Vennet (2002) señala que las instituciones financieras que poseen una importante cuota de mercado tienden a convertirse en adquirentes, con un especial énfasis en la obtención de entidades locales, pues se incrementarían su poder de mercado y las utilidades derivadas de dichas operaciones.

“Cuando dos empresas se fusionan lo hacen por uno o varios motivos que se materializan en que ambas empresas valoradas conjuntamente tomen un valor superior a si operasen de forma totalmente independiente” (Mascareñas Pérez-Íñigo, 1997). Esto es lo que se conoce como efecto sinérgico.

En el referido proceso, figuras jurídicas como las fusiones y adquisiciones se convierten en un elemento fundamental a la hora de hablar de desempeño y evolución en el sector financiero; no solo constituyen un método de crecimiento sino, también, una estrategia para afrontar los cambios tecnológicos, legislativos, estructurales y operativos que ha sufrido el sector, en especial desde la década de los noventa. En dicho período la mayoría de entidades financieras colombianas experimentaron un proceso de consolidación nunca antes visto.

El presente trabajo, de carácter descriptivo, pretende analizar el interés que se ha generado en el sistema financiero colombiano por fusionar o adquirir diferentes entidades, con el fin de dar origen a nuevas sinergias a través de la diversificación de su portafolio o el incremento de la participación en el mercado local por medio de economías de escala y de alcance.

En la bibliografía consultada se encuentran diversas clases de escritos que apuntan a los determinantes de las fusiones y adquisiciones pero con un enfoque sobre todo de tipo contable o jurídico, pues persiguen reducciones de sus costos y mejoras en la eficiencia (Rhoades, 1998; Fuentes, 2003). De igual manera se constata que la mayor parte del análisis sobre este tema se ha centrado en el mercado americano, lo que es otro motivo para proceder con la presente investigación.

La importancia del tema radica en que las fusiones y adquisiciones se han convertido en una de las principales estrategias utilizadas por instituciones financieras después de la crisis bancaria y la reforma que tuvo el sistema financiero (Berger, 1999). El buen funcionamiento del mercado financiero es de vital importancia para alcanzar un alto crecimiento económico en cualquier país. Por ser este tema un asunto de alta significación, en especial en el sector financiero, todas las personas y entidades inmersas en estrategias corporativas, valoración de empresas y, en general, todas las instituciones financieras deben tener conceptos claros sobre estos procesos, los motivos que las sustentan y los efectos que, en última instancia, se originan sobre las entidades y los sectores a los cuales pertenecen.

1.1 Análisis de la estructura del sector financiero colombiano

Estructura del sistema financiero colombiano (decreto 663 de 1993):

El sistema financiero y asegurador colombiano se encuentra regulado por la legislación nacional y está vigilado por la Superintendencia Bancaria de Colombia; dicho sistema tiene la siguiente conformación:

Establecimientos de crédito: establecimientos bancarios, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial y

cooperativas financieras.... Su función principal es la captación en moneda legal recurso del público en depósitos, a la vista (cuenta de ahorro, cuenta corriente) o a término (CDT's, CDAT's) realizando posteriormente una labor de colocación a través de préstamos, anticipos, descuentos u otras operaciones activas de crédito.

Sociedades de servicio financiero: Tienen por objetivo la realización de las operaciones previstas en el régimen legal que regula su actividad, y aunque captan recursos de privados, se considera principalmente como instituciones que prestan servicios complementarios y conexos con la actividad financiera. ...Son sociedades de servicios financieros: Sociedades Fiduciarias, Almacenes Generales de Depósito, Sociedades Administradoras de Pensiones y Cesantías.

Sociedades de capitalización: tas en el régimen legal que regula su actividad, si bien captan recursos del ahorro público, por la naturaleza de su actividad se consideran como instituciones que prestan servicios complementarios y conexos con la actividad financiera. Son sociedades de servicios financieros: Sociedades Fiduciarias, Almacenes Generales de Depósito, Sociedades Administradoras de Pensiones y Cesantías y Sociedades de Capitalización

Entidades aseguradoras: Entidades que aseguran las compañías, cooperativas de seguros o las de reaseguros.

Intermediarios de seguros y reaseguros: Corredores de Seguros, Agencias de Seguros, Agentes de Seguros y Corredores de Reaseguros (Presidencia de la República, 1993).

1.2 Breve recuento histórico de la evolución del sistema financiero

El sector financiero colombiano no fue ajeno al acelerado comportamiento global que se dio durante el período de los noventa. Luego de una acelerada innovación de los productos ofrecidos durante los años setenta, impulsada por un incremento de la demanda de crédito, tanto público como privado, fue necesario introducir figuras como las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) y el mecanismo de ahorro UPAC (figura controvertida de manera amplia con posterioridad, en la década de los noventa), mediante los decretos 677 y 678 de mayo de 1972; más tarde, a finales de los setenta, se da comienzo a las corporaciones de financiamiento comercial (CFC); sin embargo, a pesar de tales innovaciones financieras, se puede observar la baja diversificación en las operaciones correspondientes, acompañadas de

un alto proteccionismo estatal, que restringe el ingreso de nuevos competidores, tanto nacionales como internacionales; este fenómeno se extiende, incluso, hasta finales de la década de los ochenta período en el cual el país afrontó una crisis que llevó al declive de muchas compañías, sin embargo vale la pena aclarar que esta crisis no fue ajena al resto del mundo (Garay Salamanca, 1998).

Una vez finalizada la crisis financiera mundial iniciada en 1982, se hicieron más evidente las falencias del mercado colombiano, el cual, aun en la década de los noventa, continuaba presentando comportamientos que ya habían sido superados por mercados del primer mundo; el principal indicio de ello fue la falta de compatibilidad con las tendencias de globalización, soportada en las limitaciones para el ingreso de inversiones extranjeras, la baja competencia, dadas las medidas proteccionistas del Estado, y la atomización del portafolio financiero en el que las entidades y corporaciones financieras estaban enfocadas hacia productos específicos (esquema de banca especializada).

Durante 1990 se promulgó la ley 45, la cual permitió salir de un entorno de banca especializada para dar paso a un esquema de universal regulada, lo que facilitó así la entrada, salida, transformación, fusión y disolución de sociedades financieras, dentro de una normatividad para el manejo de eventuales conflictos de interés, con la mira de no restringir la movilidad del sector. Estas medidas permitieron la existencia de filiales y matrices.

Este cambio drástico en las regulaciones del mercado financiero colombiano dio origen al ingreso de compañías y capitales extranjeros, lo que al final obligó a las entidades locales existentes a reorganizarse y a definir nuevos portafolios y estrategias de captación y colocación, con el fin de no perder participación de mercado, garantizar un crecimiento sostenible y maximizar las utilidades por sinergias o economías de escala; debido a ello, la consolidación entre entidades de crédito es uno de los elementos más destacados en el ámbito financiero, tanto nacional como internacional.

2. Marco teórico

Para abordar el tema de las fusiones y adquisiciones, ante todo se debe tener claridad sobre los conceptos básicos y la ubicación espacial dentro de la estructura del sistema financiero

colombiano; con posterioridad se abordará un contexto del sector y en seguida se analizarán las teorías en las cuales están sustentados ambos conceptos.

2.1 Fusión

El término fusión se refiere a la idea de dos empresas que unen sus patrimonios y dan paso a una nueva. Adquisición, por su parte, se emplea para el caso de la organización que compra las acciones o activos de otra compañía para tener control absoluto sobre la misma y sin llevar a cabo la fusión. El objetivo final de ambos procesos es generar valor (Espíñeira, Sheldon y Asociados, 2008).

En el sector financiero, una fusión, es una transacción que involucra la integración total de los bancos, para originar una nueva entidad, a diferencia de una adquisición, en la que un banco adquiere a otro porque desea el control total sin unir los recursos de ambos ni crear una nueva entidad (Focarelli, 2002).

2.2 Clasificación de las fusiones

Las fusiones se clasifican en:

Fusión por la creación de una compañía nueva: consiste en la fusión de dos o más compañías para la creación de una nueva sociedad, a la cual cada una aporta la totalidad de su patrimonio y produce la disolución anticipada de cada una de estas.

Fusión por absorción: cuando la fusión resulta de la absorción de una o varias compañías por otra ya existente. Implica la disolución de las compañías absorbidas, las cuales desaparecen después de haber transferido la totalidad de sus patrimonios a la sociedad absorbente

Fusión horizontal: la compra o fusión de una empresa que compite en la misma rama económica, con la intención de participar en un mayor mercado o de las economías de escala. A esta fusión también se le conoce como fusión estratégica.

Fusión vertical: cuando la compra o fusión se realiza hacia un cliente o un proveedor, con la intención de asegurar la venta del producto en el primer caso, o el suministro de materias primas para el segundo.

Conglomerado: este tipo de compañía no tiene ningún tipo de relación, la fusión o compra se hace solo buscando mejoras en la eficiencia y su consecuente sinergia (Españeira, Sheldon y Asociados, 2008)

También cabe mencionar las llamadas tipologías de fusiones: sinergia operativa, diversificación, realineamiento estratégico, subvaloración de recursos y teoría de la agencia, entre otras (Depamphilis, 2005).

2.3 Razones para fusionarse

A continuación se enumeran los principales motivos para fusionar o adquirir compañías Ocaña Pérez de Tudela y Peña Sánchez de Rivera (1992):

Motivos tecnológicos: Existen economías de escala o de alcance de modo que la fusión ahorra costes. Con frecuencia el ahorro se deriva de un mejor aprovechamiento de algún recurso compartido por las dos empresas (actividades de I+D, red de distribución, capacidad directiva, etc.).

Motivos estratégicos (Monopolización): A través de la fusión se consigue un mayor poder de mercado que permite a las empresas fusionadas aumentar sus beneficios conjuntos.

Motivos fiscales: Su existencia depende del marco institucional en que opera la empresa. En particular, pueden existir incentivos a la adquisición de empresas derivados del diferente tratamiento fiscal que reciben los beneficios y las inversiones. La distribución de beneficios entre los propietarios de una empresa suele estar penalizada fiscalmente (Impuesto de Sociedades e Impuesto sobre la Renta). Las empresas con un exceso de liquidez pueden evitar a sus accionistas el pago de impuestos reinvertiendo los excedentes. En particular, una estrategia de crecimiento externo, basada en la compra de otras empresas, permite emplear estos remanentes. Nótese que existen otras fórmulas de reinversión alternativas. Una estrategia de crecimiento interno también serviría al mismo propósito. La opción del crecimiento externo sólo debería ser elegida si su rentabilidad es mayor que la de los proyectos de desarrollo interno de la empresa.

Control de la gerencia (Incentivos): El mercado de capitales puede ejercer una función disciplinaria sobre la gerencia de las empresas. La adquisición de una empresa deficientemente gestionada, seguida de una reestructuración de la misma, puede

umentar su capacidad para obtener beneficios. Si la mala gestión de la empresa se refleja en una baja cotización en bolsa y la restructuración da lugar a un alza en las cotizaciones, el comprador puede obtener un beneficio a través de la adquisición y posterior restructuración.

El supuesto implícito en esta argumentación es que la habilidad directiva es fácilmente trasladable de unas empresas a otras, independientemente de su rama de actividad. Sólo de este modo es posible que la restructuración de la empresa, llevada a cabo por una gerencia externa, no especializada en las actividades de la empresa adquirida, de lugar a mejoras de eficiencia. Esta concepción es plausible si la función principal de los directivos es la planificación financiera de la empresa, esto es, la asignación de los recursos disponibles entre las distintas unidades que forman la empresa. Si, por el contrario, la gestión de la tecnología es parte importante de la actividad de los directivos, parece improbable que los resultados de la empresa puedan mejorarse con una dirección no especializada.

Motivaciones (exclusivamente) financieras: Desde una perspectiva agregada, Golbe y White (1987) argumentan que la realización de las fusiones se verá influenciada por la situación de los mercados financieros. En primer lugar, unos precios bajos de las acciones en comparación con el coste de reposición de los activos reales que representan, deberían conducir a que las fusiones se produjesen con mayor frecuencia. En otros términos, cabe esperar una correlación temporal negativa entre la frecuencia de las fusiones y la « q de Tobin », esto es, el ratio entre el valor de mercado de los activos y su valor de reposición (corrigiendo por las posibles distorsiones fiscales).

En segundo lugar, una discrepancia de opiniones sobre el valor de un activo entre su poseedor y un comprador potencial hacen más probable su intercambio. Podría esperarse, entonces, una mayor número de fusiones en épocas de inestabilidad acusada en los precios de las acciones.

Evitar la quiebra: En ciertas situaciones es posible evitar la quiebra de una empresa mediante su fusión con otra. Si la amenaza de quiebra es debida a factores ajenos a la actividad principal de la empresa (problemas financieros, por ejemplo), la fusión será una respuesta eficiente.

Reducir el coste del capital: El coste del acceso a la financiación externa puede verse afectado por el valor del colateral que la empresa aporta como garantía. Si el coste del

capital disminuye con el tamaño de los activos que la empresa puede aportar, entonces existe una ventaja de tipo financiero asociada al crecimiento.

2.4 Adquisiciones

Al hablar de adquisición se entiende que es una negociación directa en la que una empresa compra los activos o acciones de otra y los accionistas de la empresa adquirida dejan de ser los propietarios de la misma (Escobar, 2006).

2.4.1 Formas básicas de adquisiciones

Las adquisiciones se clasifican en:

Adquisiciones de acciones: consiste en comprar las acciones con derecho de voto entregando a cambio de efectivo, acciones de capital y otros valores. El procedimiento de compra suele comenzar con una oferta privada afectada por la administración de una empresa a otra. La oferta es comunicada a los accionistas de la empresa fijada como blanco de adquisición por medio de anuncios públicos, tales como la colocación de avisos en los periódicos.

Adquisición de activos: estas adquisiciones implican la transferencia de títulos de propiedad. Los procedimientos pueden resultar costosos. Una empresa puede adquirir otra compañía comprando la totalidad de sus activos y para ello se requerirá del voto formal de los accionistas de la empresa vendedora (Escobar, 2006).

2.5 Teorías alrededor de las fusiones y adquisiciones

Quizá una de las teorías que en mayor medida explica las fusiones y adquisiciones es la de los costos de transacción.

Dicha teoría identifica las características de los costos de transacción que hacen el intercambio bastante oneroso, a la vez que especifica el mecanismo de gobierno corporativo que puede coordinar la transacción, de tal manera que se puedan realizar ajustes para reducir el costo (Jones, 1987).

Otra teoría importante en el tema de las fusiones es la económica clásica, pues dice que las fusiones están basadas en la idea de lograr economías de escala y de alcance (Besako y Dranove, 1996). Según este punto de vista, las fusiones representan una forma de aumentar el volumen de producción y reducir los costos promedios. Por lo tanto, es posible, entonces, empezar a abordar las fusiones y adquisiciones como una estrategia “rápida” de crecimiento no orgánico, que de esta manera cobra especial relevancia en un ambiente económico fluctuante y con cambios estructurales significativos, que las convierten en la principal forma de ingreso a un mercado, sobre todo en sectores, como el financiero, con altas barreras de entradas, es decir, los factores que hacen que sea costoso para las empresas entrar a una industria (Sanfilippo Azofra, 2005).

Las fusiones y adquisiciones se explican de igual manera en la dirección estratégica, en especial en lo referente a los recursos, pues la finalidad de las empresas, después de generar utilidad, es disminuir el sometimiento del entorno (Daft, 2000). La dirección estratégica se ocupa, en lo primordial, de las decisiones que toman los directivos de una empresa en aras de generar valor. Sin importar la naturaleza, deben ir de la mano, es decir, las de tipos operativo y estratégico no pueden separarse, pues se complementan. Una de las decisiones que deben tomar los directivos en algún momento del ciclo económico de la empresa es la de fusionarse o no. De ahí la importancia de tener claridad sobre la teoría y el rumbo que va a tomar la dirección estratégica de la empresa.

De la mano de la dirección estratégica se encuentran las teorías gerenciales. Gerencia estratégica es un proceso mediante el cual se formulan, ejecutan y evalúan las acciones que permitirán que una organización logre los objetivos (David, 1994).

3. Determinantes de las fusiones y adquisiciones en el sector financiero

Cuando un banco compra a otra entidad financiera en aras de buscar mayor competitividad, por lo general lo hace en búsqueda de la sinergia, ya sea en la parte comercial o en términos de eficiencia (Herrero, 2012).

Al hablar de la sinergia comercial, un banco busca ganar cuota de mercado en alguno de los segmentos en los que el otro banco sea bastante fuerte. Esta estrategia apunta a diferentes

frentes; puede ser en segmentación geográfica o en nicho especializado de clientes o de diferentes marcas.

Cuando se trata de ganar una mayor participación en el mercado, dos particularidades salen a vista: los bancos grandes buscan obtener un mayor poder en el sistema a través del crecimiento como organización. Por otro lado, los bancos pequeños tienen como objetivo lograr un tamaño patrimonial que les permita mantenerse en el mercado. Dentro de la participación de mercado, también existe el objetivo de ampliar los productos que ofrecen a sus clientes. Esto se ve en forma específica en fusiones horizontales, en las que las instituciones financieras involucradas permiten complementariedad de productos o introducción de productos nuevos, lo cual conlleva al incremento de las utilidades si se logran bajos costos (Morales y Villanueva, 1999).

Por otro lado, cuando el objetivo es mejorar la eficiencia de una entidad bancaria, lo que se busca es adoptar procesos y tecnologías de la entidad adquirida; sin embargo, este proceso es mucho más complejo y requiere un esfuerzo bastante importante de ambas entidades (Herrero, 2012).

3.1 Literatura sobre las fusiones y adquisiciones bancarias

Entre la bibliografía encontrada se observa que en el mundo muchas investigaciones explican cómo las ganancias del resultado de las fusiones en materia de costos es escasa. En otros trabajos se comparan los costos operativos y el nivel de activos totales y como resultado no se ven las mejoras en dichos indicadores (Estrada, 2005).

Otros autores, como Berger y Hannan (1989), analizan el tema de las fusiones bancarias desde la perspectiva del efecto del poder de mercado sobre los precios de los bancos y encuentran que son menores las tasas ofrecidas sobre los depósitos y se cobran tasas más altas a los créditos si se sigue la hipótesis de poder de mercado.

De igual manera, otros estudios, como los realizados por el BID (2005), generalizan las características de las fusiones desde el punto de vista geográfico, en especial en países desarrollados y en los de Latinoamérica, en los que las fusiones se dan entre bancos pequeños, como consecuencia de situaciones del mercado, mientras que en los desarrollados las

fusiones se presentan como resultado de integraciones de bancos extranjeros como estrategia de internacionalización.

De manera general, la bibliografía consultada apunta a un sistema financiero consolidado, sin importar cuál sea el motivo que haya impulsado a las entidades involucradas a dar dicho paso; todos tienen un fin común: fortalecer las instituciones financieras, de tal manera que estén preparadas para cualquier cambio que deba ocurrir en el sistema financiero.

3.2 Trabajos empíricos nacionales sobre el índice de profundización financiera

Existen diferentes trabajos sobre el impacto que tiene el índice de profundización financiera en el crecimiento del sector financiero colombiano. Existen autores, como Ballesteros Ruiz y López González (2009), que afirman que la profundización financiera ayuda a la ampliación de la dotación de capitales necesarios para la producción nacional. También señalan que ayuda al desarrollo de los sectores de la economía a la vez que aumenta la cartera. En su modelo econométrico de mínimos cuadrados ordinarios, que incluye variables como el PIB y agregados monetarios, encuentran la estrecha relación entre el crecimiento económico y el desarrollo financiero.

En su trabajo, Tenjo y García (1995) realizaron una regresión lineal de la tasa de crecimiento del PIB versus la tasa del crecimiento del PIB per cápita, en la que analizaron si son funciones de indicadores de desarrollo de la intermediación financiera. Como resultado de su investigación, encontraron una relación significativa entre los aspectos financieros y los reales de la economía y como conclusión tuvieron que el mayor desarrollo del sistema bancario incentiva mayores tasas de crecimiento económico.

3.3 Trabajos empíricos internacionales sobre el índice de profundización financiera

El estudio de corte transversal realizado por King y Levine (1993), en el que las variables son el pasivo líquido del sistema financiero, los créditos bancarios y los de empresas privadas, se evidencia que el nivel de desarrollo financiero está ligado en alto grado con las tasas actuales y posteriores de crecimiento económico. El resultado es una relación positiva entre el desarrollo financiero, la tasa de inversión y la de eficiencia.

Thorsten, Levine y Loayza (2000) evaluaron si el nivel de desarrollo del sector financiero ejercía un efecto en el crecimiento económico a través de un estudio de variables instrumentales y una técnica que controla las variables de cada país y los efectos de endogeneidad, tomando como variable el crédito privado para 77 países. Como resultado se encontró el gran impacto que ejerce la banca en el crecimiento de la productividad total de los factores, que se sustenta a través del PIB.

En general, se puede observar que los trabajos en los que se ha analizado el índice de profundización financiera estudian diferentes variables pero no tienen en cuenta un componente estratégico como lo son las fusiones y adquisiciones bancarias. De ahí la importancia que toma la realización del presente trabajo, pues se presenta el impacto que tienen las fusiones en el índice, lo que permite establecer el nivel de crecimiento que tiene el sector financiero.

4. Estudios de Caso: Fusiones y adquisiciones en Colombia

4.1 Fusión entre Davivienda, Bansuperior y Bancafé

Existen varios casos que han acelerado el interés por las fusiones y adquisiciones en el país. Uno de ellos es el del Banco Davivienda con Bansuperior, en el año 2005, y un año después con Bancafé. Aunque la bibliografía respectiva es bastante reservada, sí es de conocimiento general la importancia del mismo, pues llevo al primero de ellos a ocupar el segundo puesto como banco comercial nacional y estar entre los primeros 50 de Latinoamérica (Bancos de Colombia ganan puestos en 'ranking' de América Latina, 2012).

Los motivos que llevaron a la fusión fueron, en esencia, la búsqueda de posicionamiento, la adquisición de mayor porcentaje del mercado y el logro de la unión de capacidades y recursos. Para ese entonces, Bansuperior tenía la franquicia de la tarjeta de crédito Diners, que era blanco de Davivienda, pues era un producto diferenciado y que podría adquirir en menor tiempo y a menores costos. Una vez establecida la fusión, se generaron inconvenientes en los sistemas de información. Después de esta fusión, Davivienda, que pertenecía al Grupo Bolívar, adquirió otras instituciones, como Ediciones Gama y Cobranzas Beta. Con la operación, Cobranzas Beta pasó de un millón a 7 millones de clientes.

Un año más tarde, el 12 de octubre de 2006, Davivienda inició su segunda fusión, esta vez con un banco estatal, al ganar la subasta pública del 99,06% de las acciones de Bancafé por \$2,21 mil millones (La República, 2006). Bancafé era fuerte en créditos a entidades oficiales y Davivienda experto en crédito de consumo personal; la suma de las dos empresas dio origen a tal sinergia que años más tardes Davivienda recibió calificaciones de riesgo AAA de entidades como Duff & Phelps Colombia y BRC Investor Services (2008). La expectativa de Davivienda de mejorar su posicionamiento estratégico fue eficaz, pues su precio por acción se incrementó una vez se supo la noticia de la fusión, lo que se reflejó en las utilidades del grupo (Suárez, Gorbaneff y Beltrán, 2010).

CUADRO 1. Fusión entre Davivienda y Banco Superior

	Fusión Davivienda - Banco Superior				
	Octubre de 2005				
	dic-04		sep-05		oct-05
	Davivienda	B. Superior	Davivienda	B. Superior	Dav-B Superior
Activos (MM \$COP)	6.000.267	1.123.035	6.873.553	1.191.863	8.065.416
% Part. en mercado	6,5%	1,2%	6,7%	1,2%	7,9%
Tamaño	Mediano	Pequeño	Mediano	Pequeño	Mediano
Posición en el mercado por tamaño	5	18	4	18	3
Cartera (MM \$COP)	1.843.486	768.803	2.942.799	809.370	3.752.169
% Part. en mercado	5,9%	1,6%	5,3%	1,5%	6,8%
Depósitos y Exigibilidades (MM \$COP)	4.320.617	885.437	5.167.437	964.186	6.131.623
% Part. en mercado	6,6%	1,4%	7,2%	1,3%	8,5%
Composición Depósitos y Exigibilidades					
Ctas. Corrientes	8,5%	21,6%	6,6%	19,8%	8,7%
CDT	34,0%	60,1%	27,4%	65,8%	33,4%
Ctas. Ahorro y dep. de ahorro	55,3%	14,4%	54,1%	12,9%	56,5%
Composición Cartera					
Comercial	36,0%	8,9%	37,2%	8,2%	31,1%
Consumo	23,6%	91,1%	29,1%	91,8%	45,1%
Hipotecaria	40,4%	0,0%	33,7%	0,0%	26,6%
No Empleados	3.922	1.023	3.836	1.032	4.868
No Oficinas	377	257	216	56	272

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.)

4.2 Fusión de Bancolombia, Conavi y Corfinsura

El 14 de septiembre de 2004, la Junta Directiva de Suramericana de Inversiones S. A., accionista de Bancolombia, Conavi y Corfinsura, autorizó al representante legal de Bancolombia a iniciar los estudios de factibilidad de la integración de las compañías. El proceso se estructuró como una fusión por absorción. En una operación de este tipo, una de las sociedades, denominada absorbente en este caso Bancolombia, conserva su personalidad jurídica y absorbe a una o varias sociedades, que se disuelven sin liquidarse.

Para realizar el proceso, se determinaron unas razones de intercambio para cada empresa: en el caso de Conavi, se convino que los accionistas recibieran una acción ordinaria o preferente de Bancolombia por 115,39184295 acciones de Conavi. Para el caso de Corfinsura, la razón de intercambio era de 1,48709574 acciones por una acción ordinaria o preferente de Bancolombia (Superintendencia Financiera de Colombia, s.f.). De igual manera, los accionistas de Bancolombia podían recibir acciones en una proporción de una a una de la compañía Corfinversiones, a la cual se transfirió todo el portafolio de inversiones de Corfinsura, pues esta debía extinguirse para que se efectuara la fusión.

Existen dos importantes razones para que Bancolombia fuera la entidad absorbente: tenía sus acciones preferentes en la Bolsa de Valores de Nueva York y disfrutaba de las ventajas del régimen de estabilidad tributaria¹.

Los motivos que explican esta fusión son, en esencia, tres:

1. El incremento de la eficiencia, representado en la disminución de los costos y el aumento de sus canales de distribución para utilizarlos de manera más eficiente, generando así mayor utilidad para los accionistas.
2. El cambio de una banca especializada en operaciones de intermediación financiera tales como ahorro y operaciones de financiación a una banca con mayor nivel de actividades. De esta manera se lograría tener en una entidad productos de captación, colocación, créditos de vivienda, banca comercial y de inversión.
3. La creciente tendencia en Latinoamérica de fusionar entidades que realizaran actividades económicas similares (Berggrun Preciado, 2006).

¹ Acuerdo firmado en enero de 2001 y vigente hasta 2010, que consiste en la posibilidad de suscribir con el Estado un contrato de estabilidad hasta por el término de diez años.

CUADRO 2. Fusión entre Bancolombia y BIC

	Fusion Banco de Colombia - BIC			
	Diciembre de 1997			
	dic-97		dic-98	dic-04
	BIC	B. Colombia	Bancolombia	Bancolombia
Activos (MM \$COP)	2.989.945	3.710.241	6.757.580	13.847.437
% Part. en mercado	5,6%	7,0%	11,5%	14,9%
Tamaño	Mediano+	Grande	Grande	Grande
Posición en el mercado por tamaño	5	2	1	1
Cartera (MM \$COP)	1.496.533	2.067.766	3.718.958	7.036.950
% Part. en mercado	4,2%	5,8%	9,4%	21,5%
Depósitos y Exigibilidades (MM \$COP)	1.266.979	2.038.103	3.814.157	8.777.622
% Part. en mercado	3,8%	6,1%	10,2%	13,4%
Composición Depósitos y Exigibilidades				
Ctas. Corrientes	27,8%	28,3%	26,2%	31,7%
CDT	41,3%	26,1%	37,8%	27,5%
Ctas. Ahorro y dep. de ahorro	24,2%	41,2%	31,2%	38,9%
Composición Cartera				
Comercial	75,7%	76,6%	77,8%	80,0%
Consumo	24,3%	23,2%	22,1%	20,0%
Hipotecaria	0,0%	0,2%	0,1%	0,0%
No Empleados	3.116	3.846	7.549	7.027
No Oficinas	110	268	376	377

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.)

Cuadro 3. Fusión entre Bancolombia y Conavi

	Fusion Bancolombia - Conavi			
	Julio de 2015			
	dic-04		jun-05	sep-05
	Bancolombia	Conavi	Bancolombia	Bancolombia S.A.
Activos (MM \$COP)	13.847.437	4.638.778	14.601.719	22.019.879
% Part. en mercado	14,9%	5,0%	15,1%	21,5%
Tamaño	Grande	Mediano	Grande	Grande
Posición en el mercado por tamaño	1	8	1	1
Cartera (MM \$COP)	7.036.950	2.279.348	7.836.158	12.386.816
% Part. en mercado	21,5%	4,7%	15,0%	22,5%
Depósitos y Exigibilidades (MM \$COP)	8.777.622	3.816.260	8.669.898	13.453.862
% Part. en mercado	13,4%	5,8%	12,7%	18,7%
Composición Depósitos y Exigibilidades				
Ctas. Corrientes	31,7%	0,5%	28,9%	19,5%
CDT	27,5%	18,3%	26,7%	23,6%
Ctas. Ahorro y dep. de ahorro	38,9%	77,5%	42,4%	54,1%
Composición Cartera				
Comercial	80,0%	35,2%	73,2%	73,2%
Consumo	20,0%	9,8%	15,9%	15,9%
Hipotecaria	0,0%	55,0%	10,9%	10,9%
No Empleados	7.027	3.977	7.550	N/D
No Oficinas	377	257	387	N/D

Fuente:

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.)

5. Sistema financiero colombiano en cifras a diciembre de 2014

Cuadro 4. Establecimientos de crédito

Cifras en millones de pesos y porcentajes

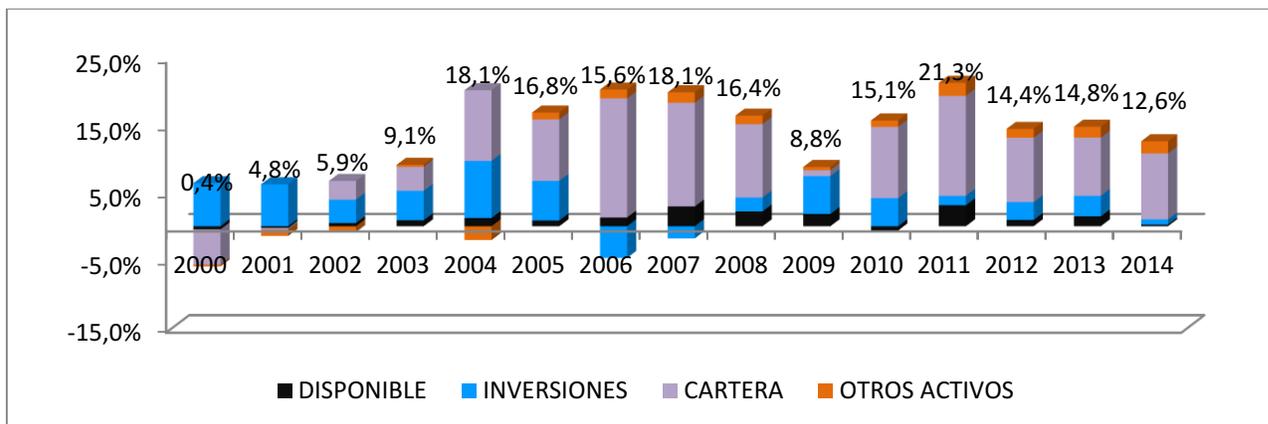
TIPO DE INTERMEDIARIO	DICIEMBRE DE 2014				
	ACTIVO	INVERSIONES	CARTERA	PATRIMONIO	UTILIDADES
ESTABLECIMIENTOS					
BANCARIOS	442.117.285	79.527.598	303.975.936	62.091.824	7.927.656
CORPORACIONES FINANCIERAS	9.847.325	6.743.358	259.926	5.934.521	546.545
COMPañIAS DE FINANCIAMIENTO	26.632.885	575.142	18.507.310	3.103.392	315.030
ENTIDADES CORPORATIVAS DE CARÁCTER FINANCIERO					
	2.263.633	78.157	2.007.447	461.012	42.102
TOTAL	480.861.128	86.924.255	324.750.619	71.590.749	8.831.333
VARIACION REAL ANUAL					
ESTABLECIMIENTOS					
BANCARIOS	9,74%	3,59%	11,52%	10,00%	1.435.867
CORPORACIONES FINANCIERAS	-20,79%	-27,53%	212,39%	6,86%	-57.624
COMPañIAS DE FINANCIAMIENTO	5,06%	-9,63%	8,84%	8,33%	-57.027
ENTIDADES CORPORATIVAS DE CARÁCTER FINANCIERO					
	-19,35%	-37,94%	-17,09%	-7,96%	22
TOTAL	8,43%	0,10%	11,18%	9,52%	1.321.237

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.)

Durante el año 2014, los establecimientos de crédito registraron un crecimiento promedio en sus activos de 9,55% en términos reales anuales. Una de las razones que explica este resultado es la expansión de la cartera de créditos, la cual represento el 44,84% dentro del producto interno bruto (PIB) a diciembre de 2014. De igual manera, la tendencia de crecimiento se mantuvo para los indicadores de calidad y cobertura de la cartera los cuales presentaron niveles favorables (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

5.1 Activos

Gráfica 1. Contribución por rubro al crecimiento total de los activos (en puntos porcentuales)



Nota: datos al 31 de diciembre de 2014. Cifras reportadas hasta el 9 de febrero de 2015

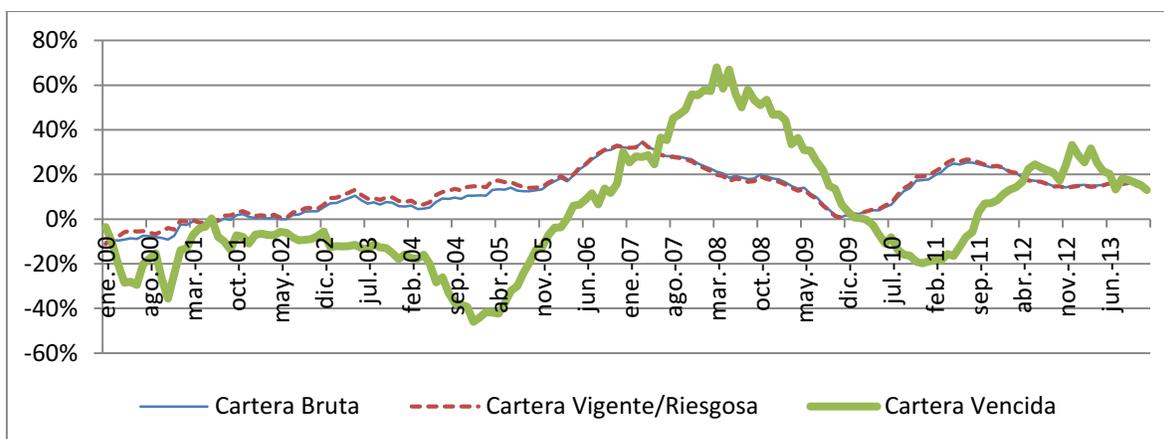
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014)

Durante 2014, los establecimientos de crédito ascendieron a \$478,60 billones, equivalentes a un crecimiento real anual de 12,6%, que fue menor al registrado en 2013 (14,8%), debido a la desaceleración de las inversiones; sin embargo, el crecimiento de los activos estuvo marcado por la expansión de la cartera de créditos. Para el análisis de estas cifras se tuvo en cuenta que había 64 establecimientos de crédito en funcionamiento, discriminados así: 22 bancos, cinco corporaciones financieras, 21 compañías de financiamiento, 11 instituciones oficiales especiales (IOE) y cinco cooperativas financieras (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

Es importante destacar que en 2014 se mantuvo la dinámica de conversiones y entrada de nuevos intermediarios al sistema financiero. Esta tendencia ha favorecido el cubrimiento de diferentes segmentos del mercado financiero como el microcrédito, las tarjetas de crédito y la cartera enfocada en pymes (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

5.2 Cartera total

Gráfica 2. Cartera total



Nota: datos al 31 de diciembre de 2014. Cifras reportadas hasta el 9 de febrero de 2015

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014)

La cartera de los establecimientos de crédito, con inclusión del Fondo Nacional del Ahorro, en 2014 presentó un ritmo de crecimiento inferior al registrado en 2013. Este comportamiento se presentó en todas las modalidades de cartera por lo que, al cierre de diciembre de 2014, el saldo de cartera total se ubicó en \$329,60 billones y registró una variación real anual de 11,05% (esta tasa equivale al 15,12% en términos nominales anuales), inferior al 11,49% registrado en diciembre de 2013 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

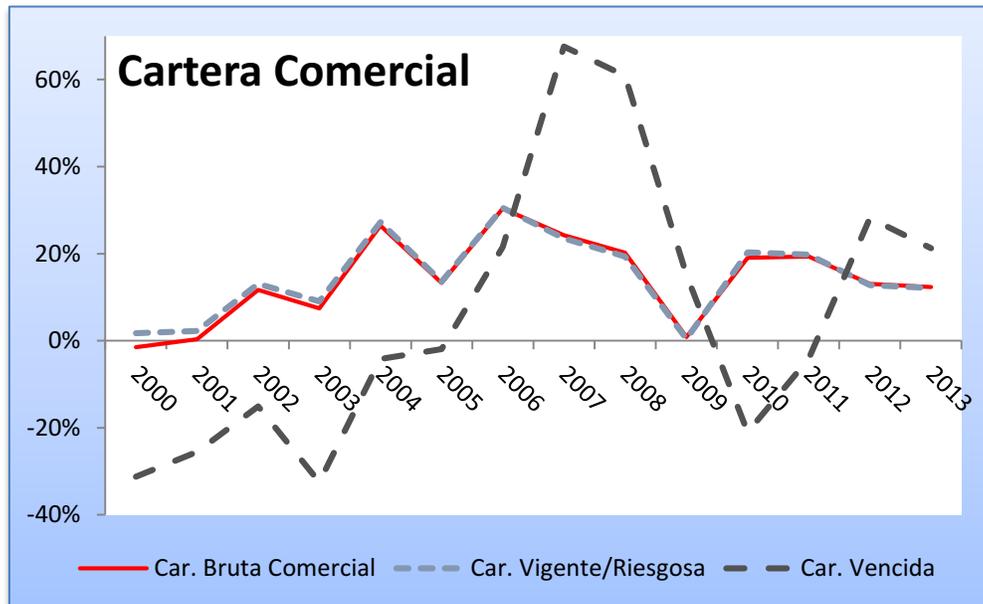
De acuerdo con la descomposición de la cartera, la modalidad comercial presentó la mayor parte de la total, con 59,76%, seguida de la de consumo, con 27,12%, la de vivienda, con 10,34%, y, por último, del microcrédito, con 2,78%. De igual manera, los indicadores de calidad y cobertura registraron niveles adecuados para la mayoría de las modalidades, de tal forma que la cartera total presentó un indicador de calidad de 3% a diciembre de 2014 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

La cartera total en mora registró un incremento en la vencida, debido al deterioro registrado en los créditos de algunas pymes y en algunos productos de consumo, como los créditos de libre inversión y las tarjetas de crédito. A diciembre de 2014, el saldo total vencido de la

cartera se estableció en \$9,89 billones, equivalente a una variación real anual de 15,45%, mayor al registro de diciembre de 2013, de 11,35% (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

5.3 Cartera comercial

Gráfica 3. Cartera comercial



Nota: datos al 31 de diciembre de 2014. Cifras reportadas hasta el 9 de febrero de 2015

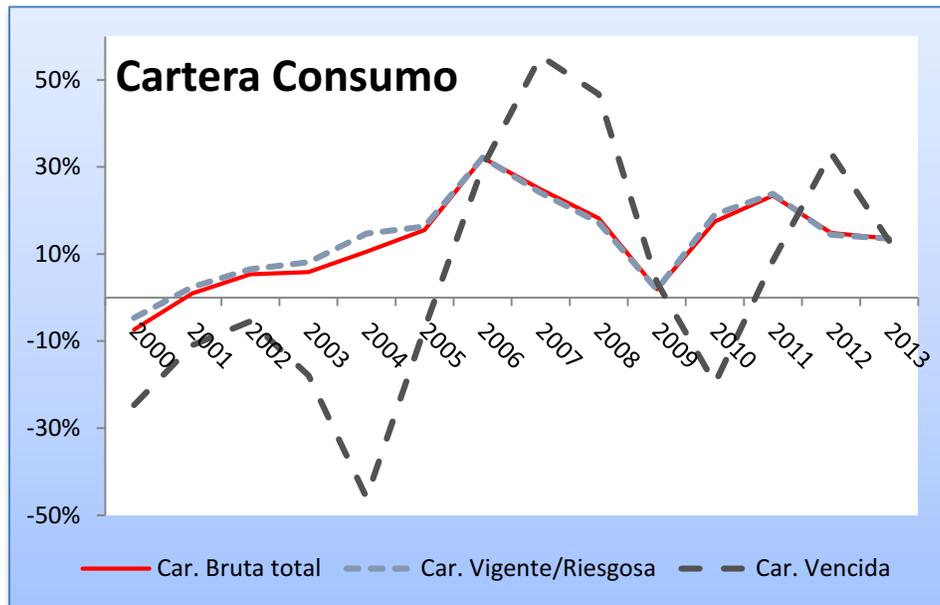
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014)

Durante casi todo 2014, la modalidad comercial moderó su tasa de crecimiento; sin embargo, en los últimos meses se dio un crecimiento a partir de los desembolsos dirigidos a grandes empresas. A final de 2014, la cartera comercial registró un saldo total de \$196,97 billones y una variación real anual de 12%. La cartera total vencida registró una cifra mayor a la de 2013, de 19%. En diciembre de 2014, el crecimiento de la cartera en mora registró 23,12% y su saldo fue de \$4,37 billones. Este incremento del saldo vencido se debió al deterioro en créditos de algunas pymes. De igual manera, las provisiones ascendieron a \$7,37 billones, correspondientes a un aumento de 11,52% en términos reales anuales. De esta manera, el indicador de cobertura se ubicó en 168,61%, lo que quiere decir que, por cada peso de cartera

venida, los establecimientos de crédito contaron con \$1,68 para cubrirlo (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

5.4 Cartera de consumo

Gráfica 4. Cartera de consumo



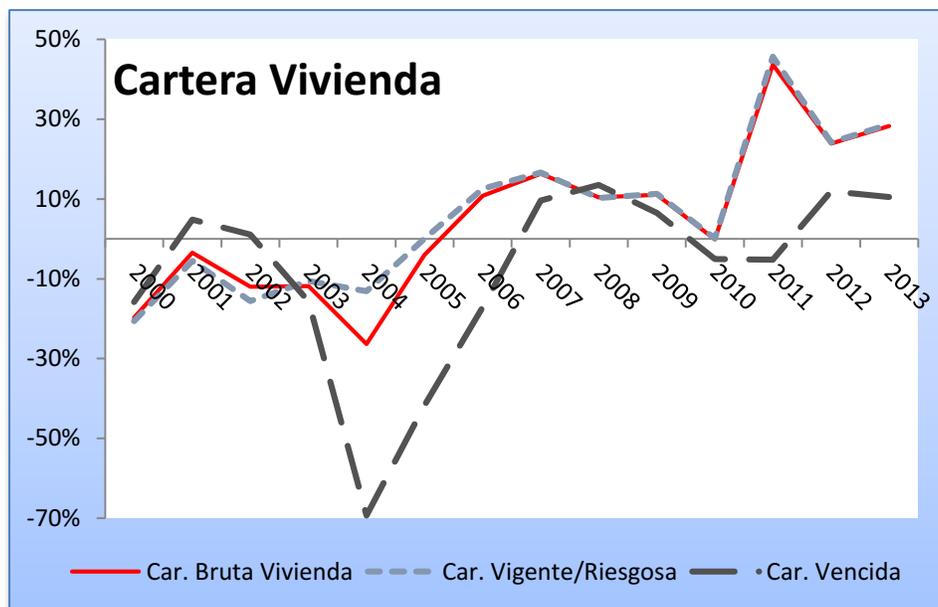
Nota: datos al 31 de diciembre de 2014. Cifras reportadas hasta el 9 de febrero de 2015

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014)

Los niveles de la cartera de consumo estuvieron relativamente en su tasa de crecimiento real anual. A finales de 2014 registraron 9,05%, cifra cercana al 8,93% de diciembre de 2013. El saldo total de esta cartera se situó en \$89,39 billones a finales de diciembre de 2014. La cartera riesgosa reflejó un 7,07%, superior en 4,59 puntos porcentuales (PP) con respecto a los niveles registrados en diciembre de 2013. La cartera vencida presentó una variación real anual de 7,06%, superior en 5,23 PP frente a los niveles registrados en diciembre de 2013, y un saldo de \$3,92 billones (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

5.5 Cartera de vivienda

Gráfica 5. Cartera de vivienda



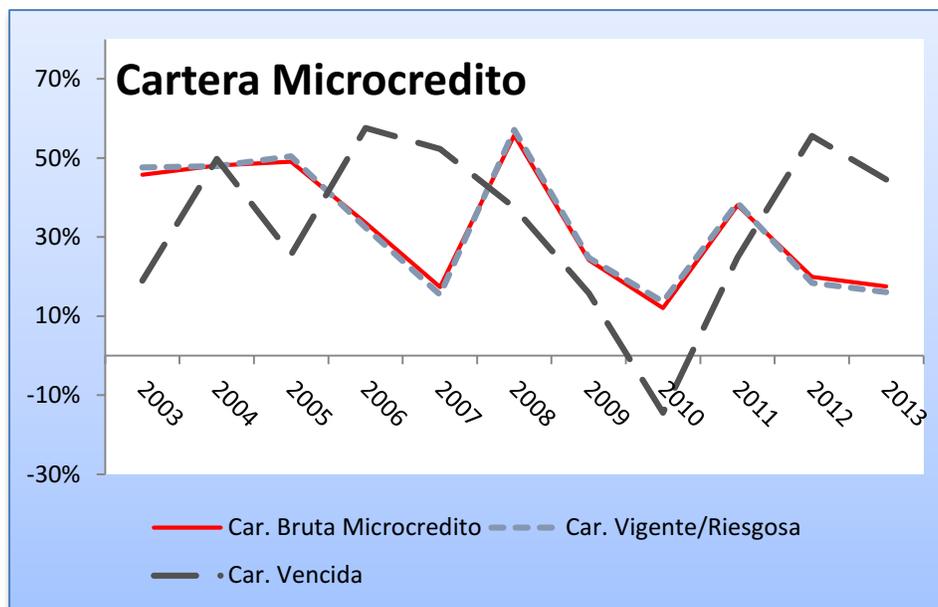
Nota: datos al 31 de diciembre de 2014. Cifras reportadas hasta el 9 de febrero de 2015

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014)

En el 2014, la cartera de vivienda moderó su crecimiento; sin embargo, continuó siendo la modalidad con mayor tasa de variación real anual, de 12,52%, y un saldo de \$34,09 billones, que significa que aumentó en \$4,86 billones frente al mismo período de 2013. La cartera vencida presentó un comportamiento ascendente, con un saldo en mora de \$916,05 miles de millones, con un incremento real anual de 14,22%, superior en 3,17PP al nivel registrado en diciembre de 2013. La cifra para desembolsos de crédito de vivienda fue de \$14,10 billones, enfocados sobre todo hacia segmentos de vivienda diferentes a las de interés social, con un total de créditos colocados de \$10,89 billones. Para las viviendas de interés social (VIS), el monto colocado fue de \$3,20 billones (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

5.6 Microcréditos

Gráfica 5. Microcréditos



Nota: datos al 31 de diciembre de 2014. Cifras reportadas hasta el 9 de febrero de 2015

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2014)

La modalidad de microcrédito registró niveles de desaceleración frente a los de diciembre de 2013. Este comportamiento se debió a la disminución en los desembolsos de dichos créditos por parte de algunas entidades. La tasa de crecimiento real anual registró 5,58%, con un saldo total de \$9,15 billones. De igual manera, el saldo en mora registró una tasa desacelerada de crecimiento de 17,59 PP con respecto a los niveles observados en diciembre de 2013, con una variación real anual de 23,42%. Por su parte, el indicador de cobertura de esta modalidad pasó de 108,26% a 88,57% en diciembre de 2014 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

5.7 Indicador de profundización financiera

El índice de profundización financiera (Superintendencia Financiera de Colombia, s.f.), también conocido como de inclusión financiera, es un indicador del proceso mediante el cual se integran los servicios financieros a las actividades económicas de la población en general.

La medida relaciona la cartera total con el PIB; incluso, puede analizarse para el total de la cartera o por modalidad de crédito. En algunos casos, esta medida puede estimarse como la relación entre los depósitos y el PIB.

La importancia de este índice para el país se debe, en especial, a dos razones: es una medida con reconocimiento internacional, que permite determinar el grado de desarrollo del sistema financiero de un país; además, refleja indicios sobre el nivel de desarrollo económico de las naciones, debido a la relación positiva entre él y el indicador de profundización.

Una de las formas de lograr el desarrollo económico son, precisamente, las fusiones y adquisiciones bancarias. De esta manera, las fusiones se convierten en un fundamento estratégico en el sector bancario. De ahí la importancia que tiene su impacto en el índice de profundización financiera, pues se logra establecer si se genera o no crecimiento en el sector cuando se da una fusión. Esta situación también se conoce como crecimiento externo o inorgánico. Las fusiones permiten, de una manera más rápida, adquirir nuevos segmentos de mercado, posicionamiento que de forma orgánica podría tardar más tiempo, por lo cual el efecto de las fusiones se puede ver sobre todo en el largo plazo.

5.7.1 Evolución de la profundización financiera en Colombia (1970-2014)

El despertar de la profundización financiera en Colombia se dio a partir de los años setenta, cuando la demanda de dinero se enfocaba hacia elementos transaccionales puros, es decir, M1 (efectivo + depósitos en cuentas corrientes). Después de esto, aparecen las innovaciones financieras, las cuales ampliaron la imagen de los cuasidineros y del ahorro, con lo que se les restó importancia a los componentes transaccionales. Debido a esta situación, la relación M17PIB empezó a disminuir y pasó de 16,1% en 1970 a 13,3% en 1980 (ver cuadro 1) (ANIF, 2014).

Durante el período comprendido entre 1995 y 1998 se evidencia el alto grado que presenta este índice; estas cifras pueden deberse a comportamientos del sector previo a la crisis de finales de los años noventa. La situación no fue sostenible y la desaceleración que presentó

en los años posteriores se debió al excesivo apalancamiento del sector privado, financiado en su mayoría por el sector financiero.

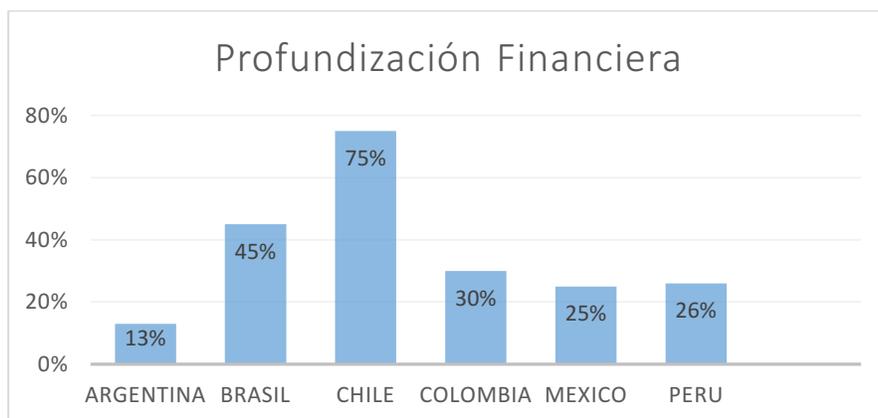
Para el año 2003, el estancamiento de los créditos, en especial el de vivienda, retrocedió el índice hasta niveles del 20%. Otro de los factores que ayudaron a este decrecimiento fue la introducción del impuesto a las transacciones financieras (ITF) en 1998 (ANIF, 2014). Este impuesto se creó como una contribución temporal del 0,2% para enfrentar la emergencia económica de 1998 y 1999. Sin embargo, el ITF se volvió un tributo cuasipermanente con la ley 1111 de 2006 y alcanzó la onerosa tasa del 0,4% (ANIF, 2014).

Sin embargo, a partir del año 2004, el índice ha presentado cifras crecientes, hasta alcanzar niveles de hasta el 71% en junio de 2014 (ASOBANCARIA, 2015).

En general, el índice de profundización en Colombia presenta una tendencia creciente. Al comparar el histórico de este indicador con el promedio que manejan países desarrollados, puede verse como bajo, pues se presentan casos como los de Chile, en donde el indicador se ha mantenido en niveles del 75%, y de Brasil, con niveles del 45% y se advierte la posibilidad de seguir creciendo la colocación de cartera a valores superiores.

La actividad del sistema financiero en relación con la economía nacional continuó creciendo, sobre todo la orientada al otorgamiento de créditos. De esta forma, la profundización financiera, medida como la participación del crédito en el total del PIB, registró un incremento de 3,7 puntos porcentuales durante 2014, al pasar de 41,1% a 44,8% entre 2013 y 2014 (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015).

Gráfica 10. Profundización financiera en Latinoamérica en 2012



Fuente: Universidad EAFIT (2012)

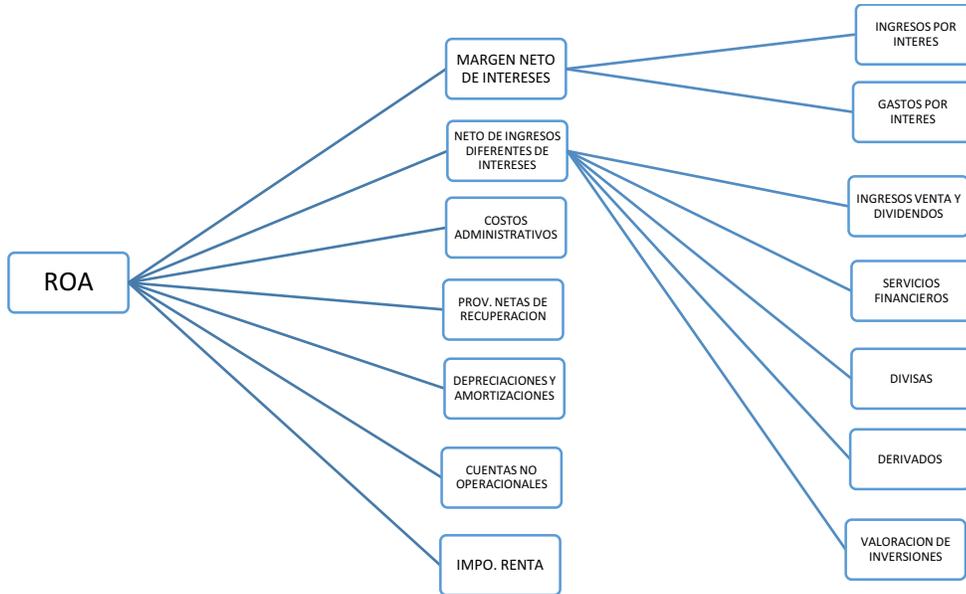
5.8 La rentabilidad en el sistema financiero colombiano

Una de las principales medidas de rentabilidad de las entidades bancarias es la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE), por su sigla en inglés (*return on equity*).

Sin embargo, también, aunque en menor medida, se tiene en cuenta el ROA, por su sigla en inglés (*return on assets*), que es el cociente entre los resultados o ganancias de la entidad y el valor de sus activos, mientras que el ROE es el cociente entre el resultado contable y el valor del patrimonio de la entidad (Martínez y Moreno, 2009).

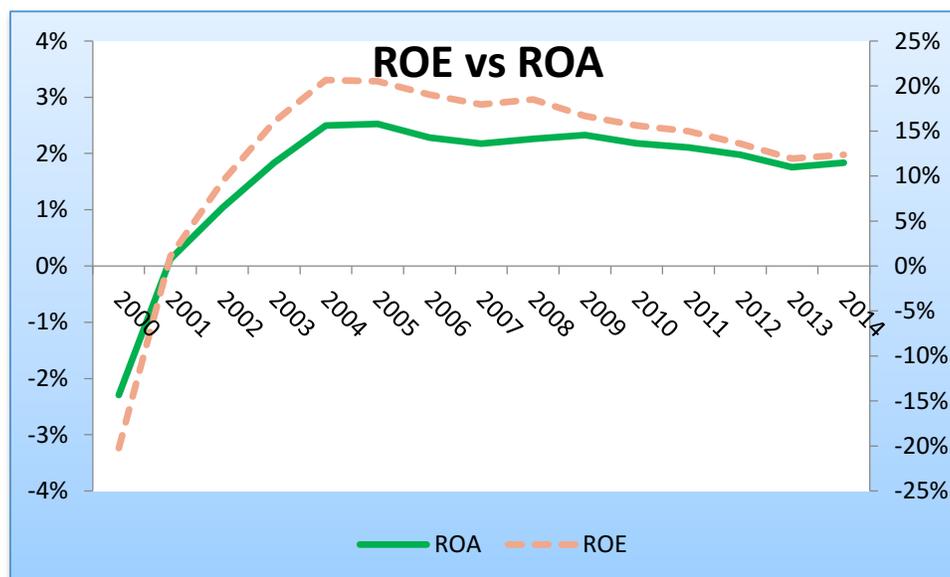
El origen de la rentabilidad de los bancos se puede entender de mejor manera por medio del llamado árbol de rentabilidad. El siguiente cuadro muestra dicho esquema para el sistema bancario (ASOBANCARIA , 2013).

Cuadro 5. Árbol de rentabilidad de los establecimientos bancarios



Fuente: ASOBANCARIA (2013)

Gráfica 11. Evolución de indicadores de rentabilidad



Fuente: ASOBANCARIA / FEDESARROLLO (2014)

Durante 2014, las utilidades operacionales de los establecimientos de crédito estuvieron marcadas, en lo primordial, por la cartera, con 61,37%, la valorización de las inversiones, con 9,31%, la venta y los dividendos de inversiones, con 9,31%, y las comisiones de los servicios financieros, con 8,36%. A diciembre de 2014, los indicadores de rentabilidad fueron mayores a los registrados en 2013. Esta situación se debió al mayor incremento observado en las utilidades, frente al crecimiento registrado por los activos y el patrimonio. De esta manera, al cierre del año, la rentabilidad del patrimonio (ROE) se ubicó en 12,34%, mientras que la del activo (ROA) se estableció en 1,84%. En diciembre de 2013, el ROE fue de 11,91% y el ROA de 1,76%. Si se analizan dichos indicadores por tipo de establecimiento, los bancos se destacaron con mayor ROE, con 12,77%. Con respecto al ROA, las corporaciones financieras se destacaron, con 5,55%, seguidas de las cooperativas financieras, con 1,86%, los establecimientos bancarios, con 1,79%, y las compañías de financiamiento, con 1,18% (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

Desde un punto de vista racional, se puede decir que cualquier proceso de fusiones y adquisiciones debe perseguir un incremento de la rentabilidad o del beneficio por acción. Sin embargo, esto tiene que ser consecuencia de los efectos sinérgicos y de la calidad de las

inversiones y no sencillamente por un incremento circunstancial tras la emisión de nuevas acciones, o un incremento en el patrimonio. Por este motivo, el ROE por lo general disminuye en el corto plazo cuando se presenta una fusión, pues uno de los efectos de dichas operaciones es reasignar beneficios a un conjunto de activos, pasivos y patrimonio, mientras que, en muchas ocasiones, la utilidad constante o presenta un grado menor de crecimiento.

5.9 Índice de solvencia en Colombia

Durante la crisis financiera de 2007 a 2009 fue evidente que existían normatividades que en apariencia eran insuficientes o podrían ser objeto de mejoras a la hora de definir controles sobre la actividad económica y financiera; por ello, desde entonces se han realizado diferentes foros en los que se discuten de manera permanente los procesos de control y política financiera en el mundo; como parte de ese proceso de discusión, en septiembre de 2010 se anunció un sinnúmero de medidas que reforman el marco regulatorio financiero de los países miembros del Comité de Basilea para la supervisión bancaria, las cuales están condensadas en el acuerdo Basilea III. El grupo en mención, cuyo nombre completo es Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, según el BIS (s.f.) y en traducción libre,

Provee un foro para la cooperación regular acerca de temas de supervisión bancaria. Su objetivo es ensanchar el conocimiento de asuntos clave de supervisión y mejorar la calidad de dicha actividad a lo largo del mundo entero. Los miembros del comité provienen de Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Holanda, región administrativa especial de Hong Kong, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía, Reino Unido y Unión Europea.

En general, los acuerdos de Basilea (Basilea I, 1988; Basilea II, 2004, y Basilea III, 2000) parten de un hecho: “toda persona o compañía que participan de una actividad económica buscan maximizar sus ganancias minimizando la cantidad de recursos propios invertidos; aumentando así su tasa de retorno” (BIS, s.f.). Los establecimiento financieros no son ajenos a la situación, ya que podrían verse tentados o incentivados a tomar posiciones de inversión riesgosas, con una mayor incertidumbre sobre el retorno y un incremento en la probabilidad

de pérdida de la inversión, lo que generaría una situación de alta exposición de su principal fuente de recursos, que son las captaciones que realiza en el mercado; debido a ello, es necesario que los entes reguladores exijan que los bancos mantengan un nivel mínimo de capital y que incluyan, además, los siguiente elementos:

- Aumento de la calidad del capital.
- Mejora de la captura de los riesgos de determinadas exposiciones.
- Constitución de colchones de capital.
- Introducción de una ratio de apalancamiento.
- Mejora de la gestión del riesgo, del proceso supervisor y de la disciplina de mercado.
- Introducción de un estándar de liquidez (Rodríguez de Codes Elorriaga, 2010).

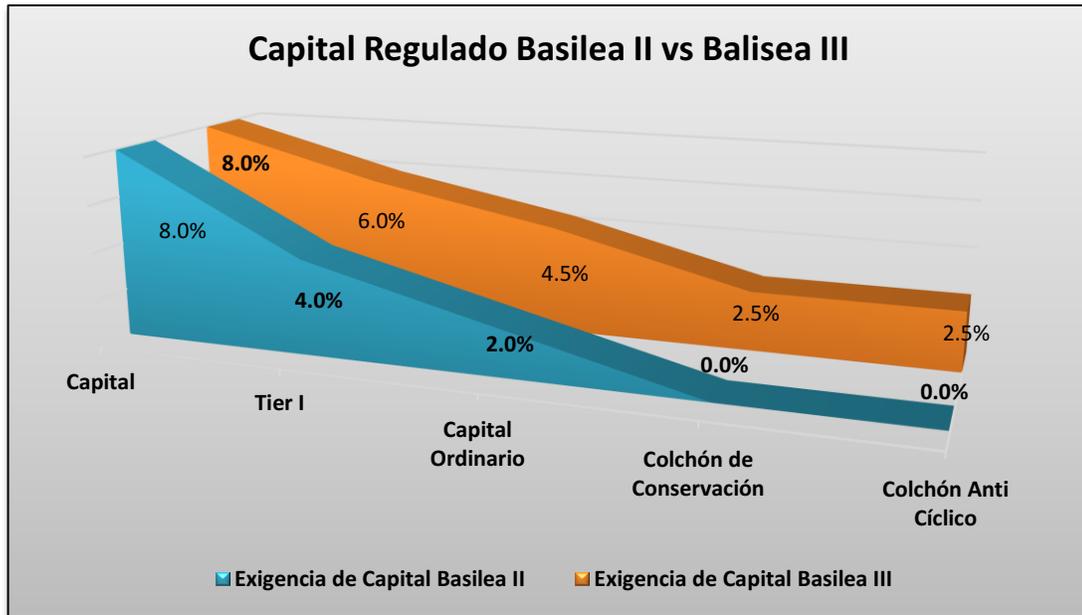
El acuerdo de Basilea III establece algunas condiciones que deben cumplirse, así:

- i) la razón de capital nivel I (o Tier I) respecto de los Activos Ponderados por Riesgo (APR) deberá ser mínimo del 6%, cuyo componente central (capital tangible) no puede ser inferior al 4.5% de los APR.
- ii) la razón de solvencia total. (capital total/APR) no podrá ser inferior al 8%. Dichos límites deben cumplirse, luego de realizarse las deducciones de los ajustes regulatorios que aplican sobre el capital, los cuales hacen referencia a una serie de conceptos que se deben “filtrar” del patrimonio, con el fin de garantizar un alto grado de pureza y calidad del mismo.

Adicionalmente, se les exigirá a los bancos mantener un colchón de conservación del capital del 2.5% que sirva de reserva para los períodos de estrés, con lo cual el capital tangible mínimo ascenderá al 7% y el requerimiento total al 10.5%. Asimismo, las entidades deberán acopiar patrimonio adicional de nivel I, con el fin de dotar un “colchón” anti cíclico que sirva como protección ante eventuales pérdidas derivadas de crecimientos excesivos del crédito que incrementen el riesgo sistémico. El monto de este colchón puede oscilar entre 0% y 2.5% de los APR (Clavijo, Vera, Malagón y González, 2012).

A continuación se presentan de manera gráfica los principales cambios frente al acuerdo de Basilea II.

Gráfica12. Relación de solvencia con riesgo de mercado



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (s.f.)

Se acordó, entonces, por parte del comité de supervisión bancaria de Basilea, implementar este conjunto de medida con el fin de garantizar la solvencia del sistema bancario, ya que se hicieron muy evidentes dos cosas: los Bancos conservaban niveles de capital muy bajos, que los limitaban a la hora de absorber pérdidas, y los niveles de apalancamiento eran muy elevados (endeudamiento); ambas situaciones limitaban la liquidez y la capacidad de respuesta ante turbulencias o pánicos del mercado y, además, un número importante de entidades representaban riesgo sistémico (común para todo el mercado).

La implementación de esta norma de manera definitiva endureció la regulación bancaria, por lo cual se definió un período de transición desde enero de 2013 hasta enero de 2019.

Colombia, al igual que la mayoría de los países, se encuentra en un período de migración temprana entre Basilea II y Basilea III, los cuales se usan como referencia para las superintendencias y demás autoridades públicas del país (debe recordarse que el acuerdo de Basilea fue firmado solo por los miembros del G20, del cual Colombia no hace parte). Para

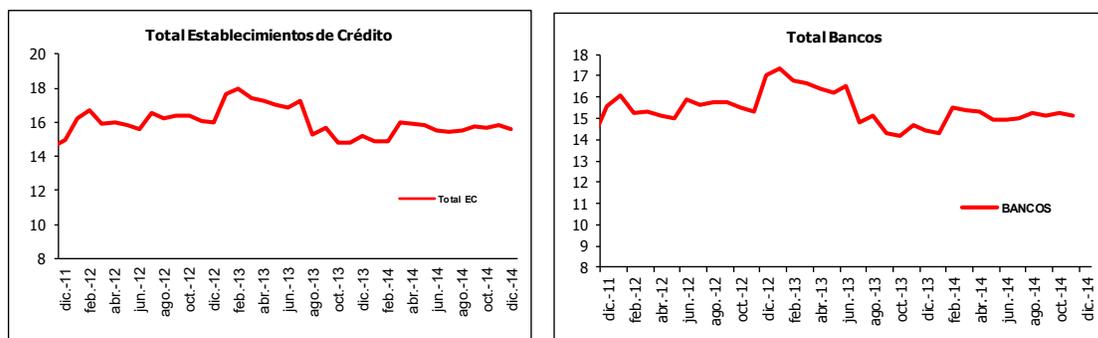
diciembre de 2004, los establecimientos financieros cumplían los niveles de liquidez que exigía la Superintendencia Financiera pero no los niveles de riesgo operativo que exigía Basilea II. Una vez el mercado adoptó este método de cálculo sugerido por el G20, se evidenció que más del 50% de las entidades financieras no cumplían el capital mínimo requerido. La necesidad de capital del sector para cubrir dicho requerimiento se cuantificó en \$433 mil millones, situación de mercado que ocasionó una reorganización acelerada del sector financiero a través de las fusiones y adquisiciones; como resultado del proceso de implementación se evidenció una disminución del número de establecimiento financieros como se ilustra en la siguiente tabla (cifras de diciembre de 2004):

Tipo de Establecimiento Financiero (2004)	
Establecimiento Bancarios	26
Compañías de Financiamiento Comercial	25
Instituciones Oficiales Especiales	10
Cooperativas Financieras	5
Corporaciones Financieras	4
Total Establecimientos Financieros	70

Fuente: elaboración de los autores con base en Superintendencia Financiera de Colombia (2015)

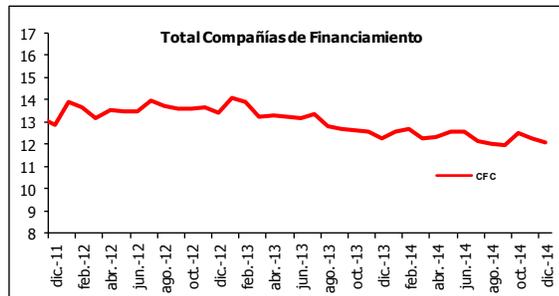
Durante un ejercicio realizado por la ANDI se concluye que el índice de solvencia total para Colombia se reducirá en 3,2 puntos porcentuales para dejarlo en 11%, frente a los niveles observados desde diciembre de 2011, para el cual la relación de solvencia fue de cerca de 14,2% (Clavijo, Vera, Malagón y González, 2012), como se muestra en la siguiente gráfica:

Gráfica 13. Relación de solvencia total con riesgo de mercado



cc Total Corporaciones Financieras

17



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2015)

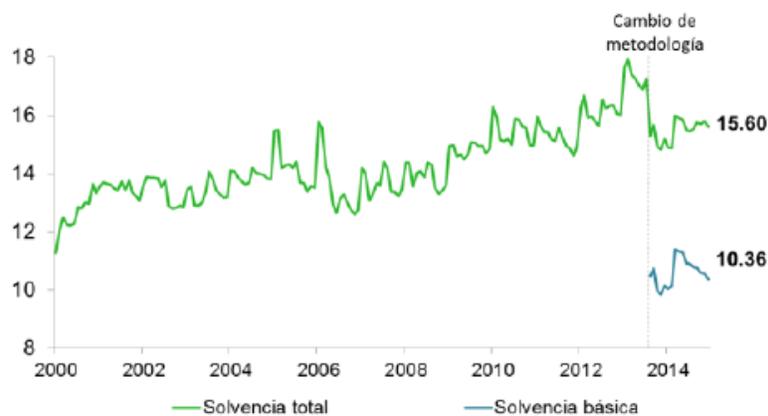
En cuanto al índice de solvencia, conviene tener en cuenta las dos definiciones siguientes, con el fin de entender a cabalidad la gráfica 14 (Superintendencia Financiera de Colombia (2014):

$$\text{solvencia básica} = \frac{\text{patrimonio básico ordinario}}{APNR + 100 \text{ VeR RM}} \cdot 9$$

$$\text{solvencia total} = \frac{PT}{APNR + 100 \text{ VeR RM}} \cdot 9$$

Donde PT es el patrimonio técnico, APNR son los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio y VeR RM es el valor de la exposición por riesgo de mercado.

Gráfica14. Índice de solvencia



Nota: Datos al 31 de diciembre de 2014. Cifras reportadas hasta el 09 de febrero de 2015

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2015)

La relación de la solvencia total se calcula con el objetivo de monitorear el régimen de capital de las entidades, para que tengan los instrumentos que respalden de forma óptima su actividad y a finales de diciembre de 2014 se ubicó en 15,60%. De igual manera, la solvencia básica, que se construye con el capital de mayor calidad, se ubicó en 10,36%. Ambas medidas superaron el nivel de regulación de 9% y 4,5%, en su orden. Durante 2014 se observó un incremento superior en el patrimonio técnico, que se explica por el aumento en el patrimonio adicional, en comparación con el registro por los aumentos ponderados de riesgo crediticio (APNR) y con el valor de la exposición de riesgo de mercado. Este comportamiento generó un aumento en la razón de la solvencia de 40 puntos básicos frente al valor registrado a finales de diciembre de 2013, que fue de 15,20% (Superintendencia Financiera de Colombia, 2014).

5.10 Índice de eficiencia

El índice de eficiencia relaciona el conjunto de ingresos que obtiene una entidad financiera en un período determinado con los costos de explotación asumidos. Mediante este índice se evalúan factores como el tamaño del banco, los saldos de las cuentas bancarias y la productividad de productos y servicios relacionados con su nivel de eficiencia.

5.11 Indicador de la calidad de la cartera

El indicador de la calidad de la cartera relaciona el monto de la cartera vencida total con la cartera bruta.

6. Efectos y tendencias de la consolidación en Colombia

El análisis de los efectos de las consolidaciones en general es abordado por varios autores (ANIF, 2006) desde tres puntos de vista. Primero, desde el de las eficiencias de costos, que no es otra cosa que encontrar sinergias operativas, tácticas y gerenciales que por lo general terminan en integración de plataformas tecnológicas, simplificación de procesos, eliminación de burocracia y, por último, reducción de personal. Segundo, desde la visión de generación de ingreso a través de mejores combinaciones de productos generando economía de escala. Y, por último, por medio del incremento de la concentración de mercado mediante la cual se facilite fijar tasas más altas, que maximicen los ingresos de la organización sujeta a la consolidación (Estrada, 2005); en este último punto de vista surgen las mayores

preocupaciones, dado que en países con pocas entidades financieras, como Colombia, es notorio el poder de mercado de los bancos establecidos, lo cual podría representar un mayor costo para sus clientes; sin embargo, es una tendencia que se ha venido reflejando en la mayoría de países de la región, sin importar el número de banco, que haya; es entonces posible que lo que se busca es un mecanismo de defensa frente a la masiva oferta de operadores financieros internacionales (Mesa Callejas y Marín Rodríguez, 2005):

Tabla 1. Número de bancos en América Latina

Numero de Bancos en America Latina				
	1996	2002	2014	% Variacion
Argentina	117	80	69	-41.0%
Brasil	253	177	121	-52.2%
Chile	31	25	34	9.7%
Colombia	39	27	25	-35.9%
Costa Rica	30	21	12	-60.0%
México	40	32	42	5.0%
Perú	22	15	24	9.1%
El Salvador	18	13	10	-44.4%

Fuente: elaboración de los autores con base en BID (2005) y FELABAN (2014)

7. MODELO INDICADOR DE PROFUNDIDAD FINANCIERA

7.1 Tendencia del PIB, cartera comercial e índice de profundización financiera

El índice de profundización financiera, también conocido como de inclusión financiera, es un indicador que integra los servicios financieros a las actividades económicas de la población en general. Esta medida relaciona la cartera comercial con el PIB, es decir:

$$IPF_{Ti} = \frac{CCF_{Ti}}{PIB_{Ti}}$$

Dónde:

IPF_{Ti} : índice de profundidad financiera en el trimestre i

CCF_{Ti} : cartera comercial del sistema financiero en el trimestre i

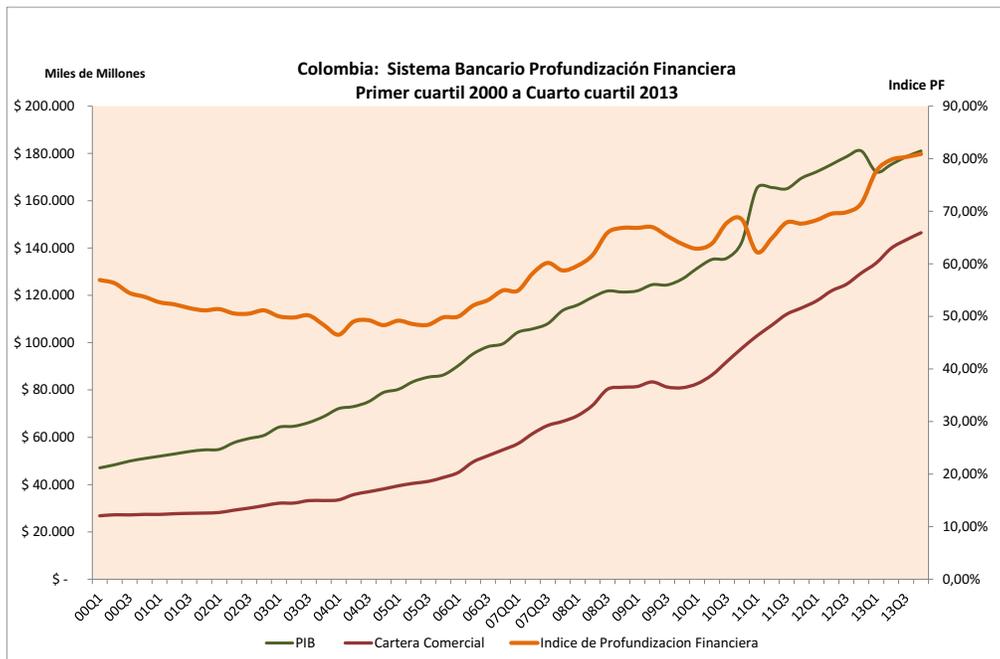
PIB_{Ti} : producto interno bruto en el trimestre i

Cuando este indicador asume valores superiores a 50% significa que el sector financiero se encuentra en estabilidad financiera.

La importancia de este índice para un país es que permite determinar el grado de desarrollo del sistema financiero del mismo; además, refleja indicios sobre el nivel de desarrollo económico respectivo, debido a la relación positiva entre el último y el indicador de profundización.

En la gráfica 15 se observan las trayectorias trimestrales del PIB, la cartera comercial y el índice de profundidad financiera desde el primer trimestre de 2000 hasta el cuarto de 2013. Se observa que el PIB de Colombia presenta un comportamiento con tendencia creciente sostenida a lo largo del período, con cambios repentinos en los años 2011 y 2012 para después volver a estabilizarse.

Gráfica 15. Índice de profundidad financiera en Colombia para la cartera comercial



Fuente: elaboración de los autores

Por su parte, la cartera comercial en el período de referencia presenta un comportamiento creciente y sostenido, al igual que el PIB; estas dos tendencias hacen que el índice de profundización financiera presente unos niveles altos, comprendidos entre 46,50% y 80,90%, lo que muestra que el comportamiento del sistema financiero en Colombia es creciente y sostenido, con altos desempeños de desarrollo económico.

7.2 Metodología por desarrollar

Para determinar los indicadores financieros que participan en la evolución del índice de profundización financiera se realizan los siguientes análisis:

- Tendencias de relaciones
- Análisis correlacionales
- Modelación econométrica
- Modelos de ARIMA con pruebas a posteriori (*back testing*)

Para identificar los índices significativos que permiten mover el índice de profundidad financiera se tienen en cuenta en el presente estudio los siguientes:

- IPF : índice de profundización financiera
- IE : índice de eficiencia
- ROE
- ICC : índice de calidad de cartera
- ICT : indicador de cubrimiento tradicional
- ICB : indicador de cartera bruta
- IS : índice de solvencia
- FUSIÓN

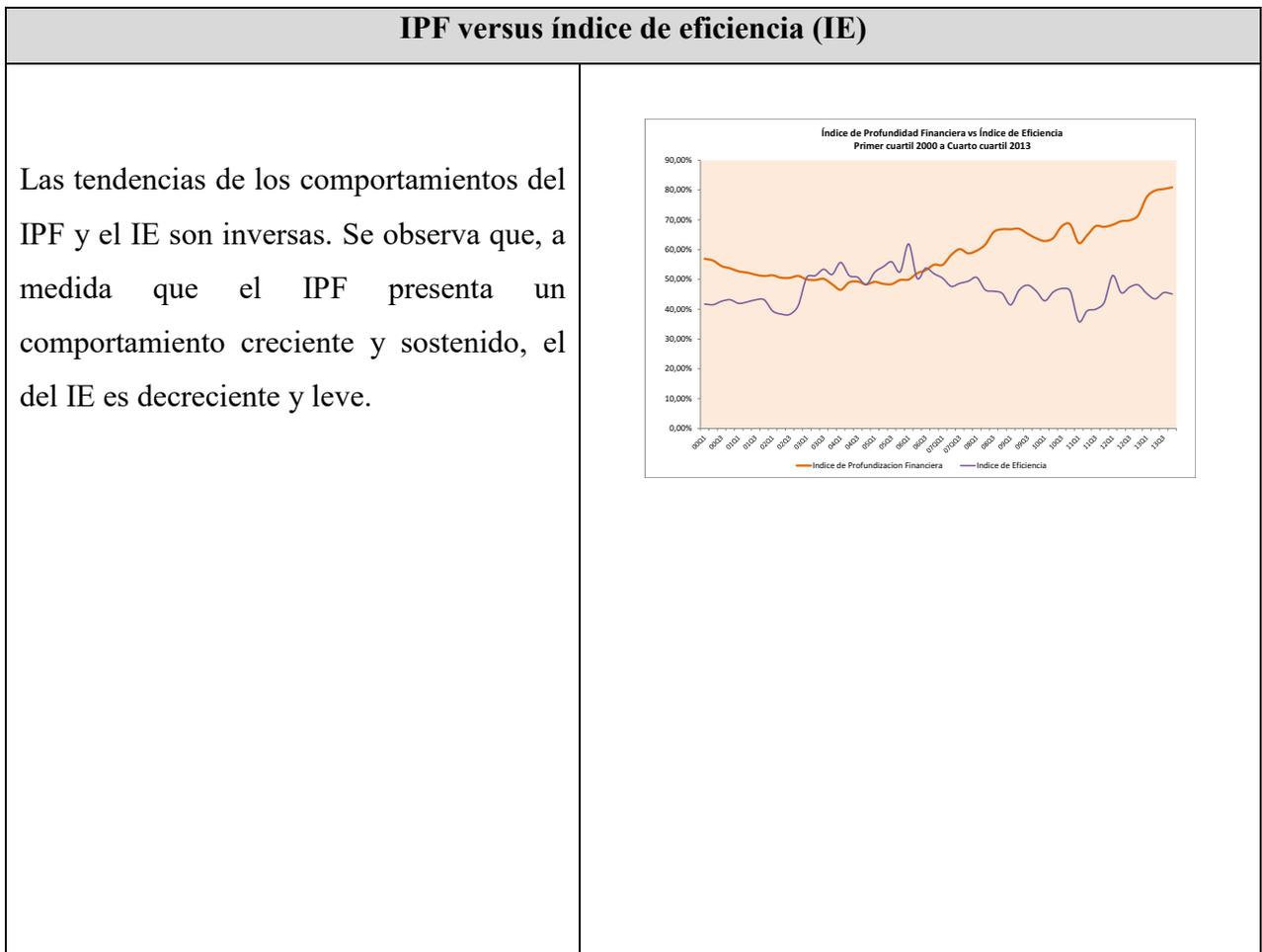
En el estudio se emplea una variable muda (*dummy*), Fusión, que representa el comportamiento de las fusiones más importantes en los diferentes períodos trimestrales para ver la importancia de las fusiones de las entidades financieras en la evolución del índice de profundidad financiera, de tal manera que se pueda establecer el grado de crecimiento del

sector cuando hay evidencia de fusión. De esta manera, esta variable toma valores de 1 en los períodos trimestrales en que se presenten fusiones importantes de entidades financieras y en caso contrario toma el valor de cero. Esta variable muestra el cambio en el origen del índice de profundidad financiera. La finalidad de esta variable es analizar la significancia individual de sus betas y poder estimar los coeficientes estimados. Cabe anotar que este modelo solo presenta una variable *dummy*, con el fin de evitar la trampa de la variable dicotómica, es decir, la situación de multicolinealidad perfecta (ver anexo 2), es decir:

$$Fusión_{Ti} = \begin{cases} 1 & \text{existencia de fusiones} \\ 0 & \text{no existencia de fusiones} \end{cases}$$

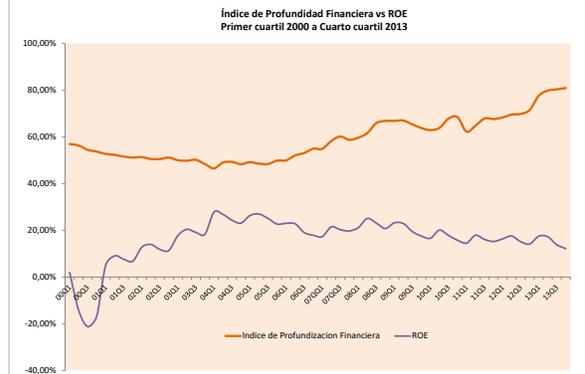
7.2.1 Evolución de los indicadores financieros

Gráfica 16. Tendencias del indicador de profundidad financiera (IPF)



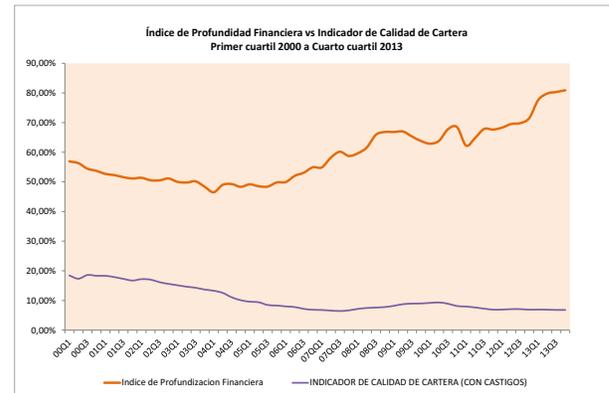
IPF versus ROE

Se observa que, a medida que el IPF presenta un comportamiento creciente y sostenido, el del ROE pes creciente al inicio del período de referencia y hasta 2004, para después comenzar con un comportamiento de descenso leve



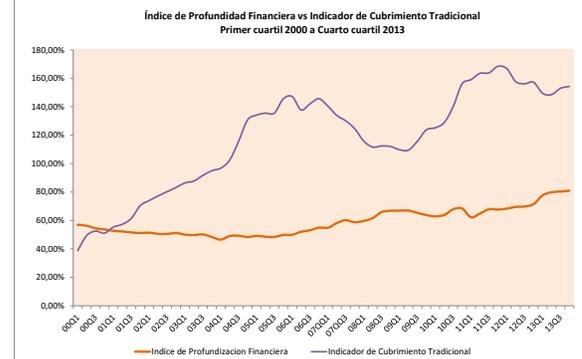
IPF versus índice de calidad de cartera (ICC)

Se observa que, a medida que el IPF presenta un comportamiento creciente y sostenido, el del ICC es decreciente, leve y sostenido a lo largo del período de referencia



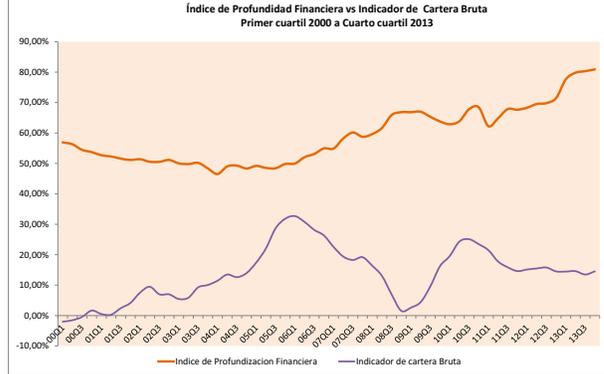
IPF versus índice de cubrimiento tradicional (ICT)

Se observa que, a medida que el IPF presenta un comportamiento creciente y sostenido, el del ICT es del mismo tipo a lo largo del período de referencia



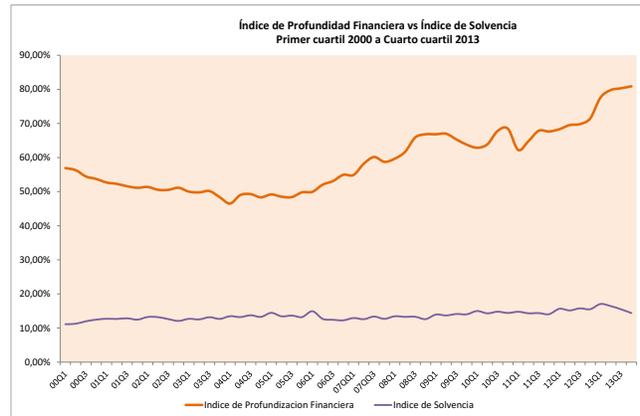
IPF versus índice de cartera bruta (ICB)

Se observa que, a medida que el IPF presenta un comportamiento creciente y sostenido, el del ICB es comportamiento fluctuante a lo largo del período de referencia



IPF versus índice de solvencia (IS)

Se observa que, a medida que el IPF presenta un comportamiento creciente y sostenido, el del IS es estable a lo largo del período de referencia



Fuente: elaboración de los autores

Normalidad de los indicadores financieros

Obtener las estadísticas descriptivas básicas de los diferentes indicadores financieros es importante para identificar posibles comportamientos anómalos o detectar posibles valores atípicos en la tendencia de las series a lo largo del período de referencia.

Tabla 2. Estadística descriptiva-Prueba de Jarque Bera

	IPF	IE	ROE	ICC	ICB	ICT	IS
Mean	58.96339	46.79071	17.92304	10.55429	13.81411	117.2855	13.59446
Median	56.61000	46.25000	17.84000	8.600000	14.47500	124.8450	13.32500
Maximum	80.89000	61.89000	27.83000	18.59000	32.68000	168.4200	17.03000
Minimum	46.50000	35.93000	1.950000	6.440000	0.270000	38.75000	11.11000
Std. Dev.	9.381948	5.203741	5.536951	4.191875	8.747899	35.78309	1.228254
Skewness	0.641521	0.296666	-0.589417	0.808705	0.269227	-0.536619	0.562543
Kurtosis	2.434005	2.930832	3.358718	2.024800	2.323636	2.196109	3.126534
Jarque-Bera	4.588611	0.832597	3.542766	8.323077	1.743934	4.195521	2.990930
Probability	0.100831	0.659483	0.170098	0.015584	0.418128	0.122731	0.224144
Sum	3301.950	2620.280	1003.690	591.0400	773.5900	6567.990	761.2900
Sum Sq. Dev.	4841.153	1489.341	1686.180	966.4498	4208.916	70423.63	82.97338
Observations	56	56	56	56	56	56	56

Fuente: elaboración de los autores

En la hipótesis nula de que las series presentan un comportamiento normal se valida con un 5% de nivel de significancia su rechazo.

Es decir,

H_0 : Las series se distribuyen normalmente

H_1 : Las series no se distribuyen normalmente

La prueba estadística por validar es la de Jarque-Bera o JB (Box, Jenkins y Reinsel, 2008)

$$JB = n \left[\frac{A^2}{6} + \frac{(K - 3)^2}{24} \right] \sim \chi^2_{(2)}$$

Si la $\text{Pr}[JB] \leq 0,05$ se rechaza H_0 .

Como se observa en la tabla 2, la probabilidad de Jarque-Bera permite validar la hipótesis de que las series son normales y no presentan comportamientos atípicos.

7.2.2 Análisis correlacionales

En el análisis del grado de asociación entre el índice de profundidad financiera (IPF) y los indicadores financieros IE, ROE, ICC, ICT, ICB e IS se determina a partir del coeficiente de correlación de Pearson (Gujarati y Porter, 2014).

La correlación es la medida del grado de relación entre las variables independientes IE, ROE, ICC, ICT, ICB, e IS con la variable dependiente IPF.

El coeficiente de correlación para muestras, r , de Pearson, es:

$$r = \frac{\sum(X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sqrt{\sum(X_i - \bar{X})^2 (Y_i - \bar{Y})^2}}$$

Para el caso de poblaciones se emplea ρ como símbolo.

El coeficiente de correlación se encuentra entre -1 y +1, es decir $-1 \leq r \leq +1$. Si el coeficiente de correlación es negativo, se concluye que la relación entre las variables es inversamente proporcional y, en caso positivo, es directamente proporcional. Su resultado se interpreta dentro de los siguientes rangos:

Rango en valor absoluto	Significado
De 0,00 a 0,29	Relación baja
De 0,30 a 0,69	Relación moderada
De 0,70 a 1,00	Relación alta

Para validar la significancia del grado de asociación entre las variables independientes con la variable dependiente IPF, se plantea la hipótesis nula de no presencia de relación entre las variables.

Es decir:

$$H_0: \rho = 0$$

$$H_1: |\rho| \neq 0$$

Y la estadística de prueba es la t de Student, con n -1 grados de libertad, para una muestra de tamaño n:

$$t = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

El criterio de decisión para la hipótesis nula, H_0 , es: si la probabilidad de la estadística es menor al nivel de significancia del 5%, se rechaza la hipótesis nula, de lo que se concluye que el grado de asociación entre las variables es significativo, es decir, que no se debe al azar.

Análisis correlacionales entre el IPF y los demás indicadores

En la tabla 3 se muestra el análisis correlacional entre las variables independientes: IE, ROE, ICC, ICT, ICB e IS, sobre la variable dependiente, IPF. Se presentan los coeficientes de correlación y los valores de probabilidad de significancia del grado de asociación del IPF y los indicadores financieros objeto de estudio. Las relaciones que se presentes moverán al indicador de profundidad financiera en forma positiva o negativa en forma proporcional, dada por el modelo econométrico.

Tabla 3. Coeficientes de correlación y valores de probabilidad entre el IPF y cada una de las variables independientes

Correlación	IPF
Probabilidad	
IE	-0,320427 0,0161
ROE	-0,162448 0,2316
ICC	-0,5732 0
ICT	0,535096 0
ICB	0,042773 0,7543
IS	0,679139 0

Fuente: elaboración de los autores

En la tabla 3 se observa que la relación entre el indicador de profundidad financiera y los índices de eficiencia, ROE e ICC, es en cada caso inversamente proporcional y de grado moderado. Es decir, a medida que el índice de eficiencia, el ROE y el ICC decrecen, el indicador de profundidad financiera crecerá. Por otro lado, si los indicadores ICT, ICB e IS crecen el indicador de profundidad financiera se moverá en igual sentido.

Análisis correlacionales de los indicadores

En la tabla 4 se muestra el grado de asociación que existe entre los diferentes indicadores financieros y su grado de significancia.

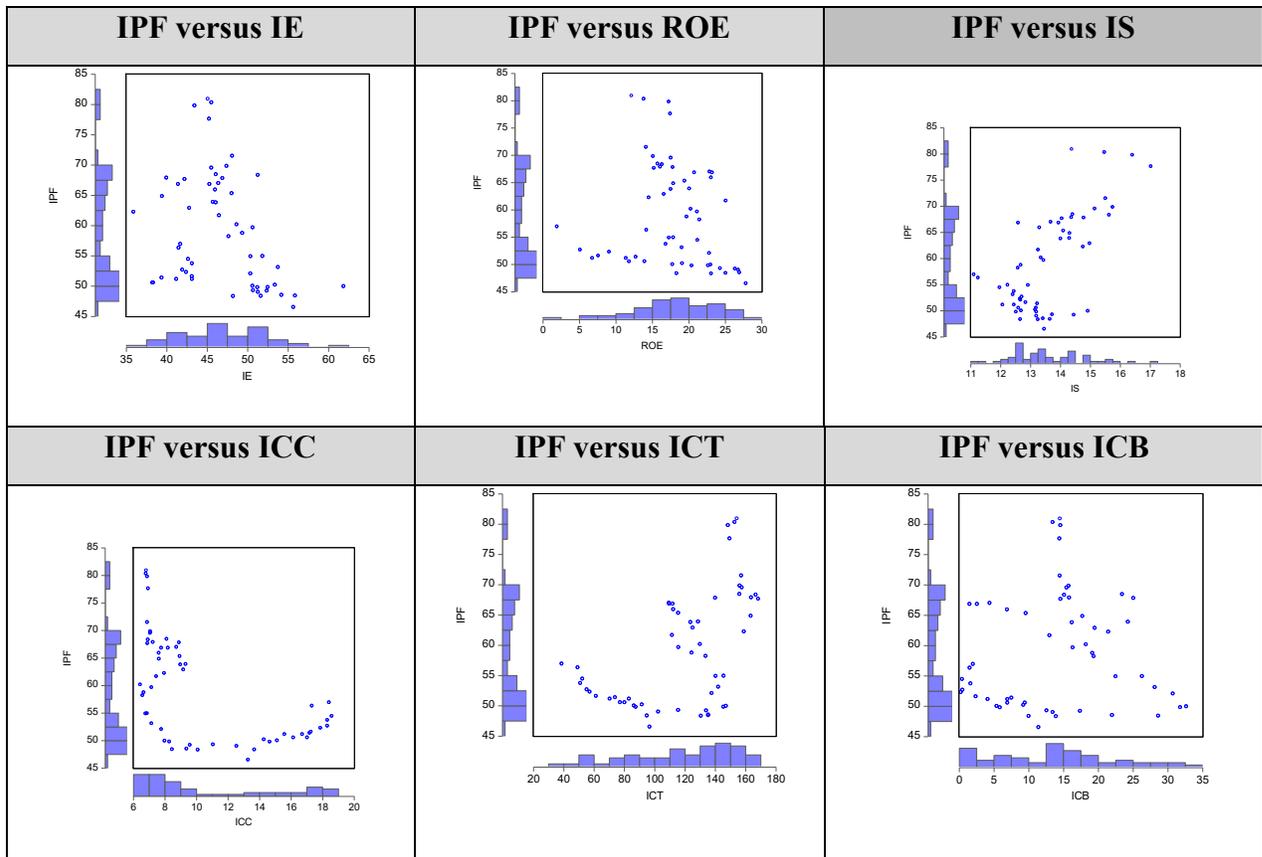
Tabla 4. Coeficientes de correlación entre de los indicadores independientes

Correlación Probabilidad	IE	ROE	ICC	ICT	ICB	IS
IE	1 -----					
ROE	0,614066 0	1 -----				
ICC	-0,31796 0,0169	-0,45608 0,0004	1 -----			
ICT	0,269917 0,0442	0,349889 0,0082	-0,92207 0	1 -----		
ICB	0,507604 0,0001	0,40736 0,0018	-0,67993 0	0,746562 0	1 -----	
IS	0,038286 0,7794	0,129756 0,3405	-0,59807 0	0,709844 0	0,352276 0,0078	1 -----

Fuente: elaboración de los autores

Como se observa, el grado de asociación de los diferentes indicadores financieros fluctúa entre bajo y moderado para un nivel de significancia del 5%, lo que quiere decir que con una confianza del 95% se puede aceptar el grado de asociación existente entre los diferentes indicadores financieros. Como se constata, el coeficiente de correlación es de, a lo sumo, 0,80, de lo que se concluye que no hay procesos de multicolinealidad entre las variables independientes.

Gráfica 17. Coeficientes de correlación entre el IPF y cada uno de los indicadores IE, ROE, ICC, ICT, ICB e IS



Fuente: elaboración de los autores

7.2.3 Modelación econométrica

Como una aproximación para el estudio del índice de profundidad financiera se hará uso del análisis de modelos econométricos para identificar la relación existente él y varios indicadores financieros, de tal manera que expliquen su evolución en Colombia entre el primer trimestre del año 2000 y el cuarto trimestre de 2013. La modelación econométrica permitirá analizar, desde el punto de vista estructural, las relaciones en el período de referencia entre la variable endógena, IPF, y las explicativas IE, ROE, ICC, ICT, ICB, IS y FUSIÓN, mediante el signo de las betas de los parámetros estimadas.

Para estimar el comportamiento del IPF frente a los indicadores financieros IE, ROE, ICC, ICT, ICB, IS y FUSIÓN, se desarrolla la metodología econométrica (Gujarati y Porter, 2014).

De esta manera, se estima el modelo econométrico múltiple siguiente;

$$IPF_{Qi} = \beta_0 + \beta_1 IE_{Qi} + \beta_2 ROE_{Qi} + \beta_3 ICC_{Qi} + \beta_4 ICT_{Qi} + \beta_5 ICB_{Qi} + \beta_6 IS_{Qi} + \beta_7 FUSIÓN_{Qi} + \varepsilon_i$$

En forma reducida matricial:

$$\mathbf{y} = \mathbf{X}\boldsymbol{\beta} + \boldsymbol{\varepsilon}$$

En donde \mathbf{y} = vector de n filas de las ecuaciones del IPF, $\boldsymbol{\beta}$ = vector de k filas de los betas desconocidos, \mathbf{X} = matriz de n filas y k columnas de las observaciones de los diferentes indicadores financieros y $\boldsymbol{\varepsilon}$ = vector de n filas de perturbaciones estocásticas.

Dicho modelo permite cuantificar el movimiento proporcional del IPF, tanto positivo como negativo, de acuerdo con los cambios parciales, β , de cada indicador financiero, en su orden.

En el modelo estimado se validará la normalidad de las perturbaciones estocásticas, ε , de modo tal que cumpla las siguientes especificaciones de presencia de homoscedasticidad y no presencia de autocorrelación. En otros términos:

$$E[\varepsilon] = 0$$

$$V[\varepsilon] = \sigma^2$$

$$E[\varepsilon_i, \varepsilon_j] = 0, \quad \forall i \neq j$$

Modelo estimado

El modelo estimado para el indicador de profundidad financiera sobre los diferentes indicadores financieros se presenta en la tabla siguiente:

Tabla 5. Modelo estimado y participación de los indicadores financieros

Indicador	Beta estimado Prob(F-statistic)	Participación (%)
IE	-0,393916 (0,0099)	11,4
ROE	-0,519879 (0,0004)	16,2
ICC	-2,40265 (0,0000)	27,5
ICT	-0,092214 (0,1077)	7,0
ICB	-0,387336 (0,0016)	14,2
IS	3,517754 (0,0000)	21,6
FUSIÓN	0,573843 (0,0648)	2,0
C	80,22049 (0,0000)	

Estadística	Prob(F-statistic)
r ²	0,819918
Prob(F-statistic)	0,000000
White-Ho: Homoscedasticidad	0,0784
DW-Ho:ρ = 0	0,861997

Fuente: elaboración de los autores

El comportamiento de indicador de profundidad financiera se explica en un 81,99% por los indicadores IE, ROE, ICC, ICT, ICB, IS y FUSIÓN. El modelo es globalmente significativo con un 95% de confianza.

Las perturbaciones estocásticas estimadas presentan homoscedasticidad, al obtenerse para la estadística de White un valor superior al nivel del 5% de significancia, que permite aceptar la hipótesis de que su varianza es homogénea. Además, con la prueba de Durbin-Watson (DW), con un nivel de significancia igual se acepta que las perturbaciones no presentan autocorrelación serial; ver tabla 5.

En forma individual, los coeficientes β estimados son significativos con un 95% de confianza, al presentar significancias probabilísticas menores al 0,05, bajo la hipótesis nula de que los coeficientes sean iguales a cero.

Al cumplir los supuestos de las perturbaciones estocásticas se estima que el índice de profundidad financiera aumente en 0,39% cuando el índice de eficiencia decrezca en una unidad porcentual, *ceteris paribus*, es decir, si permanecen constantes los demás indicadores financieros y si las condiciones del mercado son normales.

De esta manera, cada unidad porcentual que disminuya el ROE, el ICC, el ICT y el ICB, el IPF aumentará de manera parcial en 0,51%, 2,4%, 0,09% y 0,38%, en su orden.

El incremento porcentual parcial del indicador de profundidad financiera del 3,51% es producto del incremento unitario porcentual del índice de solvencia (IS).

En la tabla 5 se observa que el 79,6% de los indicadores financieros, como son el ICC, que participa con un 27,5%, el ROE, con un 16,2%, y el ICB, con un 14,2%, jalonan la tendencia alcista del IPC.

El restante 20,4% de las fluctuaciones del IPC se explican por el IS (11,4%), la FUSIÓN de entidades financieras en diferentes trimestres (2,0%), el ICT (7,0) y el índice de IE (11,4%).

7.2.4 Modelos de ARIMA

La estimación futura del valor de comportamiento tendencial del IPF es un modelo diferenciado.

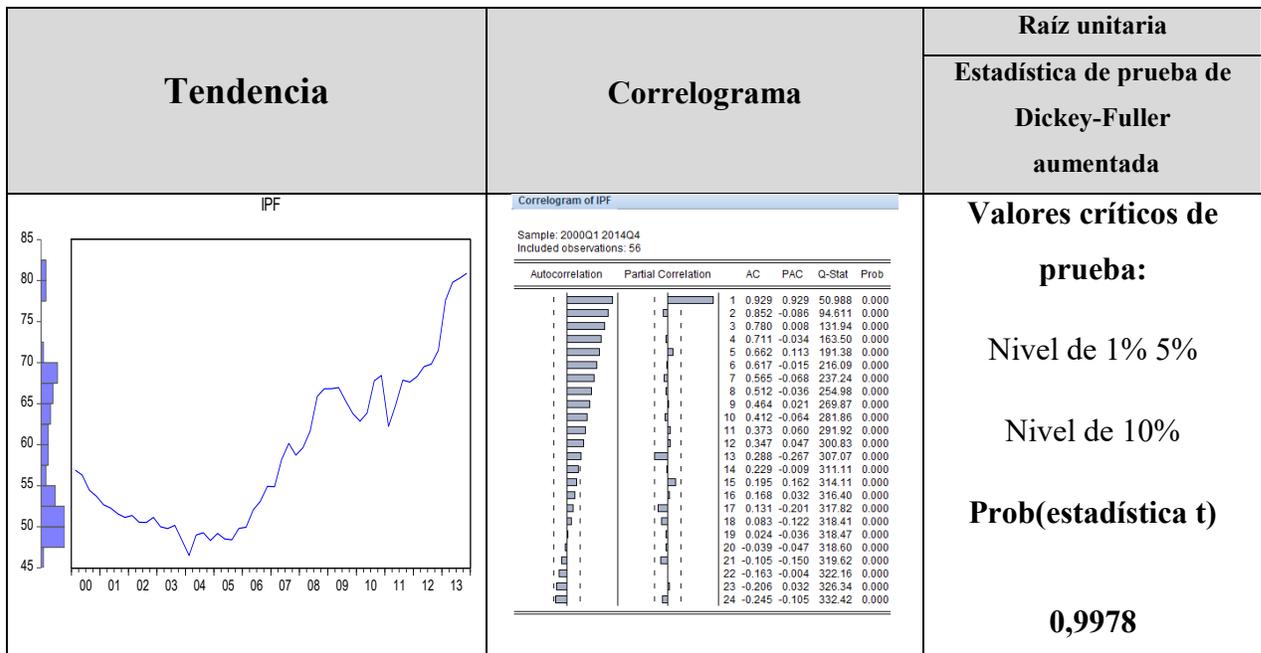
Como el IPF presenta tendencia, el modelo propuesto será;

$$\Delta(IPF)_t = \phi_1 + \phi_1 IPF_{t-1} + \dots + \phi_p IPF_{t-p} + \varepsilon_t + \theta_1 \varepsilon_{t-1} + \dots + \theta_q \varepsilon_{t-q}$$

Tendencia

La serie trimestral del IPF presenta un comportamiento creciente sostenido a todo lo largo del período de referencia: primer trimestre de 2000 hasta el cuarto trimestre del 2013; ver gráfico 4.

Gráfica 18. Tendencia trimestral del IPF



Fuente: elaboración de los autores

El comportamiento de la tendencia y el correlograma de las funciones FAC (función de autocorrelación) y FACP (función de autocorrelación parcial) indican que la serie del IPF presenta una tendencia significativa, por lo que hay que diferenciarla para poder generar un proceso estacionario con perturbaciones estocásticas como ruido blanco.

Modelo de ARIMA estimado

Al diferenciar el IPF para que sea estacionario en media en los trimestres referidos, se estima el modelo:

$$\Delta(IPF)_t = 1.34 - 0.47IPF_{t-2} + 0.10\varepsilon_{t-1} + 0.92\varepsilon_{t-4}$$

El modelo ARIMA (p,d,q) estimado es ARIMA (2,1,4) y, bajo la hipótesis nula de normalidad de los residuales, puesto que las estadística de Breusch-Godfrey ($p = 0,2660$) para la hipótesis nula de no presencia de autocorrelación serial de los residuos y la prueba de heteroscedasticidad ARCH (heteroscedasticidad condicional autorregresiva; $p = 0,1947$) para la hipótesis nula de homoscedasticidad de los residuales son significativas al 5%, es decir, se acepta la hipótesis nula de normalidad de las perturbaciones estocásticas y se comportan como un ruido blanco y un paseo aleatorio.

Proyecciones del IPF

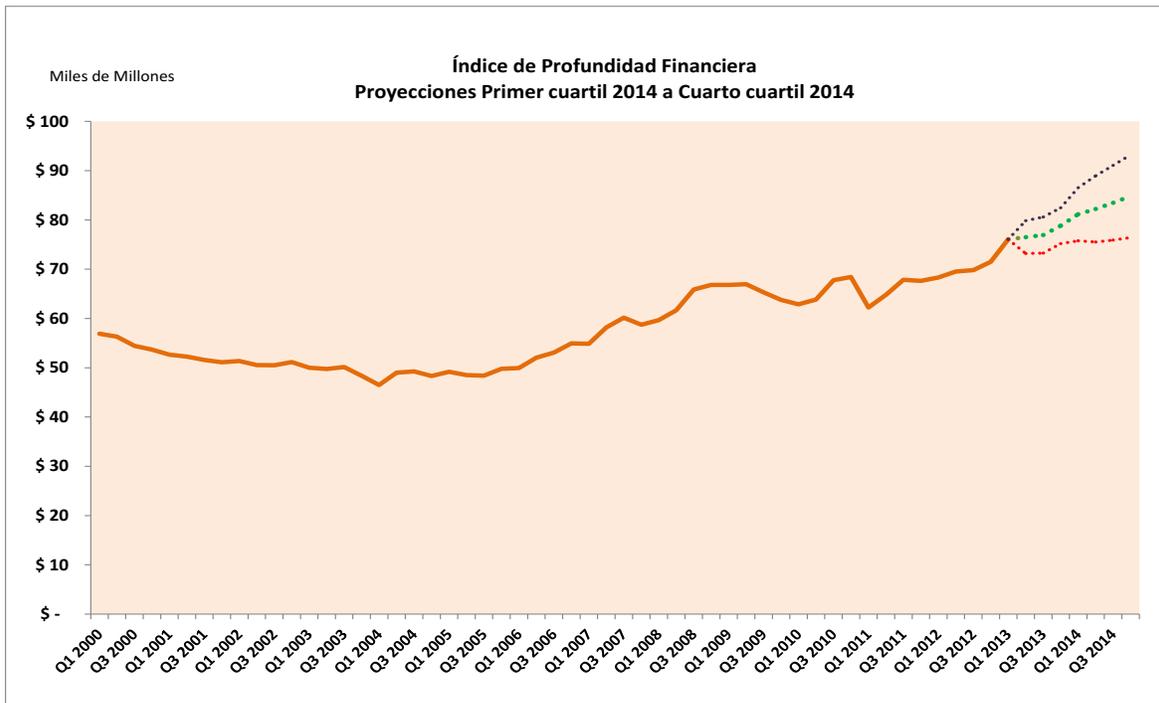
Al estimar el modelo del IPF se estiman las proyecciones con un 95% de confianza (ver tabla 5). Se espera que el IPF, con una confianza del 95%, tome valores entre 75,77% y 86,53% para el primer trimestre del 2014, con una valor esperado de 81,15%.

Tabla 7. Proyecciones del IPF

Período	Proyección esperada	Límite inferior con el 95% de confianza	Límite superior con el 95% de confianza	Valor real en 2014
2014 T1	81,15%	75,77%	86,53%	80,5%
2014 T2	82,24%	75,52%	88,96%	84,1%
2014 T3	83,49%	75,89%	91,08%	84,1%
2015 T4	84,83%	76,42%	93,24%	88,3%

Fuente: elaboración de los autores

Gráfica 19. Proyecciones del índice de profundización financiera



Fuente: elaboración de los autores

Al evaluar los resultados proyectados del modelo con las cifras reales del sistema financiero para el año 2014, se evidencia que el IPF se encuentra dentro del rango proyectado por el modelo econométrico ARIMA (2, 1,4) cuya ecuación es:

$$\Delta(IPF)_t = 1.34 - 0.47IPF_{t-2} + 0.10\varepsilon_{t-1} + 0.92\varepsilon_{t-4}$$

El anterior resultado permite validar el correcto funcionamiento del modelo durante el período evaluado.

8. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Durante la elaboración del presente informe se buscó explicar el impacto de las fusiones y adquisiciones bancarias en el crecimiento del sector financiero colombiano para el período 2000-2013.

Se desarrolló un modelo econométrico de corte transversal soportado en los análisis de la relación de la variable endógena índice de profundización financiera (IPF) y las variables exógenas siguientes: índice de eficiencia (IE), ROE, índice de calidad de cartera (ICC), indicador de cubrimiento tradicional (ICT), indicador de cartera bruta (ICB), índice de solvencia (IS) y FUSIÓN (variable *dummy*). Los resultados del desarrollo de dicho modelo econométrico permiten concluir:

Las relaciones entre el IPF y el IE, el ROE y el ICC son inversamente proporcionales y de grado moderado. Es decir, a medida que el IE, el ROE y el ICC decrecen, el IPF, crecerá. Por otro lado, si los indicadores ICT, ICB e IS crecen, el indicador de profundidad financiera se moverá en sentido positivo.

El ICC es la variable que mayor participación tiene en el IPF, lo cual genera un impacto significativo en el largo plazo debido a su relación inversa, todo ello ligado a la importancia que ha cobrado el IPF a partir de la década de los noventa.

En el mismo orden, la siguiente variable que representa mayor participación en el modelo es el ROE, con el 16,2% para el período analizado, lo cual es en todo coherente con respecto a los resultados del ICC.

El modelo ARIMA (2,1, 4), con un nivel de significancia del 5%, representa en forma adecuada el comportamiento para el año 2014. Al cotejar las cifras reales para dicho período con el rango sugerido, se evidencia que los resultados del IPF se encuentran cercanos a los valores esperados asignados por el modelo, lo cual valida el correcto funcionamiento del mismo.

La variable *dummy* es significativa para el modelo del IPF, de tal manera que al presentarse una fusión, dicho índice se verá afectado de manera positiva en 2% por cada unidad porcentual que crezca la variable endógena. Por lo tanto, las fusiones y adquisiciones bancarias se presentan como una estrategia sólida para lograr el crecimiento del sistema financiero durante el período analizado, motivo por el cual se deja abierta la posibilidad de profundizar en el tema con la inclusión de nuevas variables si así se desea.

ANEXOS

Anexo 1. Consolidación del sistema financiero colombiano

BANCOS

BOGOTÁ	Absorbe a Bancomercio (diciembre de 1992)
BANCAFÉ	Absorbe a Concasa (noviembre de 1998)
SANTANDER	Adquirido por Santander España (junio de 1997) Absorbe a Invercrédito (octubre de 1997)
BANCOLOMBIA	BIC absorbe Banco de Colombia y cambia nombre a Bancolombia (abril de 1998)
ABN AMRO	El Real absorbe a ABN AMRO y cambian al nombre ABN AMRO (julio de 1999)
SUDAMERIS COLOMBIA	Absorbe a Leasing Sudameris (diciembre de 2001)
BBVA COLOMBIA	Adquirido por BBVA España (junio de 1996) Absorbe a Leasing Ganadero y a Banco Nacional del Comercio (octubre de 1998) Absorbe a Corfigán (2000)
UNIÓN COLOMBIANO	Absorbe a Corfiunión (diciembre de 1996) Absorbe a C. F. Finanzas y Proyectos S. A. (marzo de 1998)
STANDARD CHARTERED	Cambia su razón social (enero de 1998)
TEQUENDAMA S. A.	Absorbe a C. F. Tequendama S. A. (junio de 1997)
BANCO CAJA SOCIAL	Absorbe a Leasing Colmena (agosto de 1999)
BANSUPERIOR	Conversión de Diners Club de Colombia (diciembre de 1992) Cesión parcial de Leasing Superior (marzo de 2000)
BANAGRARIO	Conversión de Leasing Colvalores (junio de 1999) Cesión parcial de Banestado (junio de 2000)
MEGABANCO S. A.	Conversión de Crecer C. F. C. (noviembre de 1999) Cesión parcial de Coopdesarrollo (noviembre de 1999)
BANCO ALIADAS	Conversión de Aliadas C. F. C. (agosto de 2001) Cesión parcial de Financiera FES C. F. C. (agosto de 2001) Cesión parcial de Interbanco (octubre de 2001)
BANCO DAVIVIENDA S. A.	Absorbe a Delta Bolívar (septiembre de 2000) Cesión parcial de Cofinorte (noviembre de 2001)

	Conversión de la C. A. V. Davivienda (julio de 1997)
RED MULTIBANCA COLPATRIA	Absorbe a Leasing Colpatría (diciembre de 1999) Conversión de la C. A. V. UPAC Colpatría (octubre de 1998)
BANCO GRANAHORRAR	Recibe cesión del BCH (enero de 2000) Conversión de la C. A. V. Granahorrar (octubre de 2001)
BANCO COLMENA	Conversión de la C. A. V. Colmena (noviembre de 2000)
BANCO CONAVI	Conversión de la C. A. V. Conavi (febrero de 2001)
BANCO AV VILLAS	Conversión de la C. A. V. AV Villas (marzo de 2002)
CF	
CORFICOLMBIANA S. A.	Absorbe a Indufinanciera (febrero de 1999), Andes (marzo de 1999) y Corfinansa (julio de 1999)
CORFINANCIERA VALLE S. A.	Cesión parcial de Cofinorte (noviembre de 2001)
CONFINSURA	Cesión parcial de Cofinorte (noviembre de 2001)
FINANCIERA AMÉRICA	Cambia de razón social (noviembre de 2001)
GIROS Y FINANZAS S. A.	Cambia de razón social (agosto de 2001)
INVERSORA PICHINCHA S. A.	Absorbe a Finevesa (agosto de 1998)
SUFINANCIAMIENTO S. A.	Absorbe a Leasing del Pacífico (noviembre de 1999)
DANN REGIONAL S. A.	Cesión de Dann Financiera (julio de 2000)

Fuente: Estrada (2005)

ANEXO 2. Fusiones bancarias entre 1999 y 2005

1999	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO REAL DE COLOMBIA	ABN AMRO BANK (COLOMBIA) S.A. -ABN AMRO BANK-
BANCO ANDINO COLOMBIA S. A. -EN LIQUIDACIÓN- (LIQUIDACIÓN FORZOSA.)	ANDILEASING S. A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL
BANCO DEL ESTADO	BANCO UCONAL S. A.
BANCO CAJA SOCIAL	LEASING COLMENA S. A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL o -COLMENA LEASING- o COLMENA COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL ESPECIALIZADA EN LEASING

BANCO INTERCONTINENTAL S. A. - INTERBANCO-	CARVAJAL FINANCIERA S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL
BANCO INTERCONTINENTAL S. A. - INTERBANCO-	FINANSA COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL S. A.
BANCO COOPDESARROLLO	CUPOCRÉDITO
BANCO COOPDESARROLLO	COOPERATIVA FINANCIERA SIBATÉ "COOPSIBATÉ"
BANCO COLPATRIA RED MULTIBANCA COLPATRIA S. A.	LEASING COLPATRIA S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL
CORPORACIÓN FINANCIERA COLOMBIANA S. A. "CORFICOLOMBIANA"	CORPORACIÓN FINANCIERA DE LOS ANDES S. A.
CORPORACIÓN FINANCIERA COLOMBIANA S. A. "CORFICOLOMBIANA"	CORPORACIÓN FINANCIERA DE DESARROLLO INDUSTRIAL Y AGRARIO - INDUFINANCIERA-
CORPORACIÓN FINANCIERA COLOMBIANA S. A. "CORFICOLOMBIANA"	CORPORACIÓN FINANCIERA SANTANDER S. A.
COMPAÑÍA SURAMERICANA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL S. A. SUFINANCIAMIENTO	LEASING DEL PACÍFICO S. A. C. F. C.
LEASING DE OCCIDENTE C. F. C.	LEASING FÉNIX C. F. C.
SUMA LTDA. CORREDORES DE SEGUROS (antes GILSEGUROS LTDA. CORREDORES DE SEGUROS)	ASEGUROS LTDA. CORREDORES DE SEGUROS
SUMA LTDA. CORREDORES DE SEGUROS (antes GILSEGUROS LTDA. CORREDORES DE SEGUROS)	SEGURANZA DEL PACÍFICO LIMITADA
SUMA LTDA. CORREDORES DE SEGUROS (antes GILSEGUROS LTDA. CORREDORES DE SEGUROS)	SEYCO ESTRADAS LTDA. CORREDORES DE SEGUROS
SUMA LTDA. CORREDORES DE SEGUROS (antes GILSEGUROS LTDA. CORREDORES DE SEGUROS)	SEYCO ESTRADAS BOGOTÁ LTDA. CORREDORES DE SEGUROS
CORAZA BOGOTÁ LTDA. SOCIEDAD CORREDORA DE SEGUROS	ARGU LTDA. SOCIEDAD CORREDORA DE SEGUROS
DELIMA Y CIA. LTDA. (ANTES: DELIMA & CIA. Cali LTDA.)	J & H MARSH & MCLENNAN (COLOMBIA) LTDA. CORREDORES DE SEGUROS
AON COLOMBIA LIMITADA CORREDORES DE SEGUROS	ALEXANDER & ALEXANDER COLOMBIA LIMITADA O M Y A LTDA. LA CORREDURÍA DE SEGUROS
GUY CARPENTER REINMEX CORREDORES DE REASEGUROS LIMITADA	ANDINA DE CORRETAJE DE REASEGUROS LTDA.
CONDOR S. A. COMPAÑÍA DE SEGUROS GENERALES	COMPAÑÍA DE SEGUROS GENERALES AURORA S. A.

LIBERTY SEGUROS S. A.	LATINOAMERICANA DE SEGUROS S. A.
LA PREVISORA S.G.	SEGUROS TEQUENDAMA
COOPERATIVA FINANCIERA DE COLOMBIA "COFICOL"	"ULTRAHUILCA"

2000	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO DAVIVIENDA S. A. "BANCO DAVIVIENDA" o "DAVIVIENDA"	DELTA BOLÍVAR COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL S. A.
CORPORACIÓN FINANCIERA DEL CAFÉ S. A. -CORFICAFÉ S. A.-	FINANCIERA LEASING DE CALDAS S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL
CORPORACIÓN DE AHORRO Y VIVIENDA LAS VILLAS	AHORRAMÁS CORPORACIÓN DE AHORRO Y VIVIENDA
ORIÓN COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL S. A.	GIROS Y DIVISAS S. A.
WACOLDA S. A. CORREDORES DE SEGUROS	ASESORIAS TÉCNICAS ASTEC CORREDORES DE SEGUROS S. A.
HEATH CORREDORES DE SEGUROS S. A.	RUEDA Y BARRERA COMPAÑÍA LTDA. CORREDORES DE SEGUROS
BANQUE NATIONALE DE PARIS	BANQUE PARIBAS
HORIZONTE COMPAÑÍA ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS, HORIZONTE	COLPATRIA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE CESANTÍAS Y PENSIONES S. A.
FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍA SANTANDER S. A. -PENSIONES Y CESANTÍAS SANTANDER- o -PENSIONES SANTANDER- o -CESANTÍAS SANTANDER-	SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE CESANTÍA Y PENSIONES COLMENA AIG S. A.

2001	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
ALIADAS S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL.	INTERBANCO S. A.
SEGUROS COMERCIALES BOLIVAR S. A.	ASEGURADORA EL LIBERTADOR S. A.
COMPAÑÍA MUNDIAL DE SEGUROS S. A.	MUNDIAL DE SEGUROS DE VIDA S. A.

2002	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO DE OCCIDENTE	AGD ALOCCIDENTE

2003	
Absorbente	Absorbida (Disuelta sin liquidarse)
AON RE COLOMBIA	AON PREVISIONALES Y PERSONAS LTDA. CORREDORES DE REASEGUROS Y CONSULTORES
SOCIEDAD FIDUCIARIA DE DESARROLLO AGROPECUARIO S. A. "FIDUAGRARIA S. A."	SOCIEDAD FIDUCIARIA INDUSTRIAL S. A. FIDUIFI S. A.
2004	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
MACROFINANCIERA S.A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL	CAMBIOS COUNTRY S.A.

2005	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO DE OCCIDENTE	BANCO ALIADAS S. A.
BANCO SUDAMERIS COLOMBIA	BANCO TEQUENDAMA S. A. -B. T.-
BANCO CAJA SOCIAL S. A.	BANCO COLMENA S. A.
FIDUCOLOMBIA S. A.	FIDUCIARIA CORFINSURA S. A.
BANCOLOMBIA S. A..	CONAVI BANCO COMERCIAL Y DE AHORROS S. A.
BANCOLOMBIA S. A.	CORPORACIÓN NACIONAL Y SURAMERICANA S. A. CORFINSURA
INVERSORA PICHINCHA S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL	FINANCIERA MAZDACRÉDITO S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL
QBE CENTRAL DE SEGUROS S. A. SIGLA QBE CENTRAL DE SEGUROS	QBE CENTRAL DE SEGUROS DE VIDA S. A. SIGLA QBE CENTRAL DE SEGUROS DE VIDA
LEASING COLOMBIA S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL	LEASING SURAMERICANA COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL S. A. SULEASING
FIDUCIARIA TEQUENDAMA S. A.	FIDUCIARIA SUDAMERIS S.A. -FIDUAMERIS S. A.-
CORPORACIÓN FINANCIERA DEL VALLE S. A.	CORPORACIÓN FINANCIERA COLOMBIANA S. A.

2006	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO DAVIVIENDA S. A.	BANSUPERIOR
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S. A. PODRÁ UTILIZAR EL NOMBRE BBVA COLOMBIA	GRANAHORRAR BANCO COMERCIAL S. A. O BANCO GRANAHORRAR

BANCO DE BOGOTÁ	BANCO DE CRÉDITO Y DESARROLLO SOCIAL MEGABANCO S. A.
BANCO DE OCCIDENTE	BANCO UNIÓN COLOMBIANO
FIDUCIARIA DE OCCIDENTE S. A.	FIDUCIARIA UNIÓN S. A.
FONDO MUTUO DE INVERSIÓN MUTUOCOLOMBIA	FONDO MUTUO DE INVERSIÓN DE LOS EMPLEADOS DE CONAVI - FONCO

2007	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO DAVIVIENDA S. A.	"GRANBANCO S. A." O "GRANBANCO", PODRÁ UTILIZAR TAMBIÉN LAS DENOMINACIONES SOCIALES DE "GRANBANCO, ESTABLECIMIENTO BANCARIO", O DE "GRANBANCO, BANCO COMERCIAL", O DE "BANCO COMERCIAL GRANBANCO" O DE "GRANBANCO-BANCAFÉ" O DE "BANCAFE".
INTERBOLSA S. A. COMISIONISTA DE BOLSA	INVERSIONISTAS DE COLOMBIA S. A. COMISIONISTA DE COLOMBIA
FIDUCIARIA BOGOTÁ S. A.	FIDUCIARIA DEL COMERCIO S.A. FIDUCOMERCIO S. A.
CITIBANK-COLOMBIA	LEASING CITIBANK S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL
CORPORACIÓN FINANCIERA COLOMBIANA S. A., PUDIENDO UTILIZAR LAS SIGLAS CORFICOLOMBIANA S. A. O CORFICOL S. A.	PROYECTOS DE ENERGÍA S. A. (NO VIGILADA)
LEASING BANCOLOMBIA S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL	SUTECNOLOGÍA S. A. (NO VIGILADA)

2008	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
PROYECTAR VALORES S. A. COMISIONISTA DE BOLSA	CREAR VALORES S. A. COMISIONISTA DE BOLSA
CENTRAL COOPERATIVA FINANCIERA PARA LA PROMOCIÓN SOCIAL - COOPCENTRAL	CENTRAL COOPERATIVA DE DESARROLLO SOCIAL - COOPDESARROLLO

PROYECTAR VALORES S. A. COMISIONISTA DE BOLSA	GESVALORES S. A. COMISIONISTA DE BOLSA
--	---

2009	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
CONFIAR COOPERATIVA FINANCIERA	COOPERATIVA NACIONAL DE AHORRO Y CRÉDITO LTDA. CREAR COOPERATIVA (ENTIDAD NO VIGILADA)
VALORES DE OCCIDENTE S. A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA	VALORES BOGOTÁ S. A. COMISIONISTA DE BOLSA.
	VALORES DEL POPULAR S.A. COMISIONISTA DE BOLSA
	CASA DE BOLSA CORFICOLOMBIANA S. A COMISIONISTA DE BOLSA
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA COLOMBIA S. A. PODRÁ UTILIZAR EL NOMBRE BBVA COLOMBIA	BBVA LEASING S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO. SIGLA: BBVA LEASING
BANCO COLPATRIA RED MULTIBANCA COLPATRIA S. A.	LEASING COLPATRIA S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL PODRÁ UTILIZAR EL NOMBRE ABREVIADO "LEASING COLPATRIA C. F. C." - CESION DE ACTIVOS A BANCO COLPATRIA

2010	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO DE OCCIDENTE S. A.	LEASING DE OCCIDENTE S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO. SIGLA: "LEASING DE OCCIDENTE", "LEASING DE OCCIDENTE S. A. O LEASING DE OCCIDENTE S. A. C. F."
BANCO DE BOGOTÁ	LEASING BOGOTÁ S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO - SIGLA: LEASING BOGOTÁ S. A. (C. F.)
HELM BANK S. A. PODRÁ UTILIZAR EL NOMBRE COMERCIAL DE "HELM BANK" O SIMPLEMENTE "HELM"	HELM LEASING S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO PODRÁ UTILIZAR EL NOMBRE COMERCIAL DE "HELM LEASING COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO" O "HELM LEASING"
BANCO POPULAR S. A.	LEASING POPULAR COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO S. A. PODRÁ USAR LA DENOMINACIÓN "LEASING POPULAR C. F. S. A."
SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S. A. COMISIONISTA DE BOLSA	NACIONAL DE VALORES S. A. COMISIONISTA DE BOLSAS

FINANCIERA AMÉRICA S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO "FINAMÉRICA"	FINANCIERA COMPARTIR S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO
---	--

2011
NO HUBO FUSIONES

2012	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO DAVIVIENDA S. A.	CONFINANCIERA S. A. COMPAÑÍA DE FINANCIAMIENTO
FIDUCIARIA DAVIVIENDA S. A. SIGLA: "FIDUDAVIVIENDA S. A."	FIDUCIARIA CAFETERA S.A. -FIDUCAFÉ S. A.-
ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍA PROTECCIÓN S. A.	ING. ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍA S. A. SIGLA: ING. PENSIONES Y CESANTÍAS

2013	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO COLPATRIA MULTIBANCA COLPATRIA S. A.	SCOTIABANK COLOMBIA S. A.
SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS PORVENIR S. A.	AFP HORIZONTE SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES Y CESANTÍAS S. A., A. F. P. HORIZONTE PENSIONES Y CESANTÍAS S. A., A. F. P. HORIZONTE S. A., HORIZONTE PENSIONES Y CESANTÍAS U HORIZONTE S. A.
BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. SIGLA: BANCO CORPBANCA	HELM BANK S. A.

2014	
Absorbente	Absorbida (disuelta sin liquidarse)
BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. SIGLA: BANCO CORPBANCA	HELM BANK S. A. PODRÁ UTILIZAR EL NOMBRE COMERCIAL DE "HELM BANK" O SIMPLEMENTE "HELM"
CORBANCA INVESTMENT VALORES COLOMBIA S. A. COMISIONISTA DE BOLSA	HELM COMISIONISTA DE BOLSA S. A.

BANCO GNB SUDAMERIS S. A.	BANCO GNB COLOMBIA S. A. (ANTES BANCO HSBC COLOMBIA S. A.)
DELIMA MARSH S. A. LOS CORREDORES DE SEGUROS - SIGLA DELIMA MARSH S. A.	MERCER AGENCIA DE SEGUROS LTDA.
CORREDORES ASOCIADOS S. A. COMISIONISTA DE BOLSA	DAVIVALORES S. A. COMISIONISTA DE BOLSA

2015	
Absorbente	Absorbida (Disuelta sin liquidarse)
CORREDORES ASOCIADOS S. A. COMISIONISTA DE BOLSA	DAVIVALORES S. A. COMISIONISTA DE BOLSA

Fuente: Superintendencia financiera de Colombia.

ANEXO 3 Capturas del modelo de econométrico en EViews 7.0

Gráfica de tendencias

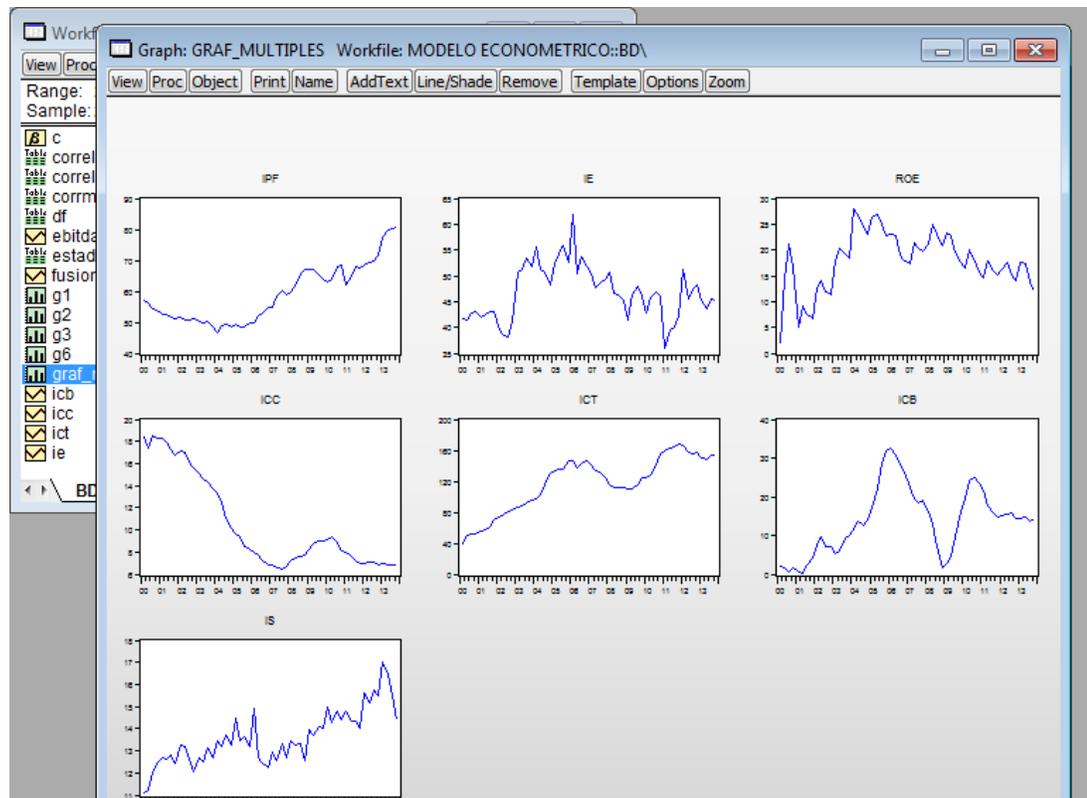


Tabla de correlaciones

EViews - [Table: CORRELACIONES Workfile: MODELO ECONOMETRICO::BD\]

File Edit Object View Proc Quick Options Window Help

View Proc Object Print Name Edit+/- CellFmt Grid+/- Title Comments+/-

	A	B	C	D	E	F	G	H	
Covariance Analysis: Ordinary									
Date: 04/14/15 Time: 07:20									
Sample: 2000Q1 2013Q4									
Included observations: 56									
Correlation Probability	IPF	IE	ROE	ICC	ICT	ICB	IS	FUSION	
IPF	1.000000 ----								
IE	-0.320427 0.0161	1.000000 ----							
ROE	-0.162448 0.2316	0.614066 0.0000	1.000000 ----						
ICC	-0.573200 0.0000	-0.317961 0.0169	-0.456080 0.0004	1.000000 ----					
ICT	0.535096 0.0000	0.269917 0.0442	0.349889 0.0082	-0.922077 0.0000	1.000000 ----				
ICB	0.042773 0.7543	0.507604 0.0001	0.407360 0.0018	-0.679932 0.0000	0.746562 0.0000	1.000000 ----			
IS	0.679139 0.0000	0.038286 0.7794	0.129756 0.3405	-0.598067 0.0000	0.709844 0.0000	0.352276 0.0078	1.000000 ----		
FUSION	-0.050358 0.7124	0.196997 0.1456	-0.022253 0.8707	-0.120670 0.3757	0.204919 0.1298	0.350522 0.0081	0.055933 0.6822	1.000000 ----	

Estadísticos de las variables del modelo econométrico

EViews - [Table: JB Workfile: MODELO ECONOMETRICO::BD\]

File Edit Object View Proc Quick Options Window Help

View Proc Object Print Name Edit+/- CellFmt Grid+/- Title Comments+/-

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
1	Date: 04/14/15 Time: 07:21								
2	Sample: 2000Q1 2013Q4								
3									
4		IPF	IE	ROE	ICC	ICT	ICB	IS	FUSION
5									
6	Mean	58.96339	46.79071	17.92304	10.55429	117.2855	13.81411	13.59446	0.339286
7	Median	56.61000	46.25000	17.84000	8.600000	124.8450	14.47500	13.32500	0.000000
8	Maximum	80.89000	61.89000	27.83000	18.59000	168.4200	32.68000	17.03000	1.000000
9	Minimum	46.50000	35.93000	1.950000	6.440000	38.75000	0.270000	11.11000	0.000000
10	Std. Dev.	9.381948	5.203741	5.536951	4.191875	35.78309	8.747899	1.228254	0.477752
11	Skewness	0.641521	0.296666	-0.589417	0.808705	-0.536619	0.269227	0.562543	0.678883
12	Kurtosis	2.434005	2.930832	3.358718	2.024800	2.196109	2.323636	3.126534	1.460882
13									
14	Jarque-Bera	4.588611	0.832597	3.542766	8.323077	4.195521	1.743934	2.990930	9.828962
15	Probability	0.100831	0.659483	0.170098	0.015584	0.122731	0.418128	0.224144	0.007340
16									
17	Sum	3301.950	2620.280	1003.690	591.0400	6567.990	773.5900	761.2900	19.00000
18	Sum Sq. Dev.	4841.153	1489.341	1686.180	966.4498	70423.63	4208.916	82.97338	12.55357
19									
20	Observations	56	56	56	56	56	56	56	56
21									

Modelo econométrico

Workfile: MODELO ECONOMETRICO - (c:\us...

View Proc Object Print Save Details+/- Show

Range: 2000Q1 2014Q4 -- 60 obs
Sample: 2000Q1 2014Q4 -- 60 obs

c
 correlaciones
 correlograma
 corrmmodelo
 df
 ebitda
 estadísticas
 fusion
 g1
 g2
 g3
 g6
 graf_multiples
 icb
 icc
 ict
 ie

ipf
 ipff
 is
 jb
 li
 ls
 matrizgraf
 modelo
 modelo_ajustado
 modeloarima
 resid
 roa
 roe
 se
 yx1
 yx2
 yx3

BD New Page

Table: MODELO_AJUSTADO Workfile: MODELO ECONOMETRICO::BD\

View Proc Object Print Name Edit+/- CellFmt Grid+/- Title Comments+/-

	A	B	C	D	E	F
1	Dependent Variable: IPF					
2	Method: Least Squares					
3	Date: 04/29/15 Time: 09:34					
4	Sample (adjusted): 2000Q1 2013Q4					
5	Included observations: 56 after adjustments					
6						
7	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
8						
9	IE	-0.393916	0.146687	-2.685426	0.0099	
10	ROE	-0.519879	0.136184	-3.817479	0.0004	
11	ICC	-2.402656	0.371147	-6.473604	0.0000	
12	ICT	-0.092214	0.056247	-1.639439	0.1077	
13	ICB	-0.387336	0.115824	-3.344184	0.0016	
14	IS	3.517754	0.691854	5.084534	0.0000	
15	FUSION	0.573843	1.249180	0.459376	0.6480	
16	C	80.22049	12.21863	6.565422	0.0000	
17						
18	R-squared	0.842837	Mean dependent var	58.96339		
19	Adjusted R-squared	0.819918	S.D. dependent var	9.381948		
20	S.E. of regression	3.981332	Akaike info criterion	5.732674		
21	Sum squared resid	760.8483	Schwarz criterion	6.022010		
22	Log likelihood	-152.5149	Hannan-Quinn criter.	5.844849		
23	F-statistic	36.77373	Durbin-Watson stat	0.861997		
24	Prob(F-statistic)	0.000000				
25						
26						
27						

Modelo de ARIMA Prueba de raíz unitaria

EViews

File Edit Object View Proc Quick Options Window Help

Table: DF Workfile: MODELO ECONOMETRICO::BD\

View Proc Object Print Name Edit+/- CellFmt Grid+/- Title Comments+/-

Range: 2
Sample: 2

View Proc

Table: c
Table: correla
Table: correla
Table: corrmc
Table: df
Table: ebitda
Table: estadis
Table: fusion
Table: g1
Table: g2
Table: g3
Table: g6
Table: graf_m
Table: icb
Table: icc
Table: ict
Table: ie

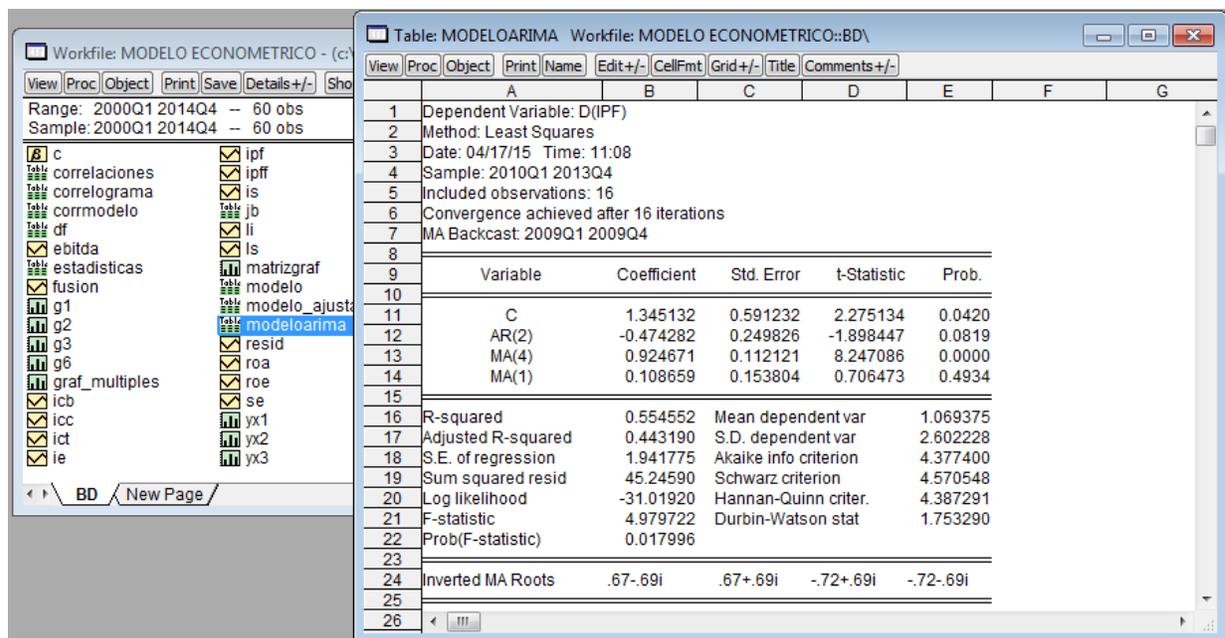
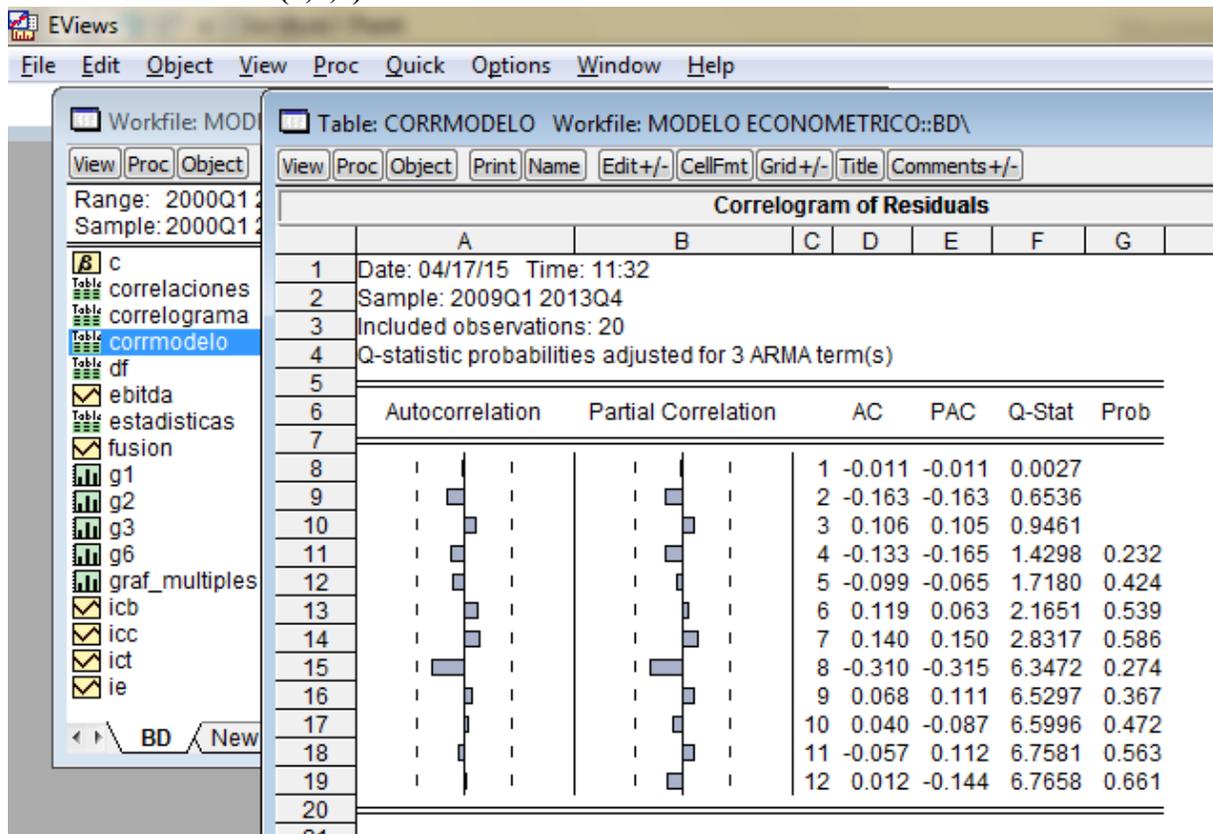
BD

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on IPF						
	A	B	C	D	E	
1	Null Hypothesis: IPF has a unit root					
2	Exogenous: Constant					
3	Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)					
4						
5					t-Statistic	Prob.*
6						
7	Augmented Dickey-Fuller test statistic				1.196764	0.9978
8	Test critical values:				1% level	-3.555023
9					5% level	-2.915522
10					10% level	-2.595565
11						
12	*Mackinnon (1996) one-sided p-values.					
13						
14						
15	Augmented Dickey-Fuller Test Equation					
16	Dependent Variable: D(IPF)					
17	Method: Least Squares					
18	Date: 04/14/15 Time: 07:24					
19	Sample (adjusted): 2000Q2 2013Q4					
20	Included observations: 55 after adjustments					
21						
22	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
23						
24	IPF(-1)	0.033908	0.028333	1.196764	0.2367	
25	C	-1.550011	1.678363	-0.923526	0.3599	
26						
27	R-squared	0.026312	Mean dependent var	0.435818		
28	Adjusted R-squared	0.007941	S.D. dependent var	1.876527		
29	S.E. of regression	1.869062	Akaike info criterion	4.124436		
30	Sum squared resid	185.1498	Schwarz criterion	4.197430		
31	Log likelihood	-111.4220	Hannan-Quinn criter.	4.152663		
32	F-statistic	1.432244	Durbin-Watson stat	1.743637		
33	Prob(F-statistic)	0.236725				

Grafico de autocorrelación y correlación parcial

EViews - [Table: CORRELOGRAMA Workfile: MODELO ECONOMETRICO::BD\]							
File Edit Object View Proc Quick Options Window Help							
View Proc Object Print Name Edit+/- CellFmt Grid+/- Title Comments+/-							
	A	B	C	D	E	F	G
1	Date: 04/17/15 Time: 10:03						
2	Sample: 2000Q1 2014Q4						
3	Included observations: 56						
4							
5	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
6							
7			1	0.929	0.929	50.988	0.000
8			2	0.852	-0.086	94.611	0.000
9			3	0.780	0.008	131.94	0.000
10			4	0.711	-0.034	163.50	0.000
11			5	0.662	0.113	191.38	0.000
12			6	0.617	-0.015	216.09	0.000
13			7	0.565	-0.068	237.24	0.000
14			8	0.512	-0.036	254.98	0.000
15			9	0.464	0.021	269.87	0.000
16			10	0.412	-0.064	281.86	0.000
17			11	0.373	0.060	291.92	0.000
18			12	0.347	0.047	300.83	0.000
19			13	0.288	-0.267	307.07	0.000
20			14	0.229	-0.009	311.11	0.000
21			15	0.195	0.162	314.11	0.000
22			16	0.168	0.032	316.40	0.000
23			17	0.131	-0.201	317.82	0.000
24			18	0.083	-0.122	318.41	0.000
25			19	0.024	-0.036	318.47	0.000
26			20	-0.039	-0.047	318.60	0.000
27			21	-0.105	-0.150	319.62	0.000
28			22	-0.163	-0.004	322.16	0.000
29			23	-0.206	0.032	326.34	0.000
30			24	-0.245	-0.105	332.42	0.000
31							

Modelo de ARIMA (2,1,4)



Referencias

- Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF (2006, junio). *Fusiones y adquisiciones en el sector financiero colombiano: análisis y propuestas sobre la consolidación bancaria (Reporte final de ANIF)*. Bogotá: ANIF.
- Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF (2014). *Profundización financiera y fondeo bancario*. Bogotá: ANIF. Centro de Estudios Económicos ANIF.
- Asociación Bancaria y de Instituciones Financieras de Colombia, ASOBANCARIA (2013). *La rentabilidad ajustada por riesgo de la banca colombiana*. Bogotá: ASOBANCARIA.
- Asociación Bancaria y de Instituciones Financieras de Colombia, ASOBANCARIA (2014, diciembre). *Semana Económica*. Recuperado el 24 de febrero de 2015, de: http://www.asobancaria.com/portal/page/portal/Asobancaria/publicaciones/economica_financiera/semana_economica/2014
- Asociación Bancaria y de Instituciones Financieras de Colombia, ASOBANCARIA / Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, FEDESARROLLO (2014). *Prioridades de la banca 2014-2018*. Bogotá: Asobancaria / Fedesarrollo.
- Ballesteros Ruiz, C. A., y López González, L. M. (2009). Relación entre profundización financiera y crecimiento económico en Colombia: período 1995-2009. *Grafías Disciplinarias*, 10, 7-16.
- Banco Interamericano de Desarrollo, BID (2005). *Progreso técnico y social en América Latina. Informe 2005. Desencadenar el crédito. Cómo ampliar y estabilizar la banca*. Washington, DC: BID. Recuperado el 30 de enero de 2015. http://issuu.com/idb_publications/docs/book_es_66698
- Bancos de Colombia ganan puestos en 'ranking' de América Latina (2012). *Portafolio*. Recuperado el 20 de octubre de 2014, de: <http://m.portafolio.co/finanzas-personales/bancos-colombia-ganan-puestos-%E2%80%98ranking%E2%80%99-latina?tamano=grande>
- Bank for International Settlements, BIS (s.f.). Recuperado el 5 de febrero de 2015 <http://www.bis.org/bcbs/index>
- Berger, A. N. (1999). The consolidation of the financial services industry: causes, consequences and implications for the future. *Journal of Banking and Finance*, 23(2-4), 135-94.
- Berger, A. N., & Hannan, T. H. (1989). The price-concentration relationship in banking. *Review of Economics & Statistics*, 71, pp. 291-299.
- Berggrun Preciado, L. (2006, julio septiembre). La fusión de Bancolombia, Conavi y Corfinsura: una aplicación de la metodología de estudio de eventos. *Estudios Gerenciales* (Universidad ICESI), 22(100).
- Besanko, D., & Dranove, D. A. (1996). *The economics of strategy*. Nueva York: John Wiley & Sons.
- Box, G. E. P., Jenkins, G. M., & Reinsel, G. C. (2008). *Time series analysis: forecasting and control*, 4ª ed. Nueva York: John Wiley & Sons.

- BRC Investor Services S. A. (2008). *Banco Davivienda S. A.: revisión periódica 2008. Acta 77*. Recuperado el 6 de marzo de 2015. http://www.brc.com.co/archivos/FI5_FO_09_DAVIVIENDA_RP_08.pdf
- Clavijo, S., Vera, A., Malagón, D., y González, A. (2012). *Basilea III y el sistema bancario de Colombia: simulaciones sobre sus efectos regulatorios*. Bogotá: ANIF.
- Congreso de Colombia (1990). *Ley 45, de 18 de noviembre de 1990, por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones*. Recuperado el 1º de mayo de 2015, de: <https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile13523&downloadname=art6ley45fidu.pdf>
- Daft, R. (2000). *Teoría y diseño organizacional*. México: International Thomsom.
- David, F. R. (1994). *La gerencia estratégica*, 9ª reimpr. Bogotá: Serie Empresarial.
- Depamphilis, D. (2005). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. Los Angeles, CA: Elsevier / Academic Press.
- Escobar, I. (2006, 16 de mayo). *Fusión y adquisición*. Recuperado el 22 de enero de 2015, de: www.gestiopolis.com/recursos2/documentos/fulldocs/fin/fusadqui.htm
- Espiñeira, Sheldon y Asociados (2008). Fusiones y adquisiciones. *Boletín de Finanzas Corporativas y Recuperaciones*. Recuperado el 10 de noviembre de 2014. <https://www.pwc.com/ve/es/finanzas-corporativas-y-recuperaciones/assets/boletin-cfr-edicion-03-2008.pdf>
- Estrada, D. (2005). Efectos de las fusiones sobre el mercado financiero colombiano. *Borradores de Economía* (Banco de la República), 329.
- Federación Latinoamericana de Bancas, FELABAN (2014). Recuperado el 8 de febrero de 2015, de: www.felaban.net
- Focarelli, D., Panetta, F. & Salleo, C. (2002). Why do banks merge? *Journal of Money, Credit and Banking*, 34, 1047-1066.
- Fuentes, I. (2003, julio-agosto). Un análisis de las fusiones bancarias recientes (1997-2000) en España. *Boletín Económico* (Banco de España), 71-78.
- Garay Salamanca, L. J. (1998). *Colombia: estructura industrial e internacionalización, 1967-1996*. Bogotá: DNP / Colciencias / Minhacienda / Mincomex / Proexport.
- Gujarati, D. N., y Porter, D. C. (2014). *Econometría*, 5ª ed. México: McGraw-Hill.
- Herrero, P. (2012, 18 de diciembre). *Fusiones de entidades bancarias, el "sí quiero" para ganar eficiencia*. Recuperado el 20 de enero de 2015, de: <http://www.ennaranja.com/economia-facil/fusiones-de-entidades-bancarias-el-si-quiero-para-ganar-eficiencia/>
- Jones, G. R. (1987). Organization-Client Transactions and Organizational Governance Structures. *Academy of Management Journal*, 30(2), 197-218.
- King, R., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737.

- Martínez, E., y Moreno, R. (2009). *Medidas de rentabilidad ajustadas al riesgo en el ámbito de las entidades bancarias*. Málaga: Universidad de Málaga.
- Mascareñas Pérez-Íñigo, J. M. (1997). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.
- Mesa Callejas, R. J., y Marín Rodríguez, N. J. (2005, agosto). Perspectivas del sector financiero colombiano con el TLC y las fusiones. *Perfil de Coyuntura Económica* (Centro de Investigaciones Económicas, Universidad de Antioquia, Medellín), 5 (nueva serie).
- Morales, D., y Villanueva, A. (1999). *El proceso de fusiones y su efecto en la concentración del mercado*. Lima: Universidad del Pacífico (documento mimeografiado).
- Ocaña Pérez de Tudela, C., y Peña Sánchez de Rivera, J. I. (1992). Fusiones, adquisiciones y separaciones: teorías y evidencia en España y en EEUU. *Cuadernos Económicos*, ICE (Información Económica Española), Ministerio de Economía y Competitividad, Gobierno de España, 5. Recuperado el 20 de enero de 2015. http://www.researchgate.net/profile/Juan_Ignacio_Pena/publication/254435494_Fusiones_a_dquisiciones_y_separaciones_teoras_y_evidencia_en_Espaa_y_en EEUU/links/543fabad0cf2be1758cebdad.pdf
- Presidencia de la República (1993). *Decreto 663, de 2 de abril de 1993, por medio del cual se actualiza el estatuto orgánico del sistema financiero y se modifica su titulación y numeración*. Recuperado el 1º de mayo de 2015, de: http://200.75.47.49/senado/basedoc/codigo/estatuto_organico_sistema_financiero.html
- Rhoades, S. (1998). The efficiency effects of bank mergers: an overview of cases studies of nine mergers. *Journal of Banking and Finance*, 22, 273-291.
- Rodríguez de Codes Elorriaga, E. (2010, noviembre). *Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital*. *Estabilidad Financiera* (Banco de España), 19, 9-20.
- Sanfilippo Azofra, S. (2005). *Fusiones y adquisiciones bancarias: características e implicaciones de las operaciones realizadas por las entidades de crédito europeas*. Tesis de Doctorado en Administración de Empresas, Universidad de Cantabria. Recuperado el 10 de febrero de 2015. <http://hdl.handle.net/10803/10584>
- Startz, R. (2007). *Eviews, version 7.0*. ... Estados Unidos.
- Suárez, Í., Gorbaneff, Y., y Beltrán, J. (2010). Aplicabilidad de las tipologías de motivos de fusiones: el caso Davivienda-Bansuperior-Bancafé, Colombia. *Cuadernos de Administración* (Pontificia Universidad Javeriana), 23(40), 117-136.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2014). *Actualidad del sistema financiero colombiano*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia, Dirección de Investigación y Desarrollo.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2015). *Evolución del sistema financiero colombiano 2014*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia.
- Tenjo, F., y García, G. (1995). Intermediación financiera y crecimiento económico. *Cuadernos de Economía*, 14(23), 177-196.

- Thorsten, B., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 261-300.
- Universidad EAFIT (2012, 24 de agosto). Banco de Bogotá. *Burkenroad Reports Latinoamerica*. Recuperado el 28 de febrero de 2015, de: <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/burkenroad2012/banco-bogota-2012.pdf>
- Vander Vennet, R. (2002, septiembre). *Cross-border mergers in European banking and bank efficiency*. Ghent University, working paper No. 152.
- Villasalero Díaz, M. (1999). *Economía de los costes de transacción, teoría de la agencia, y enfoque de los derechos de propiedad: diferencias básicas en el ámbito de la economía de las organizaciones*. Ciudad Real: Universidad Castilla-La Mancha. Recuperado el 3 de febrero de 2015. dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/565293.pdf