

# MARCO TEÓRICO Y ESTADO DEL ARTE DE LOS PROCESOS DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN Y SU INFLUENCIA EN EL CAPITAL INTELECTUAL EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.

**Theoretical framework and state of the art of the merger  
and acquisition processes and their influence on the  
intellectual resource in credit institutions**

*Esp. Carlos Mario Durango Yepes<sup>1</sup>*  
*Ingeniero Especialista en Asesoría y Consultoría*  
*de organizaciones. Docente Investigador de la*  
*Facultad de Administración de la UPB.*  
[Carlos.durango@upb.edu.co](mailto:Carlos.durango@upb.edu.co)

Artículo recibido el 7 de noviembre de 2006 y  
aprobado para su publicación el 11 de diciembre  
de 2006

**Eje temático:** gestión de conocimiento  
**Subtema:** capital intelectual

## RESUMEN

Este artículo hace una revisión de la literatura investigativa que explica los motivos y las consecuencias de los procesos de fusión y adquisición en el ámbito europeo y de los Estados Unidos, ámbitos en los que mayor desarrollo investigativo ha tenido dicho tema. Con ello, se da cuenta del primer objetivo de la investigación sobre “gestión del conocimiento en el proceso de las fusiones y adquisiciones de algunas empresas colombianas”, que se desarrolla entre los grupos de investigación Estudios Empresariales y Política y Gestión Tecnológica de la UPB. Además, permitirá avanzar en la segunda y última etapa de la investigación, para lograr el objetivo general de ella: determinar la creación o destrucción de valor mediante la gestión del conocimiento, y más específicamente, del capital intelectual, en los procesos de fusión y adquisición de algunas empresas colombianas en la última década.

**Palabras clave:** Fusiones y adquisiciones, capital intelectual, creación de valor, entidades de crédito.

## ABSTRACT

This article present a revision of the research literature that explains the reasons and consequences of merger and acquisition processes in Europe and the United States, where most of the

---

<sup>1</sup> Investigador principal de la investigación la gestión del conocimiento en el proceso de las fusiones y adquisiciones de algunas empresas colombianas. Radicado en el CIDI con el número 820-11/05-05. Informe de avance. Julio de 2006. UPB.

investigative development in the issue has taken place. This is evidence of the first research objective of "Management of Knowledge in the Mergers and Acquisitions in some Colombian Companies," study carried out by the Corporate Studies and Technology Management and Policies research groups at Universidad Pontificia Bolivariana. Besides, this study will allow us to go to the next and final stage of the project in order to accomplish the general objective: to determine the creation or abolition of value through management of knowledge, more specifically, intellectual resource, in the merger and acquisition processes in some Colombian corporation during the last decade.

**Key words:** Mergers and acquisitions, intellectual resource, value creation, credit institutions

## I. Introducción

El presente artículo se dedica a profundizar en el estudio de las fusiones y adquisiciones realizando, en primer lugar, un estudio teórico de *los motivos* que, desde el punto de vista de la propia empresa, justifican la realización de tales operaciones *entre entidades de crédito* para, posteriormente exponer las *consecuencias* que las mismas generan en dichas entidades.

En general, las fusiones entre empresas -ya sean financieras o no- se realizan por diferentes razones, que pueden variar en función de las características de las sociedades participantes, del tipo de operación, de los sectores afectados, e incluso del período, más o menos acertado, en que se realicen. Pero además, el carácter de una fusión o adquisición no viene determinado por una única meta, sino que, con frecuencia, coexisten múltiples motivos, unos más importantes que otros, dependiendo de las circunstancias en que se desarrolle cada operación. A este respecto, han sido numerosos los aspectos

controvertidos que han rodeado a los procesos de consolidación, por lo que el estudio de los motivos de las fusiones y adquisiciones se ha enfocado desde distintas teorías.

Mientras algunas se han centrado en la importancia de las luchas de poder dentro de la empresa o en el comportamiento directivo, otras han interpretado este proceso como la búsqueda de mayor eficiencia, de sinergias o de un incremento del poder de mercado, entre otros factores. Las adquisiciones, también son vistas como una forma de renovación de la base de recursos de la empresa o como un camino para reconfigurar la estructura de los mismos. Siendo esta, una visión más dinámica de las adquisiciones al considerarlas como un medio para adquirir recursos o para modificar la configuración de los mismos.

En este sentido, a lo largo de la literatura, las hipótesis más extendidas se apoyan, en primer lugar, en la *creación de valor* que conduce a un incremento de la riqueza de la empresa resultante (Seth, 1990); en segundo lugar, en la teoría de la agencia y las teorías del comportamiento de los directivos (Lewellen, Loderer y Rosenfeld, 1985) y en tercer lugar, en la perspectiva de los recursos y capacidades (Capron, Dussauge y Swaminathan, 1998) Las decisiones que toman las empresas, tanto a la hora de realizar fusiones o adquisiciones, como otro tipo de inversiones, deberían estar dirigidas a la consecución de sus objetivos. Sin embargo, la concreción de los mismos ha suscitado cierta controversia en el mundo académico puesto que, frente a un primer enfoque estratégico que respalda la existencia de múltiples objetivos que responderían a la demanda de alguno de los participantes en la empresa<sup>2</sup>, se contraponen otro de carácter financiero que se vincula con la creación de valor -maximización de la riqueza de los accionistas-

<sup>2</sup> Entre otros, Ansoff (1985).

*El objetivo de la creación de valor* es de sumo interés dado que asegura la maximización conjunta de otros indicadores tales como rentabilidad, crecimiento o eficiencia. Pero además, contribuye a la satisfacción de las necesidades del resto de agentes que intervienen en la empresa (stakeholders), cuyas demandas difícilmente podrían ser atendidas si no se crease valor y, en último término, la existencia del mercado de capitales permite evaluar la gestión y la estrategia de la entidad (Cornell y Shapiro, 1988). La asunción de este objetivo se ve refrendada por los numerosos trabajos que se encuentran integrados dentro de este marco (Van Horne, 1997). Por ello, el principal enfoque sobre el que se asienta la literatura que investiga las razones que sustentan las fusiones y adquisiciones se basa en *motivos económicos*, tales como la *obtención de economías de escala y alcance*, *mejora de la gestión o diversificación del riesgo*, por los cuales estas operaciones pueden incrementar el valor de las empresas (Seth, 1990; Berger *et al.*, 1999). Sin embargo, como veremos a lo largo de este capítulo, gran parte de la literatura no encuentra que las fusiones y adquisiciones conduzcan a la creación de valor. En este sentido, el profesor Cuervo (1999), realiza una extensa revisión y crítica a las justificaciones que la literatura ha venido dando a las fusiones y adquisiciones, otorgando especial importancia a lo que denomina “razones no explícitas” que subyacen en el proceso de concentración, resultando claves para entender su existencia.

Entre esas otras razones, destaca el papel que juegan las capacidades y la función de utilidad de los gestores de la empresa. La separación entre propiedad y control presente en la mayoría de las grandes compañías, origen de conflictos entre

accionistas y directivos, dota de amplia autonomía y discrecionalidad de decisión a estos últimos que, en ocasiones, pueden tratar de alcanzar sus propios objetivos en lugar del de los propietarios de la empresa (Shleifer y Vishny, 1997). De acuerdo con este planteamiento, los gestores estarán interesados en realizar fusiones y adquisiciones en la medida que estas operaciones favorezcan sus intereses. Son abundantes las evidencias que muestran que las compensaciones de los directivos están estrechamente relacionadas con el crecimiento de la organización y con su tamaño, por lo que las operaciones de consolidación, al ser una manera rápida de aumentar la dimensión de las empresas, facilitarían su obtención (Rhoades, 1987). Además de la *autosatisfacción de los gestores*, es necesario destacar la *función disciplinar de las fusiones y adquisiciones*. En este sentido, el reemplazamiento de los directivos puede reforzar la decisión de consolidación desde la perspectiva de que un nuevo equipo de gestores facilitaría a la empresa nuevos recursos y capacidades. Por todo ello, un segundo enfoque que permite comprender las razones que impulsan la realización de fusiones y adquisiciones desde una interpretación diferente a la ofrecida por la hipótesis de la creación del valor, se centra en *el papel que juegan los directivos en este tipo de operaciones* (Zhang, 1998; Dermine, 2000).

Así, en las secciones dos y tres, y siguiendo la tendencia general adoptada por la literatura<sup>3</sup>, se aborda el estudio de las razones empresariales que se encuentran detrás de las fusiones y adquisiciones desde dos puntos de vista que se corresponden, precisamente, con cada uno de los enfoques anteriormente citados: en primer lugar, los *motivos económicos* a través de los cuales estas operaciones contribuyen a incrementar el valor de

---

<sup>3</sup> Entre otros, Pilloff y Santomero (1998), Berger *et al.*, (1999), Dermine (2000) y Group of Ten (2001)

las entidades y, en segundo lugar, los *motivos relacionados con la discrecionalidad de los directivos*, desarrollados en el marco que proporciona la teoría de la agencia.

La gran variedad de razones que pueden inducir a una empresa a realizar fusiones y adquisiciones no ocultan, en último extremo, un factor común, y es que con ellas es posible reducir los costos, mejorar la eficiencia, incrementar la rentabilidad, etc. Sin embargo, la materialización de los beneficios potenciales derivados de estas operaciones no está exenta de dificultades. De hecho, alrededor del ochenta por ciento de las operaciones no llegan a obtener las ganancias esperadas como consecuencia de las dificultades que, tras su realización, surgen para integrar a las entidades participantes o para gestionar empresas más grandes y complejas que ofrecen una mayor gama de productos, pero tampoco es extraño que surjan conflictos de intereses entre los directivos de las mismas (Akhavain *et al.*, 1997). A pesar de todo, el debate en torno a los beneficios de las fusiones y adquisiciones continúa abierto y son numerosos los empresarios que defienden las ganancias potenciales que se pueden obtener con las mismas, por lo que, tras examinar los motivos para su realización, en la cuarta sección nos centramos en las consecuencias que tales operaciones tienen sobre el capital intelectual en las entidades de crédito.

Numerosos trabajos han abordado el estudio del proceso de consolidación entre empresas de sectores industriales. Sin embargo, este artículo se centra principalmente en las *investigaciones* que se refieren específicamente a las entidades de crédito, puesto que éstas presentan ciertos elementos diferenciales. Entre otros aspectos, las entidades de crédito están sujetas a especiales restricciones regulatorias que, como el coeficiente de caja o solvencia, limitan su actividad, y los

servicios que habitualmente proporcionan, tales como préstamos y depósitos, son muy diferentes a los que ofrecen otras compañías (Zhang, 1998). Pero lo que es más relevante de cara a nuestra investigación es que las fusiones y adquisiciones dentro de este sector están sujetas generalmente a un mayor grado de control por parte de los supervisores, los cuales tienen potestad de bloquear e incluso impedir las operaciones en aquellas ocasiones que consideren pertinentes. Por ello, como se mostrará en las páginas siguientes, es difícil que el mercado de control corporativo funcione correctamente en el sector financiero debido a los obstáculos que normalmente imponen las autoridades para realizar adquisiciones hostiles, lo que ha supuesto que la mayoría de las operaciones se efectúen mediante negociaciones amistosas (Prowse, 1997).

## **2. Motivos económicos de las fusiones y adquisiciones**

De acuerdo con el objetivo de la maximización de la riqueza de los accionistas, las actuaciones realizadas por la banca privada, al igual que la mayoría de las empresas, deberían estar guiadas por motivos económicos relacionados con el incremento del valor. Sin embargo, no hay que olvidar que, en numerosos países de Europa y en Colombia, existe un grupo de entidades crediticias con un marcado carácter social o mutualista que, como las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito, representan una parte importante del sector, aunque poseen características especiales. En particular, la propiedad de estas entidades no está en manos de accionistas y sus órganos de gobierno, controlados en muchos casos por las autoridades de sus respectivos países, representan a colectivos muy diversos. Por tanto, es probable que sus fusiones y adquisiciones se guíen, además por motivos económicos, por otras razones de

índole social, político o de desarrollo regional<sup>4</sup>. No obstante, la mayoría de ellas no se diferencian excesivamente del resto de instituciones financieras en cuanto a su operación y actividad. De hecho, los trabajos que estudian las operaciones realizadas por estas entidades se centran, principalmente, en motivos económicos, por lo que, sin perder de vista su carácter especial, se continúa el desarrollo de este apartado analizando las razones económicas para la realización de una fusión o adquisición por parte de cualquier tipo de institución crediticia.

Desde un punto de vista económico, las operaciones de consolidación son beneficiosas cuando el valor de la nueva empresa resultante sea mayor que la simple suma de las sociedades que las realizaron. Las fusiones y adquisiciones pueden mejorar el valor de las entidades de crédito a través de numerosas vías<sup>5</sup>: mediante la obtención de economías de escala y alcance, la eliminación de gastos redundantes (a través del cierre de oficinas solapadas), el incremento de su poder de mercado, la disminución de su riesgo, la mejora de la gestión, la reducción del pago de impuestos, el aumento de la venta cruzada de productos y servicios, la obtención de una mayor visibilidad, el aprovechamiento de oportunidades de inversión, etc. De entre todas ellas, la literatura ha destacado que los mayores beneficios para las empresas participantes procederían de cinco fuentes<sup>6</sup>: 1) las economías de escala; 2) las economías de alcance; 3) la mejora de la gestión; 4) la mejora de la

posición competitiva y el incremento del poder de mercado; 5) la diversificación geográfica y de productos.

Para efectos del propósito de nuestra investigación, sólo se expondrán los antecedentes investigativos relacionados con la mejora en la gestión.

## 2.1 Mejora de la gestión

Trabajos como los de Berger y Humphrey (1997), Group of Ten (2001), han observado amplias diferencias en la calidad de la gestión entre las empresas que forman parte del sector crediticio dado que, de media, operan bajo una situación de ineficiencia en la asignación de los recursos en torno a un 10 ó 15% en el lado de los costos y hasta un 25% en el de ingresos. Todo esto sugiere importantes beneficios derivados de la reestructuración de estas empresas a través de la implantación de nuevas políticas, técnicas de gestión o la sustitución de los peores gestores.

Aunque es posible corregir estas ineficiencias en la asignación de los recursos a través de numerosas vías, las fusiones y adquisiciones resultan especialmente convenientes en aquellos sectores que han sufrido profundos cambios estructurales debidos, entre otros factores, al progreso tecnológico o a la desregulación (Mitchell y Mulherin, 1996)<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> Durante la década de los noventa se ha producido un importante proceso de reestructuración y privatización de estas entidades en numerosos países europeos (Valero, 2003).

<sup>5</sup> Entre otros, Group of Ten (2001) y Cuervo (1999).

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, Pilloff y Santomero (1998), Berger *et al.*, (1999), Group of Ten (2001) y Dermine (2000)

<sup>7</sup> Jensen (1993) considera que, en muchos sectores industriales, las fusiones y adquisiciones facilitan la adopción de cambios necesarios ante la aparición de shocks tecnológicos o de oferta y contribuyen a reducir los excesos de capacidad.

De hecho, estos autores detectaron que durante la década de los ochenta, el mayor número de operaciones se concentró en aquellos sectores que habían experimentado los shocks más profundos. La tesis que plantean se puede enmarcar dentro de la denominada *teoría de las perturbaciones*, la cual sostiene que las fusiones y adquisiciones son motivadas por graves alteraciones económicas, por lo que se suceden en oleadas. En este sentido, el sector financiero ha sufrido una importante transformación en las últimas décadas. La desintermediación, la desregulación, la innovación financiera o el aumento de las posibilidades

tecnológicas, entre otros factores, han condicionado, como ya se estudió en páginas precedentes de este trabajo, la actuación de las entidades de crédito en los últimos años, especialmente en Europa, donde la integración económica y monetaria ha incrementado de manera apreciable la competencia. A este respecto, y de acuerdo con los planteamientos de Mitchell y Mulherin del año 1996, numerosos autores consideran que las fusiones y adquisiciones son una respuesta estratégica de las entidades de crédito ante esos cambios, de tal forma que, como se muestra en la **tabla 1**, les han permitido

**Tabla 1**

Mejora de la gestión		
<i>Ganancias de las fusiones y adquisiciones</i>	<i>Explicación</i>	<i>Evidencia</i>
<i>Corrección de ineficiencias ante cambios estructurales</i>	Las fusiones y adquisiciones son una respuesta estratégica de las entidades de crédito ante los cambios que en las últimas décadas ha sufrido el sector financiero, de tal forma que les ha permitido reenfocar su negocio y reestructurar su organización.	Berger, Demsetz y Strahan (1999), European Central Bank (2000a) y Group of Ten (2001).
<i>Adecuación de la red de oficinas</i>	Conducen a importantes reducciones de costes a través del cierre de oficinas solapadas y el traslado de las cuentas de sus clientes a la sucursal más próxima de la entidad resultante de la operación.	Hawawini y Itzhak (1990), Houston y Ryngaert (1994), Avery, Bostic, Calem y Canner (1999) y Houston, James y Ryngaert (2001).
<i>Cambios en la organización y en la reasignación de los recursos</i>	- Reasignación de los recursos del adquirido que incrementa la eficiencia y mejora el valor.	Steiner (1975), Seth (1990) y Berger y Humphrey (1992).
	- Mayores ganancias potenciales cuando las empresas mejor gestionadas tomen el control de las que presentan peores resultados.	Berger y Humphrey (1992), Cummins y Weiss (2000) y Focarelli, Panetta y Salleo (2002)
	- Reestructuración interna cuando se dispone de recursos infrautilizados cuya desinversión o reutilización puede resultar beneficiosa.	Hotchkiss y Mooradian (1998) y Cuervo (1999).
<i>Obtención de recursos cuando existen mercados imperfectos</i>	Las ganancias dependen de: - Las diferencias y la complementariedad entre los recursos de que disponen el adquirente y el adquirido. - La reasignación de los recursos tras la operación.	Teece (1986), Hennart y Park (1993) y Capron, Dussauge y Mitchell (1998).
<i>Renovación de los directivos de las entidades adquiridas</i>	- Las operaciones de consolidación pueden constituirse en un mecanismo externo para fortalecer la disciplina de los gestores cuando los controles internos no funcionan adecuadamente. - Las entidades adquiridas suelen ser aquellas que han obtenido peores resultados y sus directivos son frecuentemente sustituidos tras la operación.	Jensen y Ruback (1983), Weisbach (1988), Morck, Shleifer y Vishny (1989), Franks y Mayer (1990), Kesner y Seborá (1994) y Gómez (1997).

Fuente: Sanfilippo, 2004

reenfocar su negocio tradicional y reestructurar su organización (Group of Ten, 2001; Berger, Demsetz y Strahan, 1999).

La relevancia de las fusiones y adquisiciones también se debe a que, desde un punto de vista estratégico, los importantes cambios que conllevan en la organización de las entidades pueden conducir a una reasignación de los recursos del adquirido que incremente la eficiencia y mejore el valor, en especial en aquellos casos en los que las empresas mejor gestionadas tomen el control de las que presentan peores resultados (Seth, 1990)<sup>8</sup>.

En este sentido, algunos estudios han encontrado que las empresas adquirentes son, en media, más eficientes que las adquiridas (Focarelli, Panetta y Salleo, 2002) y muestran que las compañías adquirentes que habían sido bien gestionadas antes de la operación obtenían con ésta mayores rendimientos para sus accionistas. Pero, a su vez, los adquirentes pueden también emplear estas operaciones como medio para realizar procesos de reestructuración interna, especialmente cuando disponen de recursos infrautilizados cuya desinversión o reutilización pueden resultar beneficiosos. De hecho, numerosas fusiones y adquisiciones hostiles se han motivado por los beneficios que se esperan obtener a través de una mayor especialización debido a la venta de negocios no relacionados.

Internamente, el consejo de administración es el principal responsable del control de los directivos y de su sustitución cuando la empresa presenta bajos rendimientos<sup>9</sup>.

Sin embargo, la falta de independencia del consejo de administración ya sea, entre otras muchas razones, porque los gerentes son miembros del mismo o como consecuencia de la concentración de la gerencia y el control en una misma persona, reduce su efectividad, complicando especialmente la sustitución de los directivos (Fizel *et al.*, 1990).

Externamente las fusiones y adquisiciones (especialmente las hostiles) proporcionan una oportunidad para fortalecer la disciplina de los gestores cuando los mecanismos de control interno no funcionan adecuadamente ya que, las entidades adquiridas suelen ser aquéllas que han obtenido peores resultados y sus directivos son, con frecuencia, sustituidos una vez que la operación se ha llevado a cabo (Franks y Mayer, 1990). A este respecto, Martin y McConnell (1991) encuentran una relación positiva entre la sustitución de los directivos de las empresas adquiridas y los rendimientos que éstas tenían antes de la operación y, muestran mayor sustitución de gestores cuando existían elevadas diferencias de rendimiento entre adquirente y adquirido. Pero además, tras una adquisición se observan mejores resultados si los directivos de la empresa objetivo son sustituidos que si permanecen.

Tanto los mecanismos de control internos y externos son aplicables, en su gran mayoría, al sector bancario. No obstante, las entidades de crédito presentan notables diferencias legales y regulatorias respecto a otras industrias, por lo que la eficacia de dichos mecanismos se verá afectada notablemente. A este respecto, la mayoría de las operaciones que se realizan entre entidades

---

<sup>8</sup> La reestructuración implica normalmente la transferencia de la propiedad, los cambios organizativos, un giro en la estrategia de la entidad y la realización de nuevos contratos a los gestores, empleados, clientes o proveedores (Jensen, 1988).

<sup>9</sup> Numerosos trabajos encuentran que unos malos resultados incrementan la probabilidad de sustitución de los gestores (Coughlan y Schmidt, 1985; Weisbach, 1988; Parrino, 1997).

bancarias son amistosas, y no hostiles, más fáciles de observar en otro tipo de sociedades, por lo que se podría pensar que la sustitución de directivos es menos importante en este sector. No obstante, las evidencias empíricas no confirman esta suposición.

De cualquier manera, la reorganización de la entidad adquirida parece ser un motivo importante para la realización de fusiones y adquisiciones en el sector bancario, puesto que numerosos estudios americanos y europeos han encontrado que, antes de la operación, las entidades adquirentes son, en media, más eficientes que las objetivo<sup>36</sup>. Pero además, los adquirentes demuestran un mayor interés -pagando primas más elevadas- por las entidades objetivo que presentan un mayor potencial de mejora en su eficiencia (Benston, Hunter y Wall, 1995).

### **3. La discrecionalidad de los directivos**

Una importante corriente de la literatura se ha centrado, como se ha mostrado en el apartado anterior, en los motivos que justifican la realización de fusiones y adquisiciones aceptando que el objetivo principal de la empresa se vincula a la creación de valor y la maximización de la riqueza. No obstante, en aquellos casos en los que, tras una operación, no se logra incrementar el valor, la teoría económica ha sugerido como causa la existencia de problemas de agencia en el seno de las empresas derivados de la separación entre propiedad y control. Por ello, una importante rama de la literatura ha abordado *el estudio de las fusiones y adquisiciones desde la perspectiva de las teorías directivas y la teoría de la agencia*.

Las *teorías directivas* sostienen que la delegación del poder de decisión en manos de los gestores,

les confiere a éstos la posibilidad de imponer sus criterios en el proceso de fijación de los objetivos de la empresa (Marris, 1964). En virtud de los resultados de estas teorías, las decisiones que se toman en el seno de las empresas estarían condicionadas por las motivaciones de los directivos tales como poder, status, prestigio, o rentas, y cuya principal vía para obtenerlos se centraría en el crecimiento empresarial, pudiendo constituirse, por tanto, las fusiones y adquisiciones en un camino perfectamente válido para su logro.

La *teoría de la agencia* aborda el estudio de la separación entre propiedad y control desde un nuevo enfoque en virtud del cual se considera a la empresa como un conjunto de contratos entre los distintos individuos que intervienen en la misma. (Fama y Jensen, 1983). De esta manera, se establecerían relaciones de agencia, entendidas como un contrato en el que una persona (principal) designa a otra (agente) para que realice alguna actividad en su nombre, para lo cual, el principal delega en el agente cierta autoridad de decisión. En este sentido, la separación entre propiedad y control se basaría en una relación de agencia, a través de la cual los directivos actuarían en representación de los accionistas. Se asume, además, que el agente y el principal son maximizadores de sus respectivas funciones de utilidad, por lo que los directivos no siempre actuarán en el sentido deseado por los accionistas, sino que podrían adoptar aquellas decisiones que mejor contribuyan al logro de sus objetivos personales dentro de los límites de la discrecionalidad que posean. A su vez, los accionistas procurarán, en cambio, que la gerencia tome aquellas decisiones que contribuyan a mejorar sus intereses, lo que acarreará la aparición de costos de agencia.

Bajo el marco conceptual de esta teoría, y en relación con el proceso de consolidación, la



existencia de elevados problemas de agencia puede llevar a que los directivos, debido a su elevada libertad y discrecionalidad de decisión, promuevan la realización de fusiones y adquisiciones, con el fin último de alcanzar un mayor beneficio personal, por lo que, en esos casos, dichas operaciones no contribuirían a mejorar el valor de la empresa, tal y como se presenta en la **tabla 2**. Por otra parte, también se sugiere que las sociedades cuyos gestores no persigan los intereses de los accionistas tienen una mayor probabilidad de ser adquiridas, lo que previsiblemente llevará a una mejora de su administración tras el despido de los directivos ineficientes (Morck, Shleifer y Vishny, 1989)<sup>10</sup>. En este caso, las adquisiciones podrían conducir a un incremento del valor de las entidades, por lo que este último aspecto, que ya fue abordado al referirnos a la mejora de la gestión como uno de los motivos económicos que se encuentran detrás de las operaciones de consolidación, no se desarrolla en este apartado, que se dedica a estudiar, principalmente, la búsqueda de beneficios privados por parte de los directivos.

Por otra parte, en la literatura, el comportamiento gerencial también ha sido descrito bajo la hipótesis del exceso de confianza. Dicha hipótesis plantea que los directivos se equivocarían en la valoración de la empresa adquirida, pero realizarían la operación creyendo que sus estimaciones son correctas (Roll, 1986)<sup>11</sup>. Los gerentes de la empresa adquirente confían demasiado en sus posibilidades para administrar adecuadamente la entidad resultante de una operación de consolidación y, sobrestimarían los posibles beneficios derivados de la misma descubriendo, *a posteriori*, que las ganancias previstas, con frecuencia, no llegan a materializarse.

Todos estos planteamientos aparecen resumidos en la tabla 3.

## 4. Consecuencias de las fusiones y adquisiciones en el capital intelectual

Los beneficios que se pueden obtener a través de las fusiones y adquisiciones son muy diversos, tal y como se muestra en páginas anteriores. No obstante, en general, con ellas se busca mejorar la rentabilidad, reducir los costos o aumentar el valor. Sin embargo, el logro de esos objetivos no está exento de dificultades, puesto que las operaciones de consolidación implican importantes cambios en las empresas, lo que conduce, con frecuencia, a la aparición de problemas y tensiones internas que pueden, incluso, hacer desaparecer los beneficios esperados de las mismas. De hecho, un tercio de las fusiones y adquisiciones fracasan antes de cinco años, y al menos el 80% no llegan a obtener las ganancias esperadas (Vester, 2002). Aunque estos resultados tan negativos se pueden deber a múltiples causas, en los primeros momentos tras una operación cobran especial relevancia los problemas de integración, las dificultades para gestionar la nueva organización y los elevados premios que se pagan para realizarlas.

La integración de diferentes empresas no es una tarea sencilla, puesto que implica, entre otros factores, su reestructuración interna, la implantación de nuevas técnicas o la renovación de los equipos directivos, por lo que, es frecuente la aparición de problemas organizativos y conflictos de intereses (Buono y Bowditch, 1989).

---

<sup>10</sup> De hecho, las operaciones de adquisición pueden ser un síntoma de los conflictos de intereses entre los directivos y los accionistas o una solución de los mismos (Jensen, 1988).

<sup>11</sup> Este comportamiento se conoce también en la literatura con el término “hubris”.

**Tabla 3**

**La discrecionalidad de los directivos**

En aquellos casos en los que, tras una operación, no se logra incrementar el valor, la teoría económica ha sugerido como causa la existencia de problemas de agencia en el seno de las empresas derivados de la separación entre propiedad y control.

<i>Mecanismo</i>	<i>Explicación</i>		<i>Evidencia</i>
<i>Búsqueda de beneficios privados por parte de los directivos (teoría de la agencia)</i>	Entidad adquirente	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Separación entre propiedad y control: elevada discrecionalidad de los directivos.</li> <li>- Aunque existen numerosos mecanismos de control, es difícil mantener totalmente alejados a los gestores de la búsqueda de sus propios objetivos.</li> <li>- Buena parte de las compensaciones pecuniarias y no pecuniarias de los directivos están relacionadas con el tamaño y el crecimiento, por lo que se podrán lograr a través de las fusiones y adquisiciones.</li> <li>- Las operaciones de consolidación realizadas por gestores que buscan su beneficio personal se traducirán en una dilución del valor de la empresa.</li> </ul>	Berle y Means (1932), Mueller (1969), Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983), Jensen y Ruback (1983), Shleifer y Vishny (1997), Campa y Hernando (2002) y Anderson, Becher y Campbell (2004).
	Entidad adquirida	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Los gestores de las entidades adquiridas se ven perjudicados tras la operación, pues pierden prestigio, retribuciones y, en algunas ocasiones, hasta su puesto de trabajo.</li> <li>- Los directivos de la entidad adquirente serán reacios a aceptar operaciones de adquisiciones aunque conduzcan a un incremento del valor.</li> </ul>	
<i>Hipótesis del exceso de confianza de los directivos</i>	Los directivos confían demasiado en sus posibilidades para gestionar la entidad resultante de una fusión o adquisición y sobrestiman los posibles beneficios derivados de las mismas, descubriendo tras la operación que las ganancias previstas, con frecuencia, no se llegan a materializar.		Roll (1986), Zhang, (1995) y Milbourn, Boot y Thakor (1999).

Fuente: Sanfilippo, 2004

De acuerdo con los objetivos de nuestra investigación, el propósito de este apartado consiste en revisar el efecto que las fusiones y adquisiciones tienen sobre las entidades de crédito en términos del *capital intelectual*.

#### 4.1 El capital intelectual

En este apartado se adoptan las definiciones propuestas por Edvinsson y Malone (1997) y por otros autores. El capital intelectual puede descomponerse en una serie de elementos:

- a) **Capital clientes (o relacional)**  
Se refiere a todo aquello que aporta valor a la organización *externamente*, como por ejemplo la fidelidad de los clientes, el valor de la marca, la reputación o las relaciones con la administración pública.

- b) **Capital estructural (o de la organización)**  
Comprende las patentes, metodologías, bases de datos de conocimiento, sistemas de instalaciones, valores culturales fuertes, etc.
- c) **Capital (o competencia) humano**  
Referido a las personas, a su competencia, al cómo se las dirige y a la manera cómo trabajan juntas.

#### ¿Qué sucede en la práctica?

Si analizamos las tres categorías de capital intelectual mencionadas solemos encontrarnos con que el capital externo o relacional puede destruirse:

- Al eliminar el valor de la marca cuando se cambia el nombre de acuerdo con el de la empresa compradora. En efecto, puede ocurrir que el comprador tenga

características de marca más atractivas y la correspondiente reputación asociada. Pero si la razón es simplemente que la dirección quiere ser coherente y adoptar un enfoque de compañía única, puede alejar a los clientes y proveedores que profesen una lealtad específica hacia la marca adquirida.

- Al acabar con la lealtad de los clientes, dependientes de las relaciones, al reconvertir las actividades dirigidas a ellos, ya sea la venta o el servicio. Es lo más peligroso, pues llegar ahí ha podido costar años. Un ejemplo frecuente es la reconversión del servicio en centros de llamada, que puede ocurrir cuando se reestructura la empresa o en situaciones de fusión. Puede perderse tanto el conocimiento tácito como el relacional.
- De igual modo pueden malograrse las valiosas relaciones establecidas con los proveedores, con la comunidad, con las instancias oficiales, con las alianzas y entidades inversoras, al trasladar o dejar fuera de la nueva empresa a las personas que se relacionaban con ellos.

El capital organizativo puede desaparecer:

- A causa de la incompatibilidad de los sistemas, que de una u otra forma hace que se pierdan datos, historia u otra documentación.
- Porque la metodología adaptada a los productos y servicios que se prestaban se ve desplazada por enfoques ajenos y desconocidos.
- Por la supresión de una cultura gracias a la cual las personas podían compartir las “mismas reglas de juego”. Esta es quizá la causa más habitual de desaparición del capital organizativo. A menudo se cita como causa de fracaso en las fusiones al conflicto entre culturas. Un clásico ejemplo es el de la cultura de “empresa grande” por oposición a la

cultura de “empresa pequeña”: las personas trabajan a gusto en una u otra, pero difícilmente en ambas.

El capital humano reside en el núcleo de todo lo expuesto, teniendo como característica especial que puede tomar sus propias decisiones sobre su deseo de quedarse o de irse. Indemnizaciones atractivas ayudan a veces a irse a los empleados lo cual se efectúa bajo el interés de la reducción de costos. Pero con ellos se llevan las relaciones que han establecido, su conocimiento tácito y su contribución al valor de los accionistas. Es la conjunción de personas lo que mantiene y hace crecer a los otros tipos de capital. Los altos cargos pueden ser los primeros en irse, a pesar de que quizá conozcan el negocio mejor que nadie desde un punto de vista global, los principales clientes o los puntos fuertes y débiles de su empresa. Pueden llevarse con ellos subordinados leales, en especial cuando la compañía adquirida tiene muchas personas con bastantes años de servicio.

## 5. Conclusiones

El reto de una fusión, compra o alianza, es satisfactoria cuando se da:

- El logro de los objetivos estratégicos propuestos en el plan.
- El mantenimiento y aumento del valor que garantizan a los accionistas las empresas que acuerdan la operación (que Haspeslagh y Jemison, 1991, han denominado “*captura del valor*”).
- El incremento de su capacidad conjunta de crear valor futuro (lo que los mismos autores llaman “*creación de valor*”).

Para ello es preciso comprender realmente todos los elementos del capital intelectual. Aquel comprador que parta con esta comprensión tendrá

una ventaja considerable; de otro modo es poco probable que consiga evaluar y administrar satisfactoriamente la empresa adquirida.

La empresa compradora tiene que asegurarse que recorre cuatro pasos fundamentales:

- Poder *unir cada objetivo estratégico* de la nueva estructura con los elementos clave del capital intelectual que la fundamentan.
- Considerar uno a uno todos los accionistas, definir las áreas clave que *contribuyen al valor* y ver cuáles son las personas y equipos decisivos en dicha contribución.
- Poder representar sistemáticamente el *mapa* en el que se localice el activo intelectual (incluyendo el conocimiento) con un peso estratégico decisivo.
- Comparar y contrastar el *entorno de funcionamiento* de ambas empresas constitutivas, sus normas culturales, procesos, valores, contratos psicológicos, etc., así como descubrir zonas de potencial disonancia.

## 6. Bibliografía

- AKHAVEIN, J.D.; BERGER, A.N.; HUMPHREY, D.B. (1997): "The effects of bank megamergers on efficiency and prices: Evidence from the profit function", *Review of Industrial Organization*, vol. 12, pp. 95-139.
- ANSOFF, H.I. (1985): *La Estrategia de la Empresa*, Orbis, Barcelona.
- BENSTON, G.J.; HUNTER, W.C.; WALL, L.D. (1995): "Motivations for bank mergers and acquisitions: Enhancing the deposit insurance put option versus earnings diversification", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 27, iss.3, pp. 777-788.
- BERGER, A.N.; DEMSETZ, R.S.; STRAHAN, P.E. (1999): "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, iss. 2-4, pp. 135-194.
- BERGER, A.N.; HUMPHREY, D.B. (1997): "Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research", *European Journal of Operational Research*, vol. 98, iss. 2, pp. 175-212.
- BROOKING, A. (1996). *Intellectual Capital*. Londres: Thomson Business Press. (*El capital Intelectual*. Barcelona: Paidós, 1997).
- BUONO, A. y BOWDITCH, J. (1989): «*The human side of mergers and acquisitions: managing collisions between people and organizations*», Ed. Jossey-Bass, San Francisco.
- CAPRON, L.; DUSSAUGE, P.; MITCHELL, W. (1998): "Resource deployment following horizontal mergers and acquisitions in Europe and United States, 1988-1992", *Strategic Management Journal*, vol. 19, iss. 7, pp. 631-661.
- CAPRON, L. (1999): «The Long Term Performance of Horizontal Acquisitions», *Strategic Management Journal*, Vol. 20, pp. 987-1018.
- CORNELL, B.; SHAPIRO, A.C. (1988): "Corporate stakeholders and corporate finance", *Financial Management*, vol. 17, pp. 5-14.
- CUERVO, A. (1999): "Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos no explícitos como determinantes del éxito", *Economistas*, no. 82, pp. 20-31.
- DERMINE, J. (2000): "Bank mergers in Europe: The public policy issues", *Journal of Common Market Studies*, vol. 38, iss. 3, pp. 409-425.
- EDVINSSON, L. y Malone M. S. (1997). *El capital intelectual. Cómo identificar y calcular el valor de los recursos intangibles de su empresa*. Barcelona: Gestión 2000, 1999).

- FAMA, E.; JENSEN, M. (1983): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, iss. 2, pp. 301-325.
- FIZEL, J.L.; LOUIE, K.K.T. (1990): "CEO retention, firm performance and corporate governance", *Managerial and Decision Economics*, vol. 11, iss. 3, pp. 167-166.
- FOCARELLI, D.; PANETTA, F.; SALLEO, C. (2002): "Why do banks merge?", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 34, iss. 4, pp. 1047-1066.
- FRANKS, J.R.; MAYER, C. (1990): "Corporate ownership and corporate control: A study of France, Germany and the U.K.", *Economic Policy*, vol. 1. pp. 189-231.
- GROUP OF TEN (2001): "Report on consolidation in the financial sector", [www.bis.org](http://www.bis.org).
- GUPTA, O. y ROOS, G. (2001). Mergers and acquisitions through an intellectual capital perspective. *Journal of Intellectual Capital* 2, 297-309.
- HASPELAGH, P. C. y JEMISON, D. B. (1991). *Managing Acquisitions - Creating Value Through Corporate Renewal*. Nueva York: The Free Press.
- IBORRA, M. (1997): «Las fusiones y adquisiciones como proceso», *Dirección y Organización*, Vol.18, pp.78-89.
- JENSEN, M. (1988): "Takeovers: Their causes and consequences", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, no. 2, pp. 323-329.
- LEWELLEN, W.; LODERER, C.; ROSENFELD, A. (1985): "Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 209-231.
- MANNE, H.G. (1965): "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 73, iss. 2, pp. 110-120.
- MARTIN, K.J.; MCCONNELL, J.J. (1991): "Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover", *The Journal of Finance*, vol. 46, iss. 2, pp. 671-687.
- MARRIS, R.L. (1964): *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, MacMillan, Londres.
- MITCHELL, M.L.; MULHERIN, J.H. (1996): "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity", *Journal of Financial Economics*, vol. 41, iss. 2, pp. 193-229.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. (1989): "Alternative mechanism for corporate control", *The American Economic Review*, vol. 79, no. 4, pp. 842- 852.
- PILLOFF, S.J.; SANTOMERO, A.M. (1998): "The value effects of bank mergers and acquisitions", en Amihud y Miller (eds.), *Bank Mergers and Acquisitions*, Kluwer Academic, Dordrecht.
- PROWSE, S. (1997): "Corporate control in commercial banks", *The Journal of Financial Research*, vol. 20, iss. 4, pp. 509-527.
- RHOADES, S.A. (1987): "Determinants of premiums paid in bank acquisitions", *Atlantic Economic Journal*, vol. 15, iss. 1, pp. 20-30.
- ROLL, R. (1986): "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business*, vol. 9, no. 2, pp. 197-216.
- SANFILIPPO A. Sergio. (2004). Fusiones y adquisiciones bancarias: características e implicaciones de las operaciones realizadas por las entidades de crédito europeas. (Disertación doctoral Universidad de Cantabria, Santander, España)
- SETH, A. (1990): "Value creation in acquisitions: A reexamination of performance issues", *Strategic Management Journal*, vol. 2, pp. 99-115.
- VALERO, F.J. (2003): *Presente y Futuro de las Cajas de Ahorros*, Fundación Caixa Galicia, A Coruña.

- VAN HORNE, J.C. (1997): *Administración Financiera, 10.ª Edición*. Prentice Hall, El Conde. México.
- VESTER, J. (2002): “Lessons learned about integrating acquisitions”, *Research Technology Management*, vol. 45, iss. 3, pp. 33-41.
- ZHANG, H. (1998): “US evidence on bank takeover motives: A note”, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 25, iss. 7-8, pp. 1025-1032.