

CAPÍTULO II

FACTORES EXPLICATIVOS E IMPLICACIONES DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

2.1.- INTRODUCCIÓN

Una vez examinado el proceso de consolidación financiera dentro del contexto de los actuales cambios que han tenido lugar en los sistemas financieros, y tras analizar los factores externos que como la desregulación o el progreso tecnológico, han favorecido el aumento de las fusiones y adquisiciones, el presente capítulo se dedica a profundizar en el estudio de las mismas, 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 y adquisiciones entre empresas –ya sean financieras o no– se realizan por diferentes razones, que pueden variar en función de las características de las sociedades participantes, el tipo de operación, los sectores afectados, e incluso el 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 teorías¹. 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. 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 (Manne, 1965; Seth, 1990) y, en segundo lugar, en la teoría de la agencia y las teorías del comportamiento de los directivos (Marris, 1964; Mueller, 1969; Lewellen, Loderer y Rosenfeld, 1985).

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 empresa², se contraponen otro de carácter financiero que se vincula con la creación de valor –maximización de la riqueza de los accionistas–.

El objetivo de la creación de valor es de sumo interés, puesto 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 (Fruhan, 1979; Alberts y

¹ Véase, por ejemplo, Ansoff, Brandenburg, Porter y Radosevich (1971), Steiner (1975), Rappaport (1986) y Berger y Humphrey (1992).

² Entre otros, Ansoff (1985) y Andrews (1980).

McTaggart, 1984; Rapaport, 1986; Copeland, Koller y Murrin, 1994; 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; Pilloff y Santomero, 1998; 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 (Baumol, 1959; Mueller, 1969; 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 (Amihud y Lev, 1981; Jensen, 1986; 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 (Berger, Demsetz y Strahan, 1999; Zhang, 1998; Dermine, 2000).

Así, en el presente capítulo, y siguiendo la tendencia general adoptada por la literatura³, abordamos 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 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 costes, 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 (Berger y Humphrey, 1992; Akhavein *et al.*, 1997; Pilloff y Santomero, 1998). 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 segunda parte de este capítulo nos centramos en las consecuencias que tales operaciones

³ Entre otros, Pilloff y Santomero (1998), Berger *et al.*, (1999), Calomiris y Karcesky (1998), Dermine (2000), Group of Ten (2001) y Shull y Hanweck (2001).

tienen sobre las entidades de crédito.

Numerosos trabajos han abordado el estudio del proceso de consolidación entre empresas de sectores industriales⁴, sin embargo, el presente capítulo 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 (Fama, 1985; 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 mostraremos 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 (Gorton y Rosen, 1995; Prowse, 1997).

A continuación, el presente capítulo, que constituye el marco teórico del que surgirán las hipótesis que proponemos y tratamos de contrastar en el capítulo siguiente, se desarrolla, en primer lugar, en torno a los motivos económicos para realizar fusiones y adquisiciones. Posteriormente se aborda el estudio de los motivos relacionados con los directivos, para finalizar examinando las consecuencias que estas operaciones tienen sobre las entidades de crédito.

⁴ Véase, por ejemplo, Jensen y Ruback (1983), Datta *et al.*, (1992), Berkovitch y Narayanan (1993), Mascareñas (1992), Fondevila (1997), Lozano (1999) y Campa y Hernando (2002).

2.2.- 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 valor⁵. Sin embargo, no hay que olvidar que, en numerosos países de Europa, 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 diversos⁶. Por tanto, es probable que sus fusiones y adquisiciones se guíen, además de por motivos económicos, por otras razones de índole social, político o de desarrollo regional⁷. No obstante, la mayoría de ellas no se diferencian excesivamente del resto de instituciones financieras en cuanto a su operativa y actividad. De hecho, los trabajos que estudian las operaciones realizadas por estas entidades se centran, principalmente, en motivos económicos⁸, 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. De cualquier forma, en el análisis empírico que se presenta en el capítulo siguiente, se consideran sus particularidades, y se realizan diferentes estimaciones en las que se estudian las

⁵ La marcha de las empresas afecta, además de a los accionistas, a diversos colectivos que se han venido agrupando bajo la denominación de “stakeholders”. Por ello, una rama de la literatura económica considera que los gestores no deberían centrarse exclusivamente en las necesidades de los accionistas, sino que podrían atender, al menos en parte, los intereses de los “stakeholders”, puesto que las demandas de ambos colectivos no se contraponen de forma sistemática (Schuster, 2000).

⁶ Durante la década de los noventa se ha producido un importante proceso de reestructuración y privatización de estas entidades en numerosos países europeos (European Central Bank, 2000a; Valero, 2003).

⁷ Carbó y Williams (2000) consideran que las decisiones tomadas por los gestores de las cajas de ahorro de numerosos países europeos pueden verse afectadas por las presiones de las autoridades locales y regionales, los trabajadores y los depositantes.

⁸ Véase, entre otros, Thompson (1997), Haynes y Thompson (1999), Carbó y Humphrey (2002) y Worthington (2004).

peculiaridades que presentan sus operaciones respecto a las de la banca comercial.

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 vías⁹: 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, que exponemos a continuación¹⁰: 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.

2.2.1.- Economías de escala

El tamaño de las empresas ha suscitado numerosos aspectos controvertidos en la literatura especializada. Por una parte, se ha cuestionado su relevancia, puesto que, en general, una mayor dimensión conduce tanto a un incremento relativo de los costes, debido al aumento de los problemas de gestión, organización o supervisión, como a una reducción de los ingresos, puesto que, por ejemplo, en algunas ocasiones, ciertos clientes minoristas prefieren servicios personalizados, que están más relacionados con entidades más pequeñas (Millon y Thakor, 1985; Berger, 2000). Un segundo enfoque, contrapuesto al anterior, se centra en las ventajas que ofrece el tamaño en relación con las economías de escala. Este término hace referencia a la

⁹ Entre otros, Group of Ten (2001), Berger, Demsetz y Strahan (1999) y Cuervo (1999).

¹⁰ Véase, por ejemplo, Peristiani (1997), Calomiris y Karceski (1998), Pilloff y Santomero (1998), Berger *et al.*, (1999), Group of Ten (2001), Dermine (2000) y Lindblon *et al.*, (2002).

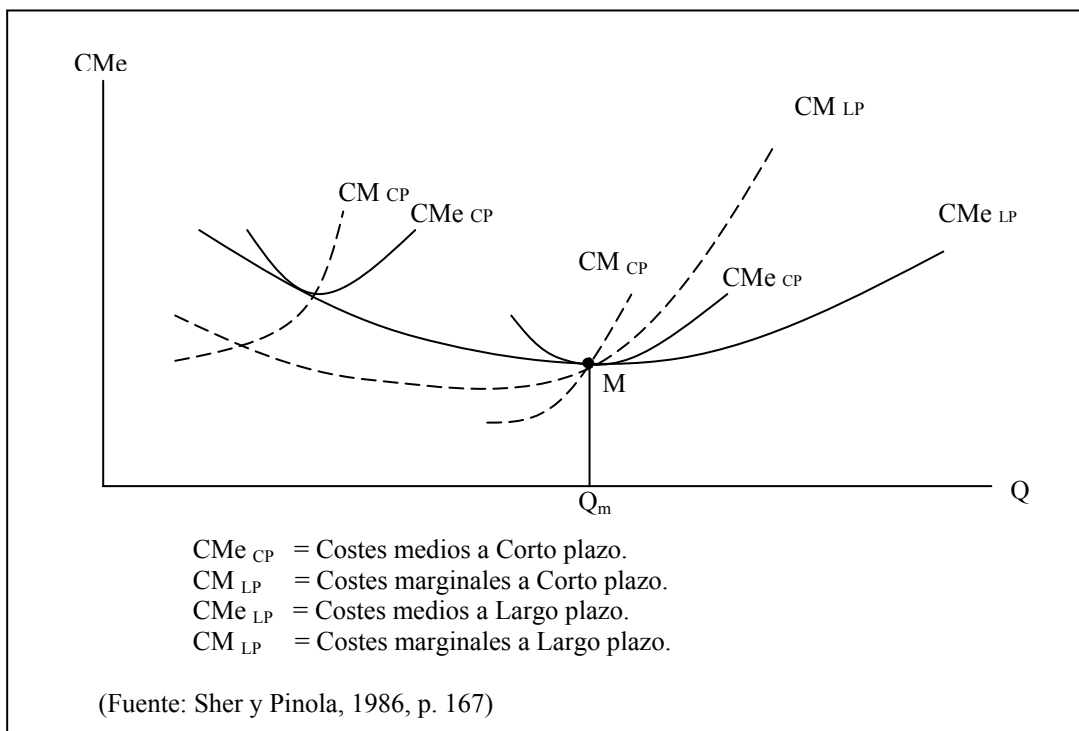
tasa a la cual aumenta la cantidad de producto cuando la empresa incrementa todos sus factores productivos en la misma proporción y, por tanto, estaría asociado con la expansión empresarial a largo plazo, puesto que sólo entonces todos sus factores son variables. Así pues, se dice que existen rendimientos constantes, crecientes o decrecientes a escala cuando la producción total aumenta, respectivamente, en la misma, mayor o menor proporción que el incremento de todos los factores.

La teoría económica plantea numerosas fuentes para la obtención de economías de escala, tal y como se muestra en las tablas 2.1 y 2.2 (páginas 66 y 67). Por una parte, cabe la posibilidad de obtener rendimientos crecientes debido a la existencia de costes fijos que, como los gastos en servicios centrales y en comercialización, son independientes del nivel de producción. En particular, se podrían reducir los costes medios debido a un uso más eficiente de alguno o de todos los factores productivos, a la división de tareas, a la reutilización de los canales de distribución y marketing, o a la mayor facilidad para acceder a innovaciones tecnológicas (Bell y Murphy, 1968; Fanjul y Maraval, 1985; Revell, 1988; Vives, 1988). Por otra parte, una mayor dimensión puede aumentar los ingresos unitarios, puesto que, entre otras razones, a algunos clientes les pueden resultar más útiles los productos y servicios proporcionados por grandes entidades, lo que permite a éstas cobrar un precio más alto por sus servicios, pero además, en sectores como el financiero, un mayor tamaño aumenta la diversificación de la cartera de activos, lo que permite realizar inversiones arriesgadas, aunque de elevada rentabilidad (Pilloff y Santomero, 1998; Hughes, Mester y Moon, 2001). Finalmente, las economías de escala también están presentes en términos financieros, puesto que las empresas más grandes pueden tener una mayor capacidad para obtener recursos y un acceso al mercado de capitales en mejores condiciones (Vázquez, 1991; Cuervo, 1999)¹¹.

¹¹ De hecho, los mercados de capitales valoran de forma positiva el crecimiento o la dimensión, debido a los problemas de liquidez y de asimetría que presentan las empresas más pequeñas (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995).

A pesar de las diversas fuentes a través de las cuales se pueden obtener, la literatura ha vinculado estas economías principalmente a los costes, dependiendo su relevancia relativa de la forma que adopte la curva de costes medios de la industria a largo plazo y de su relación con los costes marginales. Así, bajo el modelo de competencia perfecta, dicha curva tendría forma de U, tal y como aparece en la figura 2.1. En este sentido, a medida que aumenta la producción, los costes medios a largo plazo, al encontrarse por encima de los costes marginales, disminuirían hasta alcanzar un mínimo en el nivel Q_m , y por tanto, nos hallaríamos ante rendimientos crecientes de escala. Para niveles de producción superiores a Q_m , los costes marginales crecerían por encima de los costes medios, por lo que, la empresa experimentaría rendimientos decrecientes a escala. Sin embargo, en algunas industrias la forma de U no es la más usual, por lo que se han considerado

FIGURA 2.1.
Economías de escala y la curva de costes medios y marginales a largo plazo



otras especificaciones. Así, bajo el modelo de competencia oligopolística la curva de costes medios a largo plazo adopta la forma de L, por lo que, para niveles bajos de producción existirían rendimientos crecientes, mientras que para niveles más altos únicamente se podrían lograr rendimientos constantes (Scherer, 1980; Gold, 1981).

Bajo este marco conceptual, la teoría económica se ha planteado la posibilidad de obtener una mayor escala a través del crecimiento interno o del externo. Si bien el primero, que se realiza a través de inversiones en la propia empresa, es un modo seguro de garantizar la expansión, puesto que permite controlar los problemas de gestión que se originan a medida que aumenta el tamaño, resulta demasiado lento en determinadas circunstancias.

Las fusiones y adquisiciones, por el contrario, al constituirse en una forma de crecimiento externo, conducen a un importante, a la vez que rápido, aumento del tamaño, por lo que, además de suponer sustanciales ganancias en términos de economías de escala, estas operaciones cobrarían especial relevancia en entornos inestables y con cambios estructurales significativos, tales como los que ha sufrido el sector bancario en los últimos años, pero también se constituirían en la principal vía de acceso a mercados y sectores con importantes barreras de entrada relacionadas con la escala (Bain, 1965; Mitchell y Mulherin, 1996; Lozano, 1999; Berger *et al.*, 1999). Así, como menciona Cuervo (1999, p. 20): *«Las fusiones son una forma de desarrollo de la empresa alternativa al crecimiento interno y a las alianzas, aunque se le suele dar una gran importancia por su impacto social y por sus efectos sobre la estructura de poder de las empresas»*. De cualquier manera, a través de las operaciones de consolidación sería posible reducir los costes unitarios de la entidad adquirida debido a las economías de escala que se derivarían de su integración en la organización del adquirente. Pero además, este último podría proporcionar a la adquirida nueva tecnología, mejorar sus políticas de gestión o aumentar la gama de productos que ofrece.

Las economías de escala son un fenómeno común de todo proceso de consolidación, no obstante su importancia depende tanto del tamaño del adquirente y

adquirido como del grado de relación existente entre sus negocios. Así, en general, las mayores ganancias por esta vía se originan en las adquisiciones de entidades de reducida dimensión o en las fusiones que se realizan entre las mismas, por lo que, las economías de escala rara vez, constituyen una razón válida para operaciones entre grandes empresas (Sutton, 1980). Además, el coste de adquisición de las entidades más pequeñas no suele ser relativamente elevado y su integración en la organización del adquirente es más sencilla. De hecho, los resultados de los trabajos que analizan específicamente las características previas de las entidades que participan en las operaciones de consolidación, han encontrado que, con relativa frecuencia, el tamaño tiene una relación inversa con la probabilidad de ser adquirido, o que se pagan mayores primas por las empresas más pequeñas (Thompson, 1997; Focarelli, Panetta y Salleo, 2002; Worthington, 2004). Por su parte, en las operaciones de tipo horizontal, en las que las entidades participantes desarrollan actividades muy similares, sería posible obtener amplios beneficios por esta vía, puesto que se eliminaría un número elevado de tareas duplicadas (Sutton, 1980). Sin embargo, en las operaciones de tipo vertical, que se realizan con un proveedor o con un cliente, y en aquéllas en las que se forma un conglomerado y, por tanto, no existe relación entre la actividad de las empresas que participan en la operación, no se deberían esperar ganancias muy importantes.

Los beneficios potenciales que se pueden obtener con el aumento del tamaño, cobran especial relevancia en el sector crediticio, debido a que la literatura bancaria ha estado estrechamente vinculada al concepto de economías de escala y a la dimensión de las entidades¹². Las teorías basadas en la organización industrial que, históricamente, facilitan la primera vía de análisis del comportamiento de los

¹² En este sentido, Pérez y Quesada (1991) resumen en cuatro puntos las principales fuentes de economías de escala para las entidades de crédito: 1) *Economías de escala tecnológicas*, derivadas de la reducción de los costes medios totales como consecuencia de un incremento del output que no implica nuevos costes fijos; 2) *Economías de escala financieras*, debidas a la disminución del impacto de las inversiones fallidas sobre la estabilidad y la reputación de la entidad; 3) *Economías de escala en la gestión de información*, producidas por la reutilización de la información que se obtiene de la relación con ciertos colectivos; 4) *Economías de escala pecuniarias*, puesto que los equipos directivos de las entidades de elevada dimensión pueden adquirir mayor experiencia y, por tanto, mejorar la productividad y reducir los costes.

intermediarios financieros, centran su atención en la presencia de fricciones en las operaciones financieras, haciendo especial hincapié en la existencia de elevados costes de transacción. En este contexto, los intermediarios financieros reducirían esas fricciones debido a que pueden aprovechar economías de escala o alcance en la provisión de servicios financieros, lo que les permite operar con unos costes de transacción menores que los inversores individuales y, a la vez, realizar una adecuada diversificación de sus carteras de activos¹³. De esta manera, los bancos tenderían a incrementar su tamaño para poder aprovechar en mayor medida tales economías (Gurley y Shaw, 1960; Goldsmith, 1969; Rhoades, 1982).

Muchas de las imperfecciones de las que hablaban las teorías basadas en la organización industrial fueron desapareciendo paulatinamente debido, sobre todo, al progreso tecnológico. Su pérdida de peso dio paso a nuevas interpretaciones que se centraron en las “*asimetrías informativas*” o “*información imperfecta*” (Leland y Pyle, 1977). Estos modelos se basan en el supuesto de que los empresarios están mejor informados sobre la calidad y posibilidades de éxito de sus proyectos que los inversores que los financian. Por tanto, surgirían asimetrías entre ambos que podrían ser reducidas por los intermediarios financieros, dadas las ventajas que poseen en la obtención y gestión de información.

Bajo estos planteamientos, Diamond (1984) y Ramakrishnan y Thakor (1984), además de mostrar la importancia de la diversificación en la reducción de los costes de vigilancia y control, entre otros muchos aspectos, indican que, bajo ciertas condiciones, es posible demostrar la presencia de economías de escala en el sector bancario provenientes de la aparición de asimetrías informativas. En este sentido, los modelos que propusieron apuntaban hacia la existencia de un único intermediario

¹³ Véase Benston y Smith (1976) y Fama (1980).

TABLA 2.1
Economías de escala

Hacen referencia a la tasa a la cual aumenta la cantidad de producto cuando la empresa incrementa todos sus factores en la misma proporción y, por tanto, están asociados con la expansión a largo plazo, puesto que sólo entonces todos los factores de producción son variables.	Rendimientos constantes: la producción total aumenta en la misma proporción que el incremento de todos los factores.	
	Rendimientos crecientes: la producción total aumenta en mayor proporción que el incremento de todos los factores.	
	Rendimientos decrecientes: la producción total aumenta en menor proporción que el incremento de todos los factores.	
<i>Fuentes</i>	<i>Forma de actuación</i>	<i>Evidencia</i>
<i>Existencia de costes fijos</i>	Es posible reducir los costes medios debido a un uso más eficiente de alguno o de todos los factores productivos, a la división de tareas, a la reutilización de los canales de distribución y marketing, o a la mayor facilidad para acceder a innovaciones tecnológicas.	Benston (1965), Bell y Murphy (1968), Scherer (1980), Fanjul y Maraval (1985), Revell (1988) y Vives (1988).
<i>Aumento de los ingresos unitarios</i>	A algunos clientes les pueden resultar más útiles los productos y servicios proporcionados por grandes entidades, lo que permite a éstas cobrar un precio más alto por sus servicios, pero además, en ciertos sectores como el financiero, un mayor tamaño aumenta la diversificación de la cartera de activos, lo que permite realizar inversiones arriesgadas, aunque de elevada rentabilidad.	Pilloff y Santomero (1998) y Hughes, Mester y Moon (2001).
<i>Financieras</i>	Las empresas más grandes tienen una mayor capacidad para obtener recursos y para acceder al mercado de capitales en mejores condiciones.	Lang y Stulz (1994) y Berger y Ofek (1995).
<i>Otras fuentes</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Indivisibilidad de ciertos inputs. - Aparición de innovaciones. - Especialización y subdivisión del trabajo. - Curva de la experiencia. - Variación de los costes unitarios de los inputs. 	Gold (1981), Fanjul y Maraval (1985) y Vives (1988).

TABLA 2.2
Fusiones y adquisiciones - economías de escala

Las fusiones y adquisiciones conducen a un importante y rápido aumento del tamaño, por lo que pueden implicar sustanciales ganancias en términos de economías de escala.

<i>Relación</i>	<i>Forma de actuación</i>	<i>Evidencia</i>
<i>Tamaño del adquirente y adquirido</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Las mayores ganancias por esta vía se originan en las adquisiciones de entidades de reducida dimensión, por lo que, las economías de escala rara vez, constituirían una razón válida para operaciones entre grandes empresas. - El coste de adquisición de las entidades más pequeñas debería ser relativamente reducido y su integración en la estructura del adquirente más sencilla. 	Sutton (1980), Hunter, Timme y Yang (1990), Berger, Hancock y Humphrey (1993) y Focarrelli, Panetta y Salleo (2002).
<i>Relación entre los negocios del adquirente y adquirido</i>	Operaciones horizontales:	Sutton (1980) Van Horne (1985), Vázquez, (1991), European Central Bank (2000a), Berger <i>et al.</i> , (1999) y DeLong (2001).
	Operaciones verticales:	
	Conglomerado:	

financiero de tamaño gigantesco –infinito–. Sin embargo, sus resultados eran sensibles a los supuestos de partida, por lo que el tamaño óptimo de las instituciones financieras, aunque elevado, sería finito, ya que a medida que las entidades crecen, aparecen, con frecuencia, problemas de gestión y control internos que llegan a equilibrar, e incluso eliminar, las ganancias informativas derivadas del incremento del tamaño (Millon y Thakor, 1985).

Recientemente, han surgido distintos planteamientos que tratan de explicar diversos aspectos relacionados con los intermediarios financieros. Estos nuevos enfoques se apoyan en varios elementos entre los que destacan la gestión del riesgo y la presencia de costes de participación (Oldfield y Santomero 1997; Allen y Gale, 1997; Allen y Santomero, 2001). En relación con el tamaño, y basándose en el concepto de la diversificación de la teoría de carteras, se sugiere que las entidades de crédito de mayor dimensión presentarían unas carteras de préstamos y depósitos mejor diversificadas lo que les permitiría reducir su riesgo de insolvencia.

2.2.1.1.- Evidencias empíricas de las economías de escala

De acuerdo con los planteamientos teóricos anteriores, y basándose generalmente en funciones de costes que, como la tradicional especificación translogarítmica¹⁴, proporcionen cierta flexibilidad a la estimación, son numerosas las investigaciones empíricas que se han realizado con relación a las economías de escala. Considerada de forma conjunta, la literatura empírica, tanto americana como europea, permite extraer, como veremos con más detalle en las páginas siguientes, varias conclusiones. Por una parte, parece claro que son sólo las entidades de reducido tamaño las que pueden aprovecharse de la existencia de economías de escala. Por otra parte, el progreso tecnológico y la desregulación financiera han propiciado que, desde comienzos de los noventa, la obtención de economías de

¹⁴ Recientemente se han utilizado funciones de costes más flexibles que la translogarítmica, como por ejemplo, la Fourier-Flexible (Berger y Mester, 1997).

escala sea mucho más factible. Finalmente, se destaca la existencia de deseconomías de escala por el lado de los costes en las entidades de elevada dimensión, debido entre otros factores, a los problemas de gestión, organización o supervisión. A continuación, tal y como se muestra en la tabla 2.3 de la página 73, realizamos una revisión de las principales evidencias empíricas, comenzando por Estados Unidos, para continuar con Europa y las particularidades del caso español.

La literatura clásica americana ha detectado que la curva de costes medios de los bancos estadounidenses tiene forma de U aplanada, lo que implica que las instituciones de tamaño mediano son ligeramente más eficientes en costes que las entidades grandes o pequeñas. Así, las economías de escala únicamente podrían ser aprovechadas por las entidades de reducida dimensión, desapareciendo para niveles moderados de output¹⁵. Sin embargo, las mejoras en costes por esta vía no son muy importantes, ya que, en ningún caso, superarían el 5%. Algunos trabajos han estudiado específicamente las economías de escala a nivel de oficina, llegando a la misma conclusión, puesto que las reducciones de costes se encontrarían alrededor del 3% (Berger, Leusner y Mingo, 1997; Berger y Humphrey, 1997; Berger, 1998). Por otra parte, ciertos estudios han utilizado funciones de ingresos o beneficios, en un intento por detectar diferencias en la eficiencia debidas al tamaño. Sin embargo, los resultados que alcanzan no muestran una evidencia clara de la existencia de economías de escala. Así, mientras que Berger, Hancock y Humphrey (1993) y Berger, Cummins, Weiss y Zi (2000) muestran un nivel más alto de eficiencia en las entidades más grandes, Berger y Mester (1997) lo detectan en las entidades pequeñas y Clark y Siems (2002) encuentran que es igual en ambos grupos.

Recientemente, el progreso tecnológico ha permitido la comercialización de productos a bajo coste a través de la banca electrónica o la banca on-line, lo que ha reducido el esfuerzo de tratamiento, gestión y utilización de la información, facilitando con ello, tal y como reflejan las investigaciones americanas, la posibilidad

¹⁵ Entre otros, Berger, Hanweck y Humphrey (1987), Hunter, Timme y Yang (1990), Berger y Humphrey (1991) y McAllister y McManus (1993).

de aprovechar mayores economías de escala¹⁶. Es más, la desregulación que se ha venido produciendo desde principios de los noventa, ha eliminado muchas de las restricciones geográficas que impedían la expansión bancaria en Estados Unidos, lo que ha hecho menos costoso el aumento del tamaño¹⁷.

El progreso tecnológico y la desregulación han facilitado, sin duda, la obtención de economías de escala, gracias a lo cual los trabajos recientes muestran un panorama más alentador. No obstante, buena parte de esos resultados se deben a que dichos estudios realizan sus estimaciones a través de funciones de costes más sofisticadas que permiten descubrir mínimos locales, lo que es particularmente relevante en el negocio bancario donde es más correcto analizar por separado intervalos de diferente dimensión que ofrecer una valoración global para todos los tamaños¹⁸. En este sentido, Hughes y Mester (1998) y Hughes, Mester y Moon (2001) incorporan además, por primera vez, el riesgo y la estructura de capital en la estimación de los costes, lo que constituye un sustancial avance en el estudio de las economías de escala.

En Europa, las investigaciones que analizan las economías de escala en el sector bancario han llegado a similares resultados que sus homólogos americanos. El principal elemento diferenciador consiste en que, en este caso, el debate sobre el tamaño de las entidades de crédito ha estado marcado por el Mercado Único, la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y la implantación de la Unión Monetaria¹⁹. En particular, la progresiva liberalización en el establecimiento de instituciones y en la prestación de servicios financieros ha fomentado el incremento

¹⁶ Véase, por ejemplo, Berger y Mester (1997), Wheelock y Wilson (2001) o Hughes, Mester y Moon (2001).

¹⁷ A este respecto, y como se menciona en el capítulo uno, la “Riegle-Neal Interstate Banking” and “Branching Efficiency Act”, implantada efectivamente en 1997, eliminó muchas de las barreras estatales a la expansión de oficinas bancarias que aún quedaban en Estados Unidos.

¹⁸ Altunbas y Chakravarty (2001) sugieren que se tomen con cuidado las recientes investigaciones sobre economías de escala debido a que la utilización de estas nuevas funciones de costes puede traer consigo problemas de especificación.

¹⁹ La Comisión de las Comunidades Europeas expresó en 1989 que el Mercado Único Europeo podría beneficiar a aquellos sectores en los que el tamaño jugase un papel importante. En particular, se esperaban reducciones de precios debido a las presiones competitivas, y disminuciones en los costes como consecuencia de un aumento de la productividad y de la obtención de economías de escala.

de la dimensión de las entidades de crédito (en numerosas ocasiones a través de fusiones y adquisiciones) en busca de la escala necesaria para desarrollar sus actividades en un mercado cada vez más amplio, competitivo y dinámico.

Las evidencias encontradas no son concluyentes puesto que no se aprecian economías de escala para todos los países y, en caso de hacerlo, sólo aparecen en las empresas de menor tamaño. Así, Vander Venet (1994) detecta ciertas economías de escala en un análisis de 1504 instituciones pertenecientes a Bélgica, Holanda, Dinamarca, Alemania, Italia, España, Luxemburgo, Portugal y el Reino Unido. Allen y Rai (1996), en una comparación internacional, sólo las detectan para bancos de reducida dimensión y, Garcimartín (1996), en un análisis sobre la rentabilidad y el tamaño de 300 entidades de crédito pertenecientes a la Unión Europea, aprecia la existencia de rendimientos constantes a escala, salvo en el caso de la banca alemana que presenta deseconomías. Por su parte, Molyneux, Altunbas y Gardener (1996), utilizando una variante de las funciones de costes translogarítmicas, analizan 850 bancos pertenecientes a Francia, Alemania, España e Italia en el año 1988. Sus resultados muestran que, sólo en el caso español, las economías de escala aparecen para todos los tamaños, mientras que, en Francia e Italia los bancos presentan rendimientos constantes a escala y las entidades alemanas deseconomías. Sin embargo, a nivel de oficina, las economías de escala son más evidentes.

En Europa, al igual que en Estados Unidos, se han producido importantes reducciones de los costes de las entidades de crédito en la década de los noventa debido al progreso tecnológico y a la desregulación financiera, lo que ha favorecido la obtención de economías de escala²⁰ (European Central Bank, 2000a). Así Altunbas y Molyneux (1996) en un estudio para 1003 entidades pertenecientes a España, Alemania, Italia y Francia en el año 1994, encontraron amplias economías de escala para todos los tamaños en Francia, España y Alemania, apareciendo únicamente

²⁰ Cabe destacar que la implantación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (89/646/CEE) liberalizó el comercio de servicios financieros entre las fronteras de los países pertenecientes a la entonces Comunidad Económica Europea (CEE), introdujo la “licencia bancaria única” y fijó el carácter universal de sus bancos.

deseconomías en el caso italiano. Altunbas, Gardener y Molyneux (2000) en una revisión del estudio anterior para los mismos países desde 1987 a 1994, muestran la existencia de deseconomías en los ochenta, mientras que, por el contrario, a principios de los noventa son significativas las economías de escala.

Por su parte, Pastor, Pérez y Quesada (1997), en una comparación internacional para los bancos de Estados Unidos, Austria, España, Alemania, el Reino Unido, Italia, Bélgica y Francia, encuentran únicamente ciertas ineficiencias de escala en las entidades de Estados Unidos, Alemania y Austria. Por su parte, Cavallo y Rossi (2001) analizan 442 bancos, pertenecientes a seis países europeos, Francia, Alemania, Italia, España, el Reino Unido y Holanda durante el período comprendido entre 1992-1997. Sus resultados muestran significativas economías de escala en el sector bancario en todos los países analizados, especialmente en las entidades de menor tamaño. Altunbas, Gardener, Molyneux y Moore en su trabajo de 2001, encuentran que durante la década de los noventa se produjo una disminución media anual de los costes de los bancos europeos como consecuencia del progreso tecnológico en torno al 3%, y que aunque las entidades más grandes se habrían beneficiado en mayor medida del mismo, son las de menor tamaño las que disfrutarían de amplias economías de escala. Por último, en una comparación realizada para diez países de la Unión Europea durante el período 1993-1996, Maudos, Pastor, Pérez y Quesada (2002) muestran que los bancos europeos de tamaño medio son más eficientes en beneficios que el resto, por lo que las entidades más pequeñas podrían reducir sus costes incrementando su dimensión.

Ciñéndonos al caso español, las investigaciones, que en su mayoría se centran en las cajas de ahorro, apenas se diferencian en sus resultados del resto de los trabajos europeos. Los primeros estudios realizan comparaciones de ratios de costes

TABLA 2.3
Evidencia de las economías de escala

<i>Resultados</i>	<i>Explicación</i>	<i>Evidencias</i>
<i>Las más beneficiadas son las entidades de reducido tamaño</i>	Los trabajos empíricos muestran que la curva de costes medios de las entidades de crédito tiene forma de U aplanada.	Hunter, Timme y Yang (1990), Vander Venet (1994), Raymond y Repilado (1991), Pastor, Pérez y Quesada (1997), y Altunbas, Gardener y Molyneux (2000).
<i>Deseconomías para las entidades de elevada dimensión</i>	Aparecen problemas de gestión, de organización o de supervisión derivados de un tamaño excesivo.	
<i>Escasas ganancias</i>	En general, no suelen implicar una reducción de los costes superior al 5%.	
<i>Mayores ganancias durante los noventa</i>	El progreso tecnológico y la desregulación financiera han facilitado la obtención de economías de escala durante los noventa.	Berger y Mester (1997), Wheelock y Wilson (2001), Cavallo y Rossi (2001) y Carbó y Humphrey (2004).

o análisis de regresión a finales de los setenta y principios de los ochenta, encontrando únicamente la existencia de economías de escala en limitadas ocasiones²¹. Así, por ejemplo, Azofra y de la Fuente (1989) en un análisis de las cajas de ahorro castellano-leonesas deducen que una mayor dimensión no significa mayor eficiencia, no existiendo una relación unívoca entre el tamaño y los niveles de rentabilidad, costes o productividad. Por su parte, los análisis posteriores, que emplean técnicas basadas en funciones de costes, revelan la presencia de economías de escala únicamente para las entidades de reducida dimensión. Así, Raymond y Repilado (1991) estiman una función de costes del tipo Cobb-Douglas en una muestra de setenta y seis cajas de ahorro durante el período comprendido entre 1986 y 1988, mostrando la existencia de dichas economías para entidades de tamaño reducido y para volúmenes moderados de depósitos por oficina. A similares conclusiones llegan Grifell-Tatjé y Lovell (1994) utilizando el índice de Malmquist

²¹ Entre otros, Fanjul y Maravall (1985), Lagares (1988), Revell (1989) y Espitia, Polo y Salas (1990).

para la productividad y, Maudos (1994) empleando una función de costes translogarítmica. Por su parte, Sarro (1996) no encuentra ninguna relación entre la rentabilidad de las cajas de ahorro y su tamaño. Moya y Marco (2000) detectan una relación negativa, pero no lineal, entre el tamaño y el grado de ineficiencia de las cajas rurales españolas. Por el contrario, Carbó y Humphrey (2004) muestran apreciables economías de escala para las cajas de ahorro españolas durante el período comprendido entre 1986 y 2000.

2.2.2.- Economías de alcance

Las economías de alcance permiten reducir los costes o aumentar los ingresos por unidad debido a las sinergias derivadas de la producción de múltiples servicios por parte de una misma empresa (Panzar y Willig, 1975). Es decir, si consideramos dos outputs Q_1 y Q_2 , siendo sus costes de producción conjunta $C(Q_1, Q_2)$, e individual $C(Q_1)$ y $C(Q_2)$ respectivamente, se generarían economías de alcance por el lado de los costes si²²:

$$C(Q_1, Q_2) < C(Q_1) + C(Q_2)$$

pudiéndose medir el grado de economías de alcance a través de la siguiente fórmula:

$$SC = \frac{C(Q_1) + C(Q_2) - C(Q_1, Q_2)}{C(Q_1, Q_2)}$$

Baumol, Panzar y Willig (1988) consideran que el punto de partida de las economías de alcance arranca del concepto Marshalliano de factores de producción públicos, en el sentido de que una vez que son adquiridos para la obtención de un bien, pueden lograrse de forma menos costosa para la fabricación de otro output de distinto tipo. Sin embargo, aunque la existencia de factores públicos es una condición

²² Dicha fórmula es generalizable a los rendimientos: $R(Q_1, Q_2) > R(Q_1) + R(Q_2)$.

suficiente para justificar las economías de alcance, no es ciertamente necesaria. En la literatura económica, otra corriente que permite explicar dichas economías se centra en la presencia de inputs que son fácilmente compartidos en la elaboración de varios bienes, lo que se debe normalmente a indivisibilidades en los procesos productivos de las empresas.

En el caso concreto del sector crediticio, las economías de alcance han estado estrechamente vinculadas al debate en torno a la relevancia de la banca universal. Una primera postura plantea que el aumento de la gama de productos y servicios que ofrece una empresa puede dar lugar a una pérdida de eficiencia debido, entre otros factores, a los problemas de gestión, a la falta de experiencia de los directivos o a los costes de agencia a medida que crece la complejidad de la organización (Williamson, 1970; Meyer, Milgrom y Roberts, 1992). En este sentido, y de acuerdo con esta interpretación, las entidades especializadas en la provisión de determinados productos o servicios suelen tener mayores conocimientos o experiencia en su área de negocio y, pueden, por tanto, crear productos mejor adaptados a las necesidades de clientes concretos, cobrando precios más altos por ellos. Pero además, Boot y Thakor (1996) consideran que la oferta de una amplia gama de bienes y servicios financieros dentro de una misma entidad puede derivar, incluso, hacia una menor innovación financiera para crear productos que atraigan a nuevos clientes²³.

Una segunda postura plantea que la provisión de una elevada gama de servicios dentro de una misma entidad es menos costosa o genera mayores ingresos que su producción por separado, debido a la presencia de algún recurso que, como la información, los canales de distribución o la marca, pueda ser compartido por varias actividades, sin que el uso por parte de una de ellas suponga una merma para el resto. Dichas economías surgirían, entre otras muchas fuentes, de la distribución de determinados costes fijos entre una variedad de productos más amplia, de la reducción

²³ Cuando una entidad que oferta una amplia gama de bienes y servicios introduce una innovación en uno de ellos, debe sopesar la repercusión negativa que ésta tendrá en la demanda del resto de sus productos, lo que no sucede en las empresas especializadas. Por ello, un banco universal sólo desarrollará una innovación cuando los beneficios esperados de ella sean muy elevados.

de riesgos como consecuencia de una mayor diversificación, de la venta cruzada de productos y servicios a un mismo cliente, de la reutilización de la información, de la existencia de clientes que prefieren adquirir varios productos o servicios en una misma entidad, lo que facilita a ésta cobrar un precio más alto por ellos²⁴.

Al amparo de estos planteamientos, se ha estudiado la posibilidad de obtener dichas economías de alcance a través de diferentes vías, que abarcan desde el desarrollo interno de nuevos productos relacionados, hasta la realización de fusiones y adquisiciones pasando por las alianzas estratégicas. Si bien el desarrollo interno de nuevos productos es un modo seguro de garantizar la diversificación empresarial, puede resultar muy lento en determinadas circunstancias. Asimismo, la realización de alianzas entre empresas tiene sentido en ciertas ocasiones, como, por ejemplo, en el desarrollo de un proyecto que sea de carácter temporal o si aparecen restricciones políticas a las operaciones de consolidación (Sutton, 1980). Sin embargo, cuando existen entidades que disponen de recursos complementarios que les permitirían reducir sus costes si operasen conjuntamente, es recomendable la realización de fusiones y adquisiciones, tal y como mostramos en la tabla 2.4 de la página 79. En particular, es posible compartir las oficinas, los sistemas de distribución o los servicios centrales, especialmente si las entidades que las realizan comercializan productos y servicios financieros diferentes. Pero además, podrían aumentar sus ingresos a través de la venta cruzada de distintos servicios, aprovechar el prestigio de una de ellas para ofrecer los productos de la otra, o crear mercados de capitales internos que reduzcan el coste de capital de la organización (Berger, Hanweck y Humphrey, 1987; Rajan, 1996; Houston, James y Marcus, 1997).

Las economías de alcance son un fenómeno común de todo proceso de consolidación, no obstante su importancia depende del grado de relación entre los negocios del adquirente y adquirido. Así, las ganancias serán muy importantes en las fusiones y adquisiciones de tipo conglomerado, es decir, cuando no existe relación

²⁴ Bailey y Friedlaender (1982), Berger, Hanweck y Humphrey (1987), Molyneux, Altunbas y Gardener (1996), Berger, Humphrey y Pulley (1996) y Delgado, Pérez y Salas (2003).

entre las actividades que realizan las entidades, y carecerán de relevancia en la consolidación horizontal, al efectuarse entre competidores. Por lo general, en un conglomerado financiero una entidad de crédito suele ser la institución directora y la que mayor tamaño posee, siendo la adquisición el principal método de formación de los mismos –las fusiones son ciertamente raras– (European Central Bank, 2000a).

2.2.2.1.- Evidencias empíricas de las economías de alcance

El análisis empírico de las economías de alcance en el sector financiero se ha realizado a través de las mismas funciones de costes empleadas en la estimación de las economías de escala, ya comentadas en el apartado anterior, aunque con el problema añadido de que las entidades de crédito realizan múltiples actividades, por lo que, con frecuencia, no existen suficientes empresas especializadas para realizar una comparación adecuada²⁵.

Los resultados de los trabajos americanos únicamente aprecian pequeños ahorros en costes derivados de la producción conjunta, mientras que por el lado de los ingresos, en ciertos casos se aconseja la oferta de múltiples bienes y servicios y en otros la especialización, puesto que, algunas actividades financieras, tradicionalmente no bancarias, pueden contribuir a mejorar el rendimiento de las entidades de crédito²⁶. Sin embargo, las investigaciones estadounidenses presentan importantes limitaciones, puesto que, debido a que su legislación ha restringido tradicionalmente la comercialización de distintos tipos de productos financieros dentro de una misma clase de entidad, se han basado generalmente en análisis de simulación. Por ello, sus resultados no son extrapolables a la Unión Europea, donde

²⁵ Para solucionar este problema se han utilizado diferentes especificaciones de funciones de costes o beneficios que tratan de captar el carácter multiproducto de las empresas bancarias (Pérez y Quesada, 1991). Recientemente, en un intento por obtener estimaciones más precisas, se han realizando distintos análisis de la eficiencia para varios grupos de entidades de créditos separadas por su especialización (Pérez y Tortosa-Ausina, 2002).

²⁶ Véase, entre otros, Berger, Hancock y Humphrey (1993), Hanweck y Hogan (1996), Berger, Humphrey y Pulley (1996), Gallo *et al.*, (1996), Berger, Cummins, Weiss y Zi (2000) y Wheelock y Wilson (2001).

las empresas bancarias han tenido libertad para elegir la gama de sus actividades. Recientemente, la *Gramm–Leach–Bliley Act*, de 1999, eliminó la mayoría de las barreras que existían en Estados Unidos para la oferta, desde una misma empresa, de productos y servicios relacionados con la banca comercial, los seguros y los servicios de inversión, lo que ha desencadenado una gran actividad de fusiones y adquisiciones financieras en ese país en busca de economías de alcance (Santomero y Eckles, 2000).

En Europa, las investigaciones sobre las economías de alcance han estado condicionadas por la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, que fija el carácter universal de la banca, por la implantación de la Unión Monetaria, por el mayor protagonismo de los mercados de valores y por los problemas financieros que, recientemente, han atravesado algunos grandes bancos alemanes, paradigma de la banca universal. A este respecto, ciertos trabajos encuentran la presencia de dichas economías, aunque otros, por el contrario, no las detectan. Así, Saunders y Walter (1994) descubren importantes deseconomías en una muestra de grandes bancos de todo el mundo, Allen y Rai (1996) detectan evidencias limitadas de economías de alcance y Altunbas y Molyneux (1996), usando datos de 1988 para un análisis de cuatro países (Francia, Alemania, Italia y España), únicamente las encuentran para los bancos alemanes. A su vez, Cavallo y Rossi (2001) muestran la presencia de ciertas economías de alcance en la década de los noventa para las entidades de crédito de los seis países europeos que estudian (Francia, Alemania, Italia, Holanda, España y el Reino Unido). Por último, Vander Vennet (2002), utilizando una muestra de bancos pertenecientes a 17 países (los de la Unión Europea más Suiza y Noruega), encuentra que, aunque no existen evidencias de las mismas en las actividades tradicionales, sí aparecerían para los productos y servicios no tradicionales.

TABLA 2.4
Economías de alcance

<i>Definición</i>	<i>Fuentes</i>
<p>Permiten reducir los costes o aumentar los ingresos por unidad debido a las sinergias derivadas de la producción de múltiples servicios por parte de una misma empresa (Panzar y Willig, 1975).</p>	<p>Factores de producción públicos: factores que una vez que son adquiridos para la obtención de un bien, pueden lograrse de forma menos costosa para la fabricación de otro output de distinto tipo.</p> <p>Inputs fácilmente compartidos: se debe normalmente a indivisibilidades en los procesos productivos de las empresas.</p>
<i>Fusiones y adquisiciones:</i>	
<ul style="list-style-type: none"> - Es recomendable la realización de fusiones y adquisiciones cuando existen entidades que disponen de recursos complementarios que les permitirían reducir sus costes si operasen conjuntamente. - Las instituciones financieras pueden compartir las oficinas, sistemas de distribución, servicios centrales, etc. 	<p>Conglomerados: ganancias potenciales importantes.</p> <p>Operaciones verticales: poco importantes.</p> <p>Operaciones horizontales: escasa relevancia.</p>
<i>Resultados</i>	<i>Evidencias</i>
<ul style="list-style-type: none"> - Únicamente aparecen pequeños ahorros en costes. - Para algunas actividades se recomienda la producción conjunta y en otras la especialización. - Los resultados europeos se centran en aspectos relacionados con la banca universal. - En Estados Unidos las evidencias empíricas se han visto condicionados por la existencia de restricciones a la oferta conjunta de distintos tipos de productos y servicios financieros. 	<p>Pulley y Humphrey (1993), Saunders y Walter (1994), Sáez, Sánchez y Sastre (1994), Berger, Humphrey y Pulley (1996), Altunbas y Molyneux (1996), Wheelock y Wilson (2001), Cavallo y Rossi (2001) y Vander Vennet (2002).</p>

En España, existen varios trabajos respecto a los productos y servicios comercializados por las entidades de crédito. Así, Gual y Hernández (1991) y Sáez, Sánchez y Sastre (1994) realizan un análisis descriptivo de las actividades realizadas por las mismas y, Doménech, Pérez y Quesada (1993) concluyen que las ventajas de la especialización de las cajas de ahorro españolas no son claras. Por su parte, Pastor y Pérez (1998) encuentran que la concentración del negocio de las cajas de ahorro en determinados productos y servicios contribuyó a su expansión en el caso de su activo, pero influyó negativamente en el crecimiento de su pasivo (en el caso de los bancos ocurre lo contrario). A su vez, Maudos, Pastor y Pérez (2002) destacan que las distintas actividades desarrolladas por las cajas de ahorro españolas explican muchas de sus diferencias en eficiencia.

2.2.3.- Mejora de la gestión

Trabajos como los de Berger y Humphrey (1997), Berger (1998), Group of Ten (2001), o Altunbas, Gardener, Molyneux, Moore (2001), han observado amplias diferencias en la calidad de la gestión entre las empresas que forman parte del sector crediticio, puesto 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 costes 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 debido, entre otros factores, al progreso tecnológico o a la desregulación (Mitchell y

Mulherin, 1996)²⁷. 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 (Gort, 1969; Mueller, 1969). 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 estudiamos 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 2.5 (páginas 86 y 87), les han permitido reenfocar su negocio tradicional y reestructurar su organización (Group of Ten, 2001; European Central Bank, 2000a; Berger, Demsetz y Strahan, 1999).

Asimismo, las fusiones y adquisiciones permiten una importante reorganización de la red de oficinas, especialmente en aquellos casos en los que exista un elevado solapamiento geográfico entre las mismas. En general, un número considerable de sucursales bancarias en una misma área supone la infrautilización de recursos, al no poder operar ninguna con la dimensión suficiente como para aprovechar economías de escala. Por ello, el cierre de las oficinas superpuestas supondrá el traslado de las cuentas de sus clientes a las sucursales más próximas de la entidad resultante de la operación, lo que repercutirá en un aumento del tamaño de estas últimas, así como en la reducción de sus costes unitarios y en el aumento de su

²⁷ 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.

eficiencia como consecuencia del mejor aprovechamiento de los sistemas internos de procesamiento de datos y de transacciones²⁸. A este respecto, Hawawini e Itzhak (1990), Houston y Ryngaert (1994) y Houston, James y Ryngaert (2001), entre otros, muestran que los inversores valoran positivamente las operaciones en las que las instituciones que se unen se superponen geográficamente. Finalmente, las expectativas de ganancias que se pueden obtener por esta vía se han visto incrementadas en los últimos 10 ó 15 años debido a la automatización de la mayoría de los procesos bancarios.

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 (Steiner, 1975; Seth, 1990)²⁹. En este sentido, numerosos estudios han encontrado que las empresas adquirentes son, en media, más eficientes que las adquiridas (Berger y Humphrey 1992; Focarelli, Panetta y Salleo, 2002; Cummins y Weiss, 2000). Además, Morck, Shleifer y Vishny (1990) 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 internos, especialmente cuando disponen de recursos infrautilizados cuya desinversión o reutilización puede resultar beneficiosa (Hotchkiss y Mooradian, 1998; Cuervo, 1999). 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.

²⁸ Es preciso tener en cuenta que el cierre de oficinas solapadas puede suponer una pérdida importante de clientes si éstos se ven obligados a realizar un desplazamiento adicional elevado para acudir a otra sucursal de la misma entidad (Rhoades, 1996).

²⁹ La reestructuración implica normalmente la transferencia de la propiedad, 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).

Asimismo, la adquisición de una empresa supone una oportunidad para obtener recursos cuando la existencia de mercados imperfectos dificulta su compra de forma individual (Wernerfelt, 1984; Teece, 1986; Capron, Dussauge y Mitchell, 1998). De hecho, según la teoría de los recursos y capacidades, las ganancias que se pueden obtener con la adquisición dependen de la complementariedad entre los recursos de que disponen el adquirente y el adquirido, así como de la reasignación que de los mismos se realice tras la operación. A este respecto, Barney (1988) indica que los accionistas de la entidad adquirente podrán obtener rendimientos anormales positivos tras una operación cuando los flujos de caja que se esperan de ella sean privados y únicos, en el sentido de que no puedan ser realizados por otros compradores potenciales.

Un importante cambio organizativo que provocan las fusiones y adquisiciones proviene de la renovación de los directivos de las entidades adquiridas, puesto que éstos son los responsables en última instancia de la estrategia y la gestión seguida por la organización hasta el momento y, por ello, estas operaciones suponen un destacado mecanismo de control corporativo (Brown, 1982; Salancik y Pfeffer, 1980; Kesner y Seborá, 1994; Gómez, 1997)³⁰. A este respecto, la teoría de la agencia, a cuyo estudio dedicaremos el epígrafe siguiente, sugiere que la separación entre propiedad y control existente en la empresa moderna dota de amplia autonomía y discrecionalidad de decisión a los directivos, quienes pueden buscar sus propios intereses en lugar del de los accionistas³¹. No obstante, y como desarrollamos en páginas posteriores, en aquellas ocasiones en las que los resultados de la empresa no

³⁰ Cuando en un sector se producen alteraciones en las condiciones de mercado o un cambio tecnológico, es necesario el abandono de la mayor parte de los proyectos, la recolocación de los recursos o la venta de activos, siendo más probable su realización por un nuevo grupo de directivos con renovadas ideas y sin ataduras previas en la empresa (Jensen, 1988).

³¹ Cuervo (1999) sugiere que una razón no explícita para realizar fusiones y adquisiciones es la realización de cambios en las estructuras de gobierno corporativo. Mediante estas operaciones, las empresas persiguen superar algunas de las limitaciones en su gobierno derivadas de su ordenamiento o características estructurales.

sean apropiados los gestores suelen soportar acciones disciplinarias tanto interna como externamente³².

Internamente, el consejo de administración es el principal responsable del control de los directivos y de su sustitución cuando la empresa presente bajos rendimientos³³. 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 (Fama y Jensen, 1983; Dyl, 1988; Fizez *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, puesto 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 (Jensen y Ruback, 1983; Franks y Mayer, 1990)³⁴. 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, Hambrick y Cannella (1993) 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 (Parrino, College y Harris, 1999). A este respecto, Cuervo (1999, p. 25) destaca que: «*Con estas operaciones se*

³² Véase, Jensen y Meckling (1976), Fama (1980), Fama y Jensen (1983) o Shleifer y Vishny (1997), para una revisión de los principales mecanismos de control corporativo.

³³ Numerosos trabajos encuentran que unos malos resultados incrementan la probabilidad de sustitución de los gestores (Coughlan y Schmidt, 1985; Weisbach, 1988; Parrino, 1997).

³⁴ Los mecanismos de control externo relacionados con las adquisiciones son más importantes en Estados Unidos y en el Reino Unido (en los países de la Europa Continental es frecuente la utilización de mecanismos internos). Aún más, para Shleifer y Vishny (1997) estos mecanismos presentan ciertas limitaciones. En primer lugar, las adquisiciones suelen ser excesivamente caras y, en ciertas ocasiones, pueden estar motivadas por la búsqueda de beneficios privados por parte de los directivos. En segundo lugar, estas operaciones requieren un mercado de capitales con elevada liquidez. Por último, las adquisiciones hostiles son vulnerables desde el punto de vista político, debido a la oposición de los grupos de presión relacionados con los directivos.

logra aumentar la eficiencia, como consecuencia de los cambios de directivos, es decir, los activos pasan a ser gestionados por directivos con mayores capacidades lo que repercute en el éxito de la fusión».

Tanto los mecanismos de control internos como 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 notablemente³⁵. En particular, al tratarse de un sector ampliamente regulado, las autoridades competentes pueden controlar, hasta cierto punto, la gestión de las entidades, sin embargo, las fusiones y adquisiciones requieren generalmente la aprobación del supervisor, por lo que es muy difícil que estas operaciones se constituyan en un mecanismo eficaz de control corporativo (Gorton y Rosen, 1995).

A este respecto, la mayoría de las operaciones que se realizan entre entidades 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. Así, Franks y Mayer (1996), en un análisis sobre empresas industriales del Reino Unido, muestran que aunque la sustitución de los directivos es generalmente mayor en las operaciones hostiles, las amistosas también presentan tasas de reemplazo elevadas, puesto que, en estas últimas, alrededor de un 50% de los gestores son despedidos en los años posteriores a las operaciones. Por su parte, Kennedy y Limmack (1996) y Martin y McConnell (1991) encuentran elevadas tasas de sustitución de directivos en las empresas adquiridas tanto en las operaciones hostiles como en las amistosas. Y si nos centramos en el sector bancario, Hadlock *et al.*, (1999) muestran que, para el mercado estadounidense, más de la mitad de los

³⁵ Prowse (1997) resume en tres puntos las particularidades de los mecanismos de control corporativo en el sector bancario: (i) existen numerosas restricciones regulatorias que impiden que el mercado de control corporativo funcione correctamente; (ii) la regulación existente dificulta la realización de fusiones y adquisiciones hostiles debido a que se requiere generalmente la aprobación del regulador; (iii) la existencia del fondo de garantía de depósitos limita la responsabilidad de los bancos de cara a sus depositantes.

TABLA 2.5
Mejora de la gestión

<i>Ganancias de las fusiones y adquisiciones</i>	<i>Explicación</i>	<i>Evidencia</i>
<i>Corrección de ineficiencias ente 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 infrutilizados cuya desinversión o reutilización puede resultar beneficiosa.	Hotchkiss y Mooradian (1998) y Cuervo (1999).

Continúa en la página siguiente.

Continuación de la tabla 2.5

<i>Ganancias de las fusiones y adquisiciones</i>	<i>Explicación</i>	<i>Evidencia</i>
<i>Obtención de recursos cuando existen mercados imperfectos</i>	Las ganancias dependen de: <ul style="list-style-type: none">- 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>	<ul style="list-style-type: none">- 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).

gestores de los bancos adquiridos son despedidos antes de dos años. A este respecto, Crespi, García-Cestona y Salas (en prensa), en un análisis sobre las entidades de crédito españolas detectan que las fusiones y adquisiciones amistosas se encontrarían a medio camino entre los mecanismos de control corporativo internos y externos (en especial en las cajas de ahorro).

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 objetivo³⁶. 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).

2.2.4.- Mejora de la posición competitiva: incremento del poder de mercado

El poder de mercado permite aplicar precios superiores a los que existirían en libre competencia, posibilitando a la empresa que lo detenta obtener beneficios extraordinarios. La consolidación implica la unión de la cuota de mercado de las entidades que realizan una operación, lo que supondrá una mejora de su posición competitiva. Si como consecuencia de ello alcanzan una situación dominante, podrán obtener ganancias bajando los tipos de interés que aplican a sus depósitos, subiendo el de sus préstamos o aumentando las comisiones, tal y como mostramos en la tabla 2.6 de la página 93 (Pilloff y Santomero, 1998). Sin embargo, es preciso destacar que la concentración y el aumento de la cuota de mercado no tienen que afectar necesariamente de forma sustancial al nivel de precios si el mercado en el que se

³⁶ Entre otros, Vander Vennet (1999), Fried, Lovell y Yaisawarng (1999), Cummins y Weis (2000) y Focarelli, Panetta y Salleo (2002).

realiza una operación es altamente contestable³⁷, si existen alternativas no bancarias para la provisión de servicios similares o, si se produce un aumento sustancial de la eficiencia bancaria como consecuencia de las fusiones, que se traslada total o parcialmente a los consumidores.

A lo largo de la literatura, el efecto de la consolidación financiera sobre los beneficios derivados del poder de mercado se ha analizado a través de dos enfoques complementarios (Berger, Demsetz y Strahan, 1999)³⁸. En primer lugar, se ha examinado el efecto que tiene la concentración y el aumento de la cuota de mercado sobre el beneficio de las entidades y los precios de los servicios ofrecidos, pero sin centrarse específicamente en las entidades que han realizado fusiones y adquisiciones. En segundo lugar, otra rama de la literatura ha investigado las variaciones de los tipos de interés aplicados por las entidades que realizaron fusiones y adquisiciones. En las páginas siguientes procedemos a realizar una revisión de cada uno de ellos.

Respecto al primero de los enfoques, un gran número de trabajos compara los beneficios obtenidos y los precios aplicados por entidades que operan en mercados con diferentes grados de concentración. Las fusiones y adquisiciones conducen a un aumento de la cuota de mercado, por lo que, si existe una relación positiva entre la concentración y el rendimiento, estas operaciones se podrían motivar por la búsqueda de rentas derivadas del mayor poder de mercado (Berger 1995a). A este respecto, numerosos estudios, tanto en el sector financiero como en otros sectores, han planteado una relación positiva entre la concentración del mercado y la rentabilidad, corriendo su interpretación, principalmente, a cargo de dos teorías con implicaciones muy distintas³⁹.

³⁷ Según Baumol y Willig (1981) un mercado perfectamente contestable se define como aquél en el cual su acceso y permanencia es sencilla y a bajo coste y, no existen barreras de entrada. En este sentido, en Pérez y Quesada (1991), se considera que los mercados contestables se caracterizan por: a) no discriminación entre o contra las empresas entrantes; b) la posibilidad de salir de la actividad sin otras pérdidas de capital que las correspondientes a los normales costos de uso y depreciación.

³⁸ En cualquier caso, la investigación se ha centrado principalmente en el mercado al por menor, puesto que es muy difícil ejercer realmente una posición dominante en el mercado mayorista.

³⁹ Véase, para una revisión de la literatura, Berger (1995a), Maudos (2001) y Cuervo (2004).

Por un lado, el paradigma “estructura-conducta-resultados” considera que una mayor concentración del mercado y/o una mayor cuota de mercado facilitarían la fijación de peores precios para los consumidores, lo que conduciría a un incremento de los beneficios extraordinarios para las entidades (Mason, 1939; Bain, 1951; Stigler, 1964). Por su parte, desde un punto de vista teórico, la explicación que permite justificar la permanencia de esos beneficios se basa en la existencia de barreras de entrada, especialmente las relacionadas con restricciones gubernamentales (Demsetz, 1982)⁴⁰. En este sentido, se han planteado dos casos extremos entre los que se sitúan múltiples supuestos de oligopolio. Así, por una parte, en competencia perfecta las empresas entrarían libremente al mercado, por lo que se igualarían los costes y los ingresos medios, no siendo posibles los beneficios a largo plazo y, por otra, en monopolio se impide la entrada a nuevas sociedades, siendo factible la igualación de los ingresos y los costes marginales y, por tanto, los beneficios extraordinarios a largo plazo⁴¹.

Por el contrario, la “hipótesis de la eficiencia” plantea una relación positiva entre la eficiencia de una entidad y su cuota de mercado (Demsetz, 1973; Peltzman, 1977). Las entidades más eficientes ganarían cuota de mercado debido a que sus menores costes unitarios les permitirían atraer clientes mediante la fijación de unos tipos de interés más bajos para sus préstamos, más altos para sus depósitos y a ofertar unos servicios de mayor calidad. De esta manera, los beneficios de esas entidades serían elevados debido a sus reducidos costes, aunque parte de las ganancias de eficiencia se trasladarían a los consumidores. Por tanto, según esta hipótesis la concentración, que se vería explicada a través del aumento de la cuota de mercado

⁴⁰ La razón fundamental de ese incremento de los beneficios se debe a que los acuerdos colusivos son menos costosos en mercados más concentrados.

⁴¹ La hipótesis de la estructura-conducta-beneficios ha sido ampliamente cuestionada debido a que, en primer lugar, simplifica demasiado los resultados, en segundo lugar, la importancia de las barreras de entrada ha planteado amplia controversia, en tercer lugar, la concentración no es la única variable que influye en los rendimientos de las empresas y, finalmente, la teoría económica ha demostrado que, en ciertas ocasiones, bajo condiciones de oligopolio es posible obtener resultados similares a los de competencia perfecta (Baumol, Panzar y Willig, 1988; Demsetz, 1982).

que se obtienen como consecuencia de una elevada eficiencia, únicamente afectaría de forma indirecta a la rentabilidad.

Respecto a estas hipótesis, los resultados no han alcanzado una conclusión definitiva (Berger, 1995a; Berger y Hannan, 1997; Maudos, 2001; Shaffer, en prensa). En relación con los precios de los bienes y servicios, los trabajos muestran frecuentemente que, en la década de los ochenta, los bancos que operaban en mercados más concentrados imponían mayores tipos en los préstamos y menores en los depósitos (Berger y Hannan, 1997; Hannan, 1991; Berger *et al.*, 1999). Por el contrario, a partir de los noventa, la desregulación financiera y la implantación de nuevas tecnologías en los servicios y productos bancarios, como, por ejemplo, la banca on-line, la banca por teléfono o la expansión de las tarjetas de crédito, han ampliado tanto la oferta de servicios financieros como la competencia. Así, los resultados de las investigaciones recientes no presentan ya una relación tan clara entre la concentración y los tipos de interés de los depósitos, que sí se mantiene para los tipos de los préstamos (Cyrnak y Hannan, 1999; Radecki, 2000).

En el ámbito europeo, también se ha detectado que una mayor concentración conduce generalmente a unos tipos de interés menos favorables para los consumidores. En este sentido, Corvoisier y Gropp (2002) encuentran que la concentración tiene un efecto diferente según el tipo de producto que se considere. Así, en los mercados más concentrados se pueden obtener superiores márgenes para los préstamos y los depósitos a la vista, e inferiores para los depósitos de ahorro y a plazo. A su vez, De Bandt y Davis (2000) detectan que el comportamiento de los bancos europeos no es completamente competitivo. Es más, Bikker y Haaf (2002) encuentran que todos los mercados bancarios europeos se caracterizan por una competencia monopolística. Por su parte, Fernández de Guevara, Maudos y Pérez (2002) muestran que, a pesar de las medidas liberalizadoras implantadas en los mercados europeos, no se observa una reducción del poder de mercado de las entidades bancarias. Respecto al caso español, Salas y Oroz (2003), en un estudio comprendido entre 1977 y 1999, encuentran un crecimiento de los márgenes de activo de las entidades de crédito y una caída de los referentes al pasivo. Por su parte,

Maudos y Pérez (2003) y Carbó, López y Rodríguez (2003) obtienen evidencias que no se contraponen con la existencia de competencia monopolística en el sector bancario español. A su vez, Fernández de Guevara y Maudos (2003), en un análisis para las entidades de crédito españolas durante el período de tiempo 1986-2001, no encuentran que la concentración sea un factor explicativo del poder de mercado.

El otro tema en relación con la posición competitiva y la consolidación financiera, y al que se hacía referencia al comienzo de este apartado, se centra en el análisis de las variaciones de los tipos de interés aplicados por las entidades que realizaron fusiones y adquisiciones. En este caso, no se han encontrado resultados definitivos. Así, mientras que Prager y Hannan (1998) detectan que las fusiones y adquisiciones americanas que implican un sustancial incremento en el poder de mercado conducen a una reducción de los tipos de interés de los depósitos, Simons y Stavins (1998) destacan que ciertas operaciones los disminuyen, mientras que otras los aumentan. En Europa, los trabajos de Sapienza (1998) y de Egli y Rime (2000), referentes a las entidades de crédito italianas y Suizas respectivamente, muestran que, tras una operación, se producen reducciones de los precios de los depósitos y aumentos en el caso de los préstamos.

La ausencia de unas conclusiones claras se puede deber a que las autoridades competentes suelen restringir e incluso impedir las operaciones que presentan un marcado carácter anticompetitivo, pero también, a que en muchos casos, no se ha controlado explícitamente la influencia que, sobre los tipos de interés, ejercen las posibles mejoras en eficiencia tras una fusión o adquisición, por lo que no es factible determinar qué parte de las variaciones de los tipos de interés se debe al incremento del poder de mercado y cuál a la eficiencia. No obstante, Akhavein, Berger y Humphrey (1997) teniendo en cuenta este efecto sólo encuentran pequeñas variaciones en los precios de las entidades tras una operación de consolidación.

Finalmente, se ha de resaltar que las adquisiciones son una importante vía para entrar en un mercado extranjero o para mejorar la posición competitiva en el

TABLA 2.6

Mejora de la posición competitiva: incremento del poder de mercado

Si como consecuencia de una operación de consolidación entre entidades pertenecientes a un mismo marco geográfico la institución resultante alcanza una posición dominante, podrán obtener ganancias bajando los tipos de interés que aplican a sus depósitos y subiendo el de sus préstamos.

<i>Enfoque</i>	<i>Forma de actuación</i>		<i>Evidencias</i>
<i>Concentración, cuota de mercado y beneficios</i>	Relación positiva entre la concentración del mercado y la rentabilidad (Berger, 1995a; Maudos, 2001).	Paradigma estructura-conducta-resultados: - Una mayor concentración y/o cuota de mercado facilitaría la fijación de peores precios para los consumidores, lo que aumentaría los beneficios de las entidades.	Mason (1939), Bain (1951), Stigler (1964) y Berger (1995a).
		Hipótesis de la eficiencia: - Relación positiva entre la eficiencia de una entidad y su cuota de mercado.	Demsetz (1973), Peltzman (1977) y Berger (1995a).
<i>Tipos de interés y fusiones y adquisiciones</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Las fusiones y adquisiciones no conducen a importantes alteraciones de los tipos de interés de las entidades. - Las autoridades competentes suelen restringir e incluso impedir las operaciones que presentan un marcado carácter anticompetitivo. 		Prager y Hannan (1998), Simons y Stavins (1998), Sapienza (1998) y Egli y Rime (2000).

mismo⁴². Dependiendo de su estrategia o sus posibilidades, las entidades de crédito pueden expandir su actividad en el exterior a través de una nueva inversión o mediante la realización de adquisiciones⁴³. La primera de ellas es aconsejable para la provisión de servicios desde el país de origen o la apertura de oficinas bancarias en el exterior y, comúnmente, pretende soportar las actividades que clientes nacionales realizan en el extranjero, o facilitar las operaciones en los principales centros financieros del mundo (Brealey y Kaplanis, 1996). Sin embargo, la realización de una adquisición es conveniente cuando se pretende incrementar la presencia en el extranjero para ofrecer servicios al por menor a los clientes residentes en ese país, o para realizar actividades no permitidas mediante sucursales (Goldberg y Saunders, 1981).

2.2.5.- Diversificación del riesgo

Una importante motivación para realizar fusiones y adquisiciones procede de la diversificación del riesgo que trae consigo este tipo de operaciones. De hecho, Benston *et al.*, (1995) encuentran que los bancos adquirentes pagan mayores primas por aquellas entidades que les permiten alcanzar una diversificación más elevada. En este sentido, las investigaciones empíricas se han dividido en dos enfoques, tal y como se observa en la tabla 2.7 de la página 97: (1) la reducción del riesgo como consecuencia del aumento del tamaño que acompaña a la consolidación; (2) la

⁴² A lo largo de la literatura se han desarrollado numerosos teorías que han tratado de explicar los motivos que justifican la expansión exterior de las empresas (Goldberg y Johnson, 1990; Miller y Parkhe, 1998; Berger, Deyoung, Genay y Udell, 2000). Algunos planteamientos se centran en la búsqueda de ganancias cuando los beneficios de los negocios domésticos son limitados o en el aumento de la diversificación debido a la baja correlación entre las actividades desarrolladas en distintos lugares. Mientras que otros, por el contrario, plantean que las razones fundamentales de la expansión internacional se basan en la posesión de ciertas ventajas competitivas, en el seguimiento a los clientes domésticos en el exterior, o en la búsqueda de una localización en un ambiente más favorable.

⁴³ También es posible que las entidades de crédito faciliten a sus clientes ciertas operaciones en el extranjero sin necesidad de disponer de una presencia física en otro país, por ejemplo, a través de agencias de representación o de entidades con las que se han establecido convenios de colaboración (Focarelli y Pozzolo, 2001).

diversificación provocada por la expansión geográfica o el aumento de la gama de productos comercializados que sigue a las fusiones y adquisiciones.

Comenzando por el primero de los enfoques, desde un punto de vista teórico el tamaño contribuye a mejorar la diversificación de las entidades, por lo que las fusiones y adquisiciones, al implicar la constitución de una institución de mayor dimensión, reducirían el riesgo (Diamond, 1984; Pilloff y Santomero, 1998). Esta reducción se basaría tanto en la existencia de economías de escala en la producción de información, puesto que las empresas de mayor tamaño pueden desarrollar modelos más sofisticados de crédito, como en la elevada diversificación de cartera que presentan los grandes bancos, puesto que la repercusión que sobre su solvencia, tendría el impago de un préstamo específico por parte de un cliente es ciertamente menor (Diamond, 1984; Ramakrishnan y Thakor, 1984).

A pesar de la reducción del riesgo que puede traer consigo el mayor tamaño, las evidencias empíricas no parecen confirmar del todo esta hipótesis. Así, aunque Hughes *et al.*, (1999), en un estudio realizado para los “Bank Holding Companies” americanos, demuestran que el tamaño de los mismos está relacionado negativamente con su riesgo de insolvencia, Boyd y Graham (1998), analizando estadísticas americanas durante el periodo comprendido entre 1971 y 1994, muestran que los grandes bancos no tienen una menor probabilidad de quiebra. Asimismo, De Nicoló (2000), en un estudio sobre entidades bancarias de 21 países –entre los que se encontraban todos los de la Unión Europea–, encuentra que el tamaño tiende a incrementar el riesgo.

Si nos centramos en el segundo de los enfoques, las fusiones y adquisiciones entre entidades que desarrollan su actividad en diferentes áreas geográficas o que comercializan distintos productos, pueden diversificar el riesgo debido a la baja correlación existente entre los costes e ingresos que provienen de diferentes regiones y países o de distintas actividades. En este sentido, y respecto a la expansión geográfica, Berger, DeYoung, Genay y Udell (2000) encuentran una baja correlación entre los ingresos de los bancos pertenecientes a diferentes países –Unión Europea,

Estados Unidos y Japón—, que incluso sería reducida entre los propios miembros de la Unión Europea a pesar de la integración y la convergencia económica que han experimentado en los últimos años⁴⁴. Sin embargo, los trabajos que analizan directamente fusiones y adquisiciones internacionales, muestran que estas operaciones no siempre contribuyen a reducir el riesgo de las empresas (DeLong, 2001; Amihud, DeLong y Saunders, 2002). Por su parte, los estudios que han examinado el efecto que la oferta de múltiples productos o servicios tiene sobre la diversificación, no han alcanzado conclusiones definitivas: mientras que para ciertos autores el aumento del rango de actividades realizadas por los bancos reduce su riesgo, para otros existen mejoras únicamente en ciertos servicios y algunos incluso detectan un aumento del riesgo⁴⁵.

En definitiva, aunque las fusiones y adquisiciones pueden conducir a la diversificación, las evidencias empíricas al respecto no son del todo concluyentes⁴⁶, lo que ha suscitado la aparición de varios planteamientos que permiten comprender de forma más precisa su relación.

En primer lugar, cabe destacar que, aunque la consolidación financiera origine una mejor diversificación, la cantidad de riesgo global es una elección individual. Así, una elevada diversificación constituye un incentivo para acometer proyectos más arriesgados pero que, a la vez, pueden reportar una rentabilidad sensiblemente superior —por ejemplo derivados financieros— (Hughes *et al.*, 1996). Por tanto, las entidades crediticias tenderían a incrementar su tamaño, aumentar el

⁴⁴ No obstante, algunos trabajos muestran que, en ciertas ocasiones, la expansión geográfica no conduce a una reducción del riesgo. Para una revisión más amplia de la literatura véase, entre otros, Boyd *et al.*, (1993), Demsetz y Strahan (1997), Rivard y Thomas (1997), Laderman (2000), Hughes *et al.*, (1999), Allen y Jagtiani (2000) y Berger y DeYoung (2000).

⁴⁵ Véase, Liang y Savage (1990), Boyd *et al.*, (1993), Saunders y Walter (1994), Benston, Hunter y Wall (1995), Allen y Jagtiani (1999) y Reichert y Wall (2000).

⁴⁶ De hecho, Cuervo (1999) considera que la diversificación del riesgo sólo justifica la realización de operaciones en tres situaciones: (i) ante la existencia de imperfecciones en los mercados, tales como el escaso desarrollo de los mercados de capitales, que limita la capacidad de los accionistas para diversificar sus inversiones; (ii) cuando la utilización de activos de la empresa implique una ventaja competitiva sostenible, como las inversiones en empresas con negocios relacionados; (iii) si es posible disponer de capacidades que pudieran considerarse como un bien público de la empresa y, que a la vez, sean susceptibles de ser utilizados por la sociedad adquirida.

rango de los productos que comercializan o a expandirse geográficamente para poder mejorar su relación rentabilidad esperada-riesgo. En este sentido, Demsetz y Strahan, (1997) encuentran que los grandes bancos americanos estaban mejor diversificados que los pequeños, pero esta situación no se traducía, a su vez, en una reducción de su riesgo, sino que, más bien, les permitía operar con una menor proporción de capital y situarse en un punto de la frontera riesgo-rentabilidad inalcanzable para las entidades de menor tamaño.

TABLA 2.7
Diversificación del riesgo

<i>Mecanismo</i>	<i>Forma de actuación</i>	<i>Evidencia</i>
<i>Diversificación como consecuencia del aumento del tamaño</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Elevada diversificación de cartera que presentan los grandes bancos debido a que disminuye la repercusión del impago de un préstamo específico. - Existencia de economías de escala en la producción de información. 	Diamond (1984), Ramakrishnan y Thakor (1984) y Pilloff y Santomero (1998).
<i>Diversificación geográfica y de productos</i>	Existe una baja correlación entre los costes e ingresos que provienen de distintos lugares o de actividades diferentes.	Berger, DeYoung, Genay y Udell (2000), DeLong (2001) y Amihud, DeLong y Saunders (2002).

En segundo lugar, la quiebra o insolvencia de grandes bancos suele conllevar grandes externalidades negativas que amenazan la estabilidad financiera. Los directivos ven reducidos sus incentivos para vigilar y controlar los riesgos asumidos por su entidad, puesto que, ante la aparición de problemas financieros los supervisores acudirían en su ayuda (Corbett y Mitchell, 2000). De hecho, la búsqueda de la seguridad proporcionada por el Estado puede constituir un destacado motivo para realizar fusiones y adquisiciones, puesto que cuanto mayor sea el tamaño de una entidad de crédito, superiores serán las externalidades negativas que causaría su insolvencia, por lo que aumenta el incentivo de las autoridades para

respaldarla⁴⁷. Asimismo, los subsidios de los depósitos bancarios –como por ejemplo el fondo de garantía de depósitos español– existente en numerosos países, pueden constituirse en un estímulo adicional a la acumulación de elevados riesgos (De Nicoló, 2000; Hughes, Lang, Mester, Moon y Pagano, 2003). Es más, estos y otros subsidios similares reducen o eliminan los incentivos que tienen los depositantes y los acreedores a controlar la gestión de las entidades e incrementan la importancia de la supervisión por parte de las autoridades. No obstante, para evitar estas situaciones, los reguladores suelen imponer reglas más estrictas a las entidades financieras, lo que indudablemente contribuye a controlar este efecto.

Para acabar, es preciso destacar que, en ciertas ocasiones, surgen deseconomías derivadas de la dificultad para gestionar y supervisar la entidad resultante de una fusión o adquisición, ya sea debido a su mayor tamaño, a los diferentes productos que comercializa o porque se debe coordinar la dirección de empresas subsidiarias localizadas en muy diversos lugares, lo que supone un riesgo importante que las organizaciones deben estar dispuestas a asumir y controlar (Berger y DeYoung, 2000).

2.3.- LA DISCRECIONALIDAD DE LOS DIRECTIVOS

Una importante corriente de la literatura, se ha centrado, como hemos 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

⁴⁷ Este comportamiento se ha denominado tradicionalmente con la expresión “to big to fail”.

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.

Como ya pusieran de manifiesto Berle y Means (1932), el aumento de la complejidad de la gestión dentro de las grandes compañías y la dispersión de las acciones entre los inversores, fruto del incremento de las necesidades de capital, dieron lugar a una separación entre la propiedad y el control. Este proceso supuso la aparición de unos profesionales especializados en tareas de dirección, a quienes los accionistas encomiendan la gestión, concediéndoles amplia libertad en la fijación de la estrategia de la empresa, y cuya participación en la propiedad no es necesariamente mayoritaria. En este contexto, surgen las teorías directivas que 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 (Baumol, 1959; Marris, 1964; Williamson, 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, (Jensen y Meckling, 1976; 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 costes 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 2.8 de la página 113. 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 (Jensen y Ruback, 1983; Palepu, 1985; Morck, Shleifer y Vishny, 1989)⁴⁸. 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)⁴⁹. Los gerentes de la empresa adquirente confían demasiado en sus posibilidades para administrar adecuadamente la entidad resultante de una operación de consolidación

⁴⁸ 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).

⁴⁹ Este comportamiento se conoce también en la literatura con el término “hubris”.

y, sobrestimarían los posibles beneficios derivados de la misma, descubriendo, *a posteriori*, que las ganancias previstas, con frecuencia, no llegan a materializarse⁵⁰.

A continuación se estudian, en primer lugar, las razones privadas que tienen los directivos para realizar operaciones de consolidación, y en segundo, lugar se aborda el fenómeno del exceso de confianza de los gestores de la empresa adquirente.

2.3.1.- Búsqueda de beneficios privados por parte de los directivos

La separación entre propiedad y control, como hemos mencionado en páginas anteriores, supuso la aparición de gestores profesionales que detentan buena parte del poder decisorio dentro de la empresa. Según la teoría de la agencia, los directivos, actuando en representación de los accionistas, gozarían de amplia autonomía de decisión ante la imposibilidad de especificar exhaustivamente cómo deben comportarse ante cada posible contingencia. En esa relación, tanto los accionistas como los directivos poseen diferentes objetivos, por lo que los primeros no siempre actuarán en el sentido deseado por los segundos, sino que tenderán a adoptar aquellas decisiones que mejor contribuyan a su propio bienestar (Jensen y Meckling, 1976). Esta disparidad de criterios se traduce en un coste de oportunidad para los accionistas, quienes tratarán de condicionar la actuación de los directivos a través de la implantación de ciertos mecanismos con la intención de que adopten aquellas decisiones que mejor contribuyan a aumentar el valor, lo que a su vez, conducirá a la aparición de determinados costes⁵¹.

⁵⁰ Todos estos planteamientos aparecen resumidos en la tabla 2.8 de la página 112.

⁵¹ Lozano, De Miguel y Pindado (2004) han realizado, recientemente, una revisión sobre el conflicto entre accionistas y directivos.

Se han descrito diferentes mecanismos de control en el ámbito del gobierno de la empresa según su carácter externo o interno a la organización⁵². Dentro de los internos podemos destacar los siguientes:

(1) *Los contratos de incentivos*, que tratan de vincular los intereses de los directivos a los de los accionistas. Dichos contratos pueden adoptar una gran variedad de formas, incluyendo la vinculación directa con los rendimientos de la empresa, ya sean contables o de mercado, la propiedad de acciones, las opciones sobre acciones, etc.

(2) *El consejo de administración*, como órgano en el que los accionistas delegan la responsabilidad de vigilar, compensar y sustituir a los gestores, pero también encargados de la aprobación de los grandes proyectos estratégicos.

(3) *La estructura financiera de la empresa*, puesto que si la deuda de la misma se encuentra concentrada en manos de unos pocos prestamistas, éstos tendrán incentivos para supervisar a la organización.

(4) *La junta general de accionistas*, debido a que en ella los accionistas pueden expresar su desacuerdo tanto con la actuación de la dirección como con la del consejo, e incluso utilizar su voto para destituir a los gestores.

Junto a éstos, es posible destacar los siguientes mecanismos externos:

(1) *El mercado de trabajo directivo*, basado en las oportunidades de trabajo futuras de los gestores y en su reputación, así como en la existencia de directivos potenciales que puedan sustituir a los actuales.

(2) *El mercado de bienes y servicios*, debido a que las empresas que no ofrecen los productos demandados por los consumidores a precios satisfactorios, a largo plazo están llamadas a desaparecer.

⁵² Véase, por ejemplo, Jensen y Meckling (1976), Fama (1980), Fama y Jensen (1983), Martin y McConnell (1991), Agrawal y Knoeber (1996), Shleifer y Vishny (1997), Agrawal y Knoeber (2001) y Cuervo, Fernández y Gómez (2002).

(3) *El mercado de valores y el mercado de control societario*, puesto que cualquier agente si piensa que puede extraer mejores resultados de una empresa tiene la posibilidad de ofrecer un premio sobre el valor de las acciones para hacerse con el control de la misma y sustituir a los gestores actuales.

La implantación de mecanismos de control corporativo como los descritos anteriormente, permite reducir, en cierta medida, la discrecionalidad de los directivos. No obstante, presentan ciertas limitaciones, lo que ha suscitado dudas sobre su eficacia. Así, en primer lugar, es difícil identificar una medida adecuada a la que vincular la remuneración de los gestores (Byrd, Parrino y Pritsch, 1998; Cuervo, 1998). El precio de las acciones es una medida imperfecta debido a su alto componente aleatorio y la utilización de datos contables supone una pobre medida del valor creado y puede estar sujeta a manipulaciones por parte de los gestores. A su vez, las opciones sobre acciones tampoco se presentan como un incentivo adecuado, puesto que, con frecuencia, los directivos ejercen presiones para recibir las justo antes del anuncio de buenas noticias (Yermack, 1997). Asimismo, el éxito de los consejos de administración en su función supervisora dependerá, entre otros factores, de la existencia de miembros externos, del número de consejeros o de la presencia de grandes accionistas (Prowse, 1994; Yermack, 1996; John y Senbet, 1998). Por su parte, el control que ejerce la junta general de accionistas es limitado debido a comportamientos de tipo “free-rider”, puesto que los beneficios de la supervisión se recogen en proporción al porcentaje de acciones, pero los costes recaen íntegramente en quienes la realizan.

Los mecanismos externos también presentan ciertos inconvenientes en cuanto a su función de control corporativo. El mercado de directivos y el de bienes y servicios no parecen tener suficiente capacidad para condicionar las decisiones de los gestores, puesto que éstos pueden atrincherarse, por ejemplo, a través de contratos blindados (“golden parachutes”), preparándose para su posible salida de la empresa (Prowse, 1994). A su vez, el mercado de capitales aunque puede restringir el comportamiento de los directivos en las empresas en las que es necesaria la financiación externa, especialmente si es muy líquido, es menos probable que lo

consiga en aquellas sociedades con elevados flujos de caja, ya que no precisan acudir al mimo. Pero además, las tomas de control resultan ser un mecanismo costoso, vulnerable desde el punto de vista político y, relativamente poco frecuente como para solucionar los problemas de control de la mayoría de las sociedades (Shleifer y Vishny, 1997).

En definitiva, aunque se han descrito numerosos mecanismos de control que contribuyen a alinear los intereses de los accionistas y los directivos, su eficacia está sujeta a controversia, lo que conduce a pensar que los gestores disponen de cierta libertad para seleccionar proyectos de inversión, por lo que es difícil mantenerlos totalmente alejados de la búsqueda de sus objetivos personales (Mork *et al.*, 1990). Así, la discrecionalidad de la que gozan los directivos unido al importante papel que desempeñan en la toma de las decisiones de la empresa, ha originado que, a lo largo de la literatura, numerosos trabajos hayan tratado de profundizar en las motivaciones gerenciales, abordando este tema desde diferentes perspectivas, tales como poder, status, prestigio, o rentas (Baumol, 1959; Marris, 1964; Mueller, 1969). A este respecto, una de las conclusiones más destacadas que se puede extraer es que buena parte de las compensaciones pecuniarias y no pecuniarias de los gestores están estrechamente relacionadas con el crecimiento de la organización o con su tamaño, por lo que éstos se verán incentivados a realizar inversiones que conduzcan a aumentar la dimensión de la empresa aunque no contribuyan a incrementar su valor.

El crecimiento, de por sí, puede resultar positivo en numerosas ocasiones para la mayoría de los grupos que forman parte de la empresa. Por una parte, puede conducir a un aumento de los beneficios y, a la vez, facilitar una mayor diversificación de productos y mercados. Por otro lado, permite mejorar el poder de negociación de la empresa con los demás agentes económicos con los que se relaciona, lo que redundará en mayores ganancias⁵³. No obstante, una estrategia de crecimiento puede resultar muy perjudicial para la empresa cuando detrás de ella

⁵³ De hecho, el logro del crecimiento rentable y sostenible ha sido una preocupación constante de los gestores y los accionistas (Mascarenhas, Kumaraswamy, Day y Baveja, 2002).

únicamente se encuentra la búsqueda de beneficios privados por parte de sus gestores y, aunque es cuestionable que los consejos de administración vinculen directamente la retribución de los directivos con la dimensión de las sociedades⁵⁴, la relación entre estas dos variables se puede interpretar como una recompensa por el mayor esfuerzo que implica dirigir una organización más grande y compleja (Demsetz, 1995; Anderson, Becher y Campbell, 2004).

Bajo este marco conceptual, los directivos se plantearán la alternativa entre el crecimiento interno o externo⁵⁵. Si bien pueden obtener sus objetivos perfectamente a través del primero, esta vía resulta, en muchos casos, demasiado lenta para ellos, sobre todo si consideramos que la permanencia de los gestores en la empresa es limitada, por lo que centran su interés en los beneficios que pueden obtener durante su paso por la misma⁵⁶. Por el contrario, las fusiones y adquisiciones, al constituirse en una forma de crecimiento externo, conducen a un rápido aumento de la dimensión de las empresas, facilitando, con relativa prontitud, las aspiraciones de los directivos. De hecho, varios trabajos han comprobado que las retribuciones de los gestores tienden, en general, a crecer tras la realización de fusiones y adquisiciones⁵⁷. En este sentido, Cuervo (1999) declara que: *«En muchos procesos de F&A [fusión y adquisición] la pregunta no es en qué medida pueden crear una ventaja para los accionistas o la sociedad, sino en qué medida favorecen a la dirección»*.

El interés de los directivos por la consolidación no se centra únicamente en la relación del tamaño y el crecimiento con los salarios, el prestigio o el poder, sino que pueden promover la realización de estas operaciones buscando otro tipo de beneficios personales.

⁵⁴ Véase, por ejemplo, Hubbard y Palia (1995), Houston y James (1995) y Talmor y Wallace (2000).

⁵⁵ Entre otros, Penrose (1959), Levie (1997) y Delmar, Davidsson y Gartner (2003).

⁵⁶ Las actuaciones de los directivos pueden estar sujetas a un comportamiento miope, de tal forma que se infravaloren los flujos de caja futuros, emprendiendo acciones con el fin de aumentar las ganancias contables a corto plazo en lugar del valor de la empresa (Jensen, 1988).

⁵⁷ Entre otros, Rhoades (1987), Jensen y Murphy (1990), Subrahmanyam, *et al.*, (1997) y Bliss y Rosen (2001).

En primer lugar, la situación de dependencia de los gestores con su empresa les lleva a ligar su futuro profesional a la vida de la misma, por lo que su aversión al riesgo es mayor que la de los accionistas. De esta manera, los directivos se encontrarán en una situación crítica si la supervivencia de la sociedad se ve amenazada, especialmente si son propietarios de la sociedad y concentran gran parte de su patrimonio accionarial en la misma, puesto que les resultará difícil diversificar su cartera. En este sentido, se verán incentivados a adoptar políticas de inversión que reduzcan la variabilidad de los flujos de caja de la empresa, aunque ello suponga el rechazo de proyectos con mayor valor actual neto, puesto que así disminuirán el riesgo que asumen personalmente (Myers y Majluf, 1984; Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988). En este sentido, las fusiones y adquisiciones entre entidades que desarrollan su actividad en diferentes áreas geográficas o que comercializan distintos productos, facilitan una elevada diversificación debido a la baja correlación existente entre los costes e ingresos que provienen de diferentes regiones o de distintas actividades y, por lo tanto, son especialmente atractivas para los directivos debido a que contribuyen en gran medida a garantizar su estabilidad laboral en la empresa (Amihud y Lev, 1981)⁵⁸.

En segundo lugar, los directivos podrían promover también la realización de fusiones y adquisiciones para evitar la distribución de flujos de caja libres entre los accionistas. Una empresa que persiga la maximización del valor, repartirá entre los accionistas cualquier exceso de liquidez más allá de lo necesario para atender los proyectos con una rentabilidad interna mayor o igual al coste de oportunidad del capital. A este respecto, se ha observado que los gestores son reacios al reparto de elevados ratios de dividendos debido a que, además de reducir los recursos que tienen bajo su control, les someterá a la supervisión del mercado en el momento en que necesiten obtener nuevos fondos, por lo que preferirán invertirlos en diversos

⁵⁸ A su vez, los supervisores suelen ayudar a los grandes bancos que se encuentran con problemas financieros debido a las externalidades negativas que provocaría su quiebra. En este sentido, ciertas fusiones y adquisiciones financieras pueden pretender la creación de una entidad más grande para beneficiarse de la protección de las autoridades (Corbett y Mitchell, 2000).

proyectos, entre los que las operaciones de consolidación cobran especial atractivo (Jensen, 1986). De hecho, las evidencias existentes muestran que las adquisiciones que tienen su origen en la existencia de flujos de caja libres, no generan ganancias especialmente importantes (Lang *et al.*, 1991).

En tercer lugar, detrás de las operaciones de consolidación pueden esconderse motivos defensivos por parte de los directivos, puesto que, gracias a ellas, las empresas que gestionan pueden alcanzar con rapidez un tamaño importante que evite su adquisición y así garantizar la independencia de su organización y, por tanto, su puesto de trabajo (Donaldson y Lorsch, 1983; Revell, 1988). En este sentido, el coste de adquisición de las entidades más grandes suele ser relativamente elevado, su integración en la estructura del adquirente, con frecuencia, es complicada y las ganancias en términos de economías de escala que pueden generar acostumbran a ser reducidas (Sutton, 1980; Thompson, 1997). Este comportamiento ha sido especialmente frecuente entre empresas pertenecientes a la Unión Europea tras la entrada en vigor del Mercado Único, y en el sector financiero en particular tras la implantación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (Boot, 1999).

Finalmente, los directivos pueden simplemente seguir a la competencia y embarcarse en operaciones de consolidación, no por motivos económicos, sino únicamente porque el resto de la industria lo está haciendo y, por tanto, desarrollan un comportamiento de seguimiento o de manada (Herd Behavior)⁵⁹. En este sentido, los gestores imitan, en determinadas ocasiones, las decisiones de inversión de otras organizaciones, ignorando la información privada que poseen sobre su sociedad. A pesar de que este comportamiento resulta ineficiente desde el punto de vista de los accionistas, puede ser racional para el directivo que basa su objetivo en su reputación en el mercado de trabajo (Scharfstein y Stein, 1990). A este respecto, una inversión carente de beneficios no resultará tan dañina para su reputación cuando otros cometan el mismo error. Por tanto, aunque la información privada que posee un directivo le indique que una inversión tiene un valor esperado negativo, se verá

⁵⁹ Entre otros, Holmström (1982), Scharfstein y Stein (1990) y Milbourn, Boot y Thakor (1999).

incentivado a realizarla si otros antes que él así procedieron. Por el contrario, rechazará inversiones con valor esperado positivo si otros lo hicieron previamente.

Las fusiones y adquisiciones realizadas por gestores que buscan su beneficio personal, al no basarse en razones económicas, no conducirán a mejorar la situación de las empresas, más bien darán lugar a una dilución de su valor debido a que los directivos pagan demasiado por aquellas operaciones que mejoran su utilidad personal (Morck, Shleifer y Vishny, 1990). A este respecto, numerosos estudios analizan las implicaciones que las fusiones y adquisiciones tienen sobre el valor de mercado de las empresas, encontrado que, con frecuencia, las entidades adquiridas presentan rendimientos anormales positivos tras la operación, mientras que las adquirentes pierden valor y el conjunto de adquirente y adquirida presenta únicamente pequeñas o nulas ganancias (Jensen y Ruback, 1983; Sirower, 1997; Gómez, 1997; Campa y Hernando, 2002; Mueller y Sirower, 2003). Además, si las empresas realizan efectivamente adquisiciones que no maximizan el valor, la desinversión podría corregir sus efectos negativos. En este sentido, algunos trabajos han mostrado que la desinversión puede ser beneficiosa para los accionistas de las empresas cuando reduce el número de líneas de negocio o cuando, anteriormente, se habían realizado adquisiciones no maximizadoras del valor (Miles y Rosenfeld, 1983; Kaplan y Weisbach, 1992; John y Ofek, 1995; Lang *et al.*, 1995).

Los problemas que plantean las fusiones y adquisiciones cobran particular relevancia en las entidades financieras, al encontrarse en un sector sumamente regulado, especialmente en su estructura corporativa, y con importantes diferencias tanto legales como de los productos que comercializa respecto a otras industrias (Fama; 1985; Gorton y Rosen 1995)⁶⁰. De hecho, la mayoría de las operaciones que se realizan entre entidades bancarias no son hostiles, debido a que, por una parte, se encuentran bajo un estricto control por parte de los supervisores gubernamentales y, por otra, a la dificultad que tienen los adquirentes para valorar la cartera de

⁶⁰ Véase Maroto y Melle (2000) para un análisis sobre los problemas de agencia en las cajas de ahorro españolas.

préstamos de los adquiridos (Prowse, 1997). Por ello, no es descartable que los directivos de las entidades de crédito promuevan, en ciertas ocasiones, la realización de fusiones y adquisiciones buscando compensaciones personales. De hecho, al igual que en el caso de las empresas industriales, las evidencias empíricas muestran que los accionistas de las entidades de crédito adquiridas obtienen ganancias importantes tras una operación de consolidación, mientras que los de las adquirentes resultan, en muchos casos perjudicados (James y Wier, 1987; Cornett y De, 1991; Houston y Ryngaert, 1994 y 1997).

Si bien es cierto que un número considerable de trabajos examina el efecto que los mecanismos de control corporativo tienen en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales⁶¹, son menos numerosos los estudios que abordan directamente este tema en el sector financiero. Así, Allen y Cebenoyan (1991) encuentran que, en un análisis de fusiones y adquisiciones realizadas entre bancos americanos, sólo aquellas entidades adquirentes con elevados porcentajes de acciones en manos de los gestores, o con una considerable concentración de la propiedad en unos pocos accionistas obtenían ganancias efectivas de las operaciones de consolidación.

Por su parte, Palia (1993) detecta que una mayor propiedad de los directivos conduciría a alinear sus intereses con los de los accionistas y, por tanto, a pagar menores primas por una adquisición. Sin embargo, cuando el porcentaje de acciones en manos de los gestores es elevado, se incrementan sus incentivos para realizar adquisiciones en busca de una mayor diversificación de su cartera, por lo que se pagan mayores primas. Subrahmanyam, Rangan y Rosenstein (1997) ponen de manifiesto, a diferencia de la mayoría de los trabajos que estudian este tema, una relación negativa entre la proporción de consejeros externos independientes en la entidad adquirente y los rendimientos de las operaciones de consolidación. La explicación a estos resultados se centra en que los consejeros externos en el sector bancario se eligen no por su habilidad para realizar fusiones y adquisiciones, sino por

⁶¹ Véase, por ejemplo, Morck, Shleifer y Vishny (1988), McConnell y Servaes (1990) y Byrd y Hickman (1992).

su capacidad para interactuar con los reguladores y con otro tipo de agentes. A pesar de sus resultados, estos autores no recomiendan que se reduzca el número de esos consejeros.

Por otro lado, la consolidación no sólo plantea problemas de agencia en la entidad adquirente, sino que en la adquirida también se manifiestan. Aunque, tras una operación, los accionistas de la empresa adquirida generalmente obtienen amplias ganancias debido al aumento del precio de sus acciones o al cobro de importantes primas, sus gestores son los más perjudicados, puesto que pierden prestigio, retribuciones y, probablemente, hasta su puesto de trabajo. De hecho, entre otros, Martin y McConnell (1991), Franks y Mayer (1996) y Kennedy y Limmack (1996) ponen de manifiesto la existencia de elevadas tasas de sustitución de directivos en las empresas industriales adquiridas. Del mismo modo, más de la mitad de los gestores de las entidades bancarias adquiridas en Estados Unidos son despedidos antes de que hayan transcurrido dos años desde la operación (Hadlock *et al.*, 1999). Por ello, los directivos serán reticentes a aceptar ofertas de adquisición aún cuando estas supongan un incremento del valor para los accionistas.

No obstante, la posición adoptada por los gestores ante una oferta de adquisición dependerá, entre otros factores, de la estructura de propiedad y la composición del consejo de administración de su entidad (Brickley y James, 1987). En general, las empresas en las que los gestores poseen un elevado porcentaje de las acciones, tienen una menor probabilidad de ser adquiridas, puesto que éstos bloquean las operaciones para mantener el control sobre su entidad⁶² y, sólo están dispuestos a abandonar su empresa a cambio de elevados premios (Mikkelson y Partch, 1989; Cotter y Zenner, 1994; Hadlock *et al.*, 1999). Adicionalmente, la posesión de acciones por parte de los consejeros externos influye positivamente en la probabilidad de que un banco sea adquirido, debido a que éstos tienen un importante

⁶² Brook *et al.*, (2000) encuentran que la posesión de acciones por parte de directivos internos inhibe únicamente las adquisiciones cuando el porcentaje de que disponen excede al controlado por los externos.

incentivo para maximizar el valor (Brook *et al.*, 2000). Finalmente, la existencia de grupos que poseen un elevado porcentaje de acciones, pero que no están representados en el consejo de administración, aumenta la probabilidad de que una entidad sea adquirida, debido a las presiones que ejercen para que se realice la operación y, así tener la oportunidad de disponer de algún representante en los órganos de gobierno de la nueva sociedad (Shivdasani, 1993; Hadlock, Houston y Ryngaert, 1999).

2.3.2.- La hipótesis del exceso de confianza de los directivos de la empresa adquirente

El comportamiento de los directivos en relación con el proceso de consolidación también ha sido descrito bajo la hipótesis del exceso de confianza. De acuerdo con ese planteamiento, los directivos de la empresa adquirente confían demasiado en sus posibilidades para gestionar adecuadamente la entidad resultante de una fusión o adquisición y, sobrestiman los posibles beneficios derivados de las mismas, descubriendo que, tras la operación, las ganancias previstas, con frecuencia, no se llegan a materializar (Roll, 1986; Zhang, 1995; Milbourn, Boot y Thakor, 1999). La sobrestimación de las ganancias conduce a que se paguen unas primas elevadas por las operaciones, dando lugar a una transferencia de riqueza hacia la empresa adquirida, lo cual, explicaría, al menos en parte, que la mayoría de los trabajos empíricos hayan encontrado que, tras una adquisición, los accionistas de ésta obtengan rendimientos extraordinarios positivos y sin embargo, los de la adquirente resulten perjudicados (Houston y Ryngaert, 1997; Becher, 2000).

El enfoque del exceso de confianza presupone que los directivos se equivocan en la valoración de la empresa adquirida, pero realizan la operación suponiendo que sus estimaciones son correctas y, por tanto, no actúan conscientemente en contra de los intereses de los accionistas. En este sentido, se han presentado dos versiones de esta hipótesis. En una primera, denominada “extrema”, no existirían ganancias derivadas de las fusiones y adquisiciones y los directivos de las entidades adquirentes

se comportarían de una manera irracional. Una segunda versión, más probable, reconoce los beneficios potenciales de este tipo de operaciones, provenientes, por ejemplo, de las economías de escala y alcance o de la mejora de la gestión, por lo que los directivos de las entidades adquirentes buscarían estas ganancias, pero cometerían errores en su valoración. Roll (1986), en una revisión de la literatura, concluye que no existen evidencias empíricas en contra de la hipótesis del exceso de confianza incluso en su versión más extrema, debido a que la mayoría de los trabajos han mostrado escasas ganancias provenientes del proceso de consolidación.

De cualquier manera, si se cumplen los planteamientos de esta hipótesis cabría esperar que las peores adquisiciones las realizaran empresas bien gestionadas, puesto que sus directivos poseerían una mayor tendencia a la sobreestimación de sus capacidades (Morck *et al.*, 1990). Aunque el éxito de una organización se deba objetivamente a múltiples factores, con frecuencia es atribuido a sus gestores, lo que repercute en un aumento de su prestigio, su poder y las competencias que asumen. El aumento de sus atribuciones genera un exceso de confianza en sus habilidades y actuaciones, lo que puede conducir a la simplificación del proceso de toma de decisiones, que degenera, en algunas ocasiones, en la autojustificación (Meindl, Ehrlich y Dukerich, 1985; Brockner, 1988; Miller y Chen, 1994). En este sentido, el ego de los directivos de la entidad adquirente, puede nublar su lógica durante el proceso de consolidación, lo que les lleva, en numerosas ocasiones, al pago de elevadas primas (Haspeslagh y Jemison, 1991).

Por otra parte, el consejo de administración es el principal responsable del control interno de los directivos y, por lo tanto, es el encargado de imponer restricciones a sus actuaciones (Jensen, 1993). En este sentido, el exceso de confianza parece más probable cuando los consejos de administración presenten una reducida independencia, ya sea, entre otras muchas razones, como consecuencia de la concentración de la gestión y el control en una misma persona, porque los directivos son miembros del consejo de administración, o a raíz de una escasa presencia de

TABLA 2.8
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>
<p><i>Búsqueda de beneficios privados por parte de los directivos (teoría de la agencia)</i></p>	Entidad adquirente	<ul style="list-style-type: none"> - Separación entre propiedad y control: elevada discrecionalidad de los directivos. - Aunque existen numerosos mecanismos de control, es difícil mantener totalmente alejados a los gestores de la búsqueda de sus propios objetivos. - 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. - Las operaciones de consolidación realizadas por gestores que buscan su beneficio personal se traducirán en una dilución del valor de la empresa. 	<p>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).</p>
	Entidad adquirida	<ul style="list-style-type: none"> - 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. - Los directivos de la entidad adquirente serán reacios a aceptar operaciones de adquisiciones aunque conduzcan a un incremento del valor. 	<p>Martin y McConnell (1991), Franks y Mayer (1996), Kennedy y Limmack (1996), Hadlock <i>et al.</i>, (1999) y Brook <i>et al.</i>, (2000).</p>
<p><i>Hipótesis del exceso de confianza de los directivos</i></p>	<p>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.</p>		<p>Roll (1986), Zhang, (1995) y Milbourn, Boot y Thakor (1999).</p>

consejeros externos (Mace, 1971; Fama y Jensen, 1983; Hayward y Hambrick, 1997). Asimismo, ciertas investigaciones, que se encuentran a medio camino entre la psicología y las finanzas, han profundizado en factores relacionados con la conducta de los individuos que pueden inducir a los gestores a comportarse de esta manera (Kroll, Toombs y Wright, 2000).

En definitiva, y a pesar de lo expuesto anteriormente, es preciso destacar que esta hipótesis ha sido ampliamente cuestionada, ya que por sí sola no puede explicar el fenómeno de las fusiones y adquisiciones. Como mencionan Pilloff y Santomero (1998), no parece razonable que los gestores se comporten sistemáticamente de esta manera. Es más, si la hipótesis de la sobreestimación de las capacidades fuese cierta, significaría que los accionistas no son, permanentemente, conscientes de los actos de los gestores y que, por tanto, les permiten realizar operaciones que, con frecuencia, no conducen a la maximización del valor. Además no está claro por qué esta clase de comportamiento debería manifestarse de forma especialmente intensa en las operaciones de fusión y adquisición y no en otros aspectos de la gestión.

2.4.- CONSECUENCIAS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Los beneficios que se pueden obtener a través de las fusiones y adquisiciones son muy diversos, tal y como se muestra en páginas anteriores de este capítulo, no obstante, en general, con ellas se busca mejorar la rentabilidad, reducir los costes 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)⁶³. 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 realizarlas⁶⁴.

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)⁶⁵. En particular, suelen surgir luchas internas por alcanzar el poder, aumenta la incertidumbre de los empleados respecto a su futuro y aparecen dificultades para integrar los sistemas de producción o gestión de ambas empresas. Pero además, el interés por concluir las negociaciones rápidamente, contribuye a aplazar la toma de decisiones importantes sobre la nueva estructura de poder o la asignación de tareas, lo que, *a posteriori*, aumenta las tensiones (Jemison y Sitkin, 1986). Estos problemas retrasan y limitan el logro de las sinergias o las reducciones de costes previstas y suponen una disminución temporal en la calidad de los servicios ofrecidos, traduciéndose generalmente en una pérdida de clientes e ingresos⁶⁶, lo que unido a las altas primas que, de forma habitual, se pagan por la adquisición, puede poner en un serio compromiso la solvencia y la estabilidad de la nueva organización (Berger, Demsetz y Strahan, 1999; Group of Ten, 2001; Houston *et al.*, 2001). Los premios que se pagan habitualmente en las operaciones de consolidación no tienen una

⁶³ Kaplan y Weisbach (1992) encuentran que el 44% de las adquisiciones realizadas en el período comprendido entre 1971 y 1982 fueron deshechas posteriormente.

⁶⁴ Gadiesh y Ormiston (2002) consideran como factores fundamentales para el fracaso de una fusión o adquisición la falta de una estrategia adecuada, el pago de elevadas primas basadas en estimaciones erróneas, una inadecuada integración, la falta de liderazgo claro, la ausencia de una comunicación estratégica apropiada y la existencia de amplias diferencias en cuanto a la cultura empresarial.

⁶⁵ Luque (2001) en un estudio de opinión realizado a diferentes directivos de entidades financieras españolas, muestra como los principales problemas de las fusiones y adquisiciones se concentran en el choque de culturas y la duplicidad de puestos, así como en las incompatibilidades en los sistemas de información, pasando a un segundo plano las dificultades de tipo económico relacionados con la pérdida temporal de márgenes o rentabilidad.

⁶⁶ Incluso en el caso de que la calidad de los servicios se incremente, es posible que se produzca una pérdida de clientes si éstos no están dispuestos a asumir un aumento de las comisiones o si simplemente no les interesan los nuevos productos ofrecidos por la entidad.

relación clara con las sinergias previstas o con la supuesta mejora de los resultados de las empresas fusionadas (Sirower, 1997). Por ello, desde 1985, el 75% de las operaciones hostiles han fracasado debido a los altos premios necesarios para tomar el control de la empresa objetivo por esta vía, lo que ha repercutido en un descenso de las mismas desde aproximadamente un 22% del total en 1987, hasta menos de un 10% en 1998 (Cuervo, 1999).

A su vez, en Europa, las reducciones de costes que se pueden obtener a través del cierre de las oficinas solapadas pueden no llegar a materializarse debido, entre otras muchas razones, a las legislaciones laborales de numerosos países. En este sentido, no es factible la realización de reajustes del personal que conduzcan al despido de un número relativamente elevado de trabajadores, por lo que se debe recurrir a las prejubilaciones y a una menor contratación, retrasándose, de esta manera, todo el proceso (Templeton y Clark, 2001). Por otra parte, los cambios de control que se producen en las fusiones y adquisiciones ofrecen una oportunidad al nuevo equipo directivo para renegociar a la baja los contratos laborales en un intento por reducir los costes. Sin embargo, estas actuaciones pueden repercutir en una disminución de la productividad debido a la pérdida de confianza que sufren los empleados respecto a una mejora salarial futura (Shleiffer y Summers, 1988).

Además de los problemas relacionados con la integración de las entidades, no es extraño que surjan dificultades para administrar y controlar organizaciones más complejas que, además de su mayor tamaño, frecuentemente cuentan con empresas subsidiarias con diferentes estructuras y localizaciones⁶⁷. Estos inconvenientes se acentúan en las operaciones entre entidades de distintos países debido a las barreras idiomáticas y culturales, pero también en la formación de conglomerados, ya sea por la falta de experiencia de los directivos en la producción y comercialización conjunta

⁶⁷ Cuervo (1999) considera que el éxito de una operación depende en gran medida de los procesos de organización que estarían relacionados con la puesta en práctica de los acuerdos de la fusión o adquisición, con la comprensión de las empresas como requisito necesario para que puedan trabajar juntas de forma efectiva y con la historia, la cultura y los estilos de dirección de las entidades participantes.

de una amplia gama de bienes y servicios, o por las discrepancias existentes entre los gestores de las empresas participantes en cuanto a la política de gestión y la cultura empresarial. En particular, la literatura sugiere que, en algunas ocasiones, es aconsejable la producción conjunta pero, en otras, da lugar a la aparición de deseconomías de alcance que incluso pueden derivar en una menor innovación de productos (Berger, Hancock y Humphrey, 1993; Berger, Cummins, Weiss y Zi, 2000).

En este sentido, el propósito de este apartado consiste en revisar el efecto que las fusiones y adquisiciones tienen sobre las entidades de crédito en términos de rentabilidad, costes, eficiencia y cuota de mercado, que son precisamente las variables que analizamos empíricamente en el capítulo siguiente con el objetivo de realizar un estudio *a posteriori* de las consecuencias de tales operaciones. De hecho, el debate en torno a los beneficios de la consolidación continúa abierto, puesto que son numerosos los autores que consideran que los problemas que se derivan de ella no deben ser tan serios cuando siguen realizándose multitud de fusiones y adquisiciones (Berger, Demsetz y Strahan, 1999; Pilloff y Santomero, 1998). Asimismo, y aunque no se disponen de datos para su examen posterior, se pretende revisar la literatura sobre las consecuencias que estas operaciones tienen sobre el valor de mercado, para así poder obtener una visión global del fenómeno que estudiamos. En este sentido, a lo largo de la literatura han surgido tres aproximaciones, tal y como mostramos en las tablas 2.9 y 2.10 de las páginas 124 y 138 respectivamente (Rhoades, 1994; Pilloff y Santomero, 1998): (1) el análisis de las ganancias de mercado generadas tras el anuncio de la operación; (2) el estudio de casos específicos; (3) la utilización de datos contables en la evaluación de los cambios originados por las fusiones y adquisiciones.

2.4.1.- Análisis de las ganancias de mercado generadas tras el anuncio de la operación

Un primer tipo de análisis se centra en el estudio de las ganancias de mercado generadas por el anuncio de una fusión o adquisición. En concreto, se examinan los rendimientos anormales obtenidos por los accionistas de la entidad adquirente, de la adquirida, o de ambas consideradas de forma conjunta, durante un periodo de tiempo alrededor de la fecha de anuncio de la operación y, siempre, en comparación con una cartera de acciones representativa. Detrás de este método, subyace la asunción de que los inversores realizan una valoración de las fusiones y adquisiciones en función de los flujos de caja futuros descontados que esperan obtener con ellas y, por tanto, se basarían en expectativas de ganancias derivadas de las economías de escala y alcance, del incremento del poder de mercado, o de la mejora de la gestión, entre otros factores.

Los trabajos que se centran en esta aproximación siguen generalmente la metodología de estudio de eventos, donde el cálculo de los rendimientos anormales se basa habitualmente en el modelo de mercado o en el CAPM⁶⁸.

2.4.1.1.- Revisión de la literatura

Los resultados de los trabajos estadounidenses basados en esta metodología muestran que, en general, los accionistas de los bancos adquiridos obtienen ganancias importantes, que podrían ser incluso superiores al 10%, mientras que los de las entidades adquirentes resultan, en muchos casos, perjudicados. Así, Siems (1996), en un análisis de 19 fusiones americanas con un valor de transacción de 500 millones de dólares como mínimo, encuentra un rendimiento anormal negativo para los adquirentes (de media un -1.96%), mientras que, para los adquiridos el rendimiento medio anormal positivo es de un 13%. Baradwaj, Fraser y Furtado

⁶⁸ Véase, por ejemplo, Hughes (1993), Rhoades (1994) y Martín (2003), para una revisión sobre esta metodología.

(1990) y Zhang (1998) llegan a conclusiones similares, los primeros en un análisis de 50 fusiones de bancos estadounidenses entre 1980 y 1987, y el segundo examinando 107 operaciones durante el período comprendido entre 1981 y 1990. Del mismo modo, Subrahmanyam, Rangan y Rosenstein (1997) analizan 225 fusiones entre 1982 y 1990, mostrando que las entidades adquirentes tenían un rendimiento anormal negativo que variaba, según el intervalo escogido para su cálculo, entre un -0.63% y un -0.9%. En esta línea, Hart y Apilado (2002) en un análisis de 22 operaciones durante el período 1994-1997, no encuentran rendimientos anormales para los accionistas de la entidad adquirente, pero sí para los de la adquirida en un 6%. Por otra parte, DeLong (2003) realiza una comparación del valor obtenido en 397 fusiones domésticas realizadas por bancos estadounidenses frente a 41 que tuvieron lugar en otros países. Sus resultados muestran mayores pérdidas para los adquirentes americanos, mientras que con las ganancias de los adquiridos ocurriría lo contrario.

A pesar de que, mayoritariamente, los resultados no son muy alentadores para los accionistas de las entidades adquirentes, algunos estudios sí han detectado ciertas ganancias de mercado derivadas del proceso de consolidación. Así, Cornett y De (1991) y Neely (1987) muestran unos rendimientos anormales positivos tanto para el adquirente, como para el adquirido y, James y Wier (1987) presentan incrementos significativos del precio de las acciones, al estudiar una muestra de 60 adquisiciones durante el período comprendido entre 1972 y 1983.

Si se considera al adquirente y adquirido de forma conjunta, ciertos estudios ponen de manifiesto pequeños incrementos en el valor, pero, por el contrario, otros no muestran mejoras significativas. Así, por ejemplo, Houston y Ryngaert (1994) en un análisis de 153 fusiones de bancos estadounidenses entre 1985 y 1991 y, Madura y Wiant (1994) en un estudio de 152 operaciones entre 1983 y 1987, encuentran reducidas o nulas ganancias al considerar a las entidades participantes de forma conjunta. Por su parte, Becher (2000) analiza una amplia muestra de fusiones bancarias americanas ocurridas entre 1980 y 1997. Sus resultados indican que la consolidación financiera contribuyó a mejorar en mayor medida el valor de la combinación de adquirente y adquirida, en la década de los noventa que en los

ochenta, lo que se debe probablemente al progreso tecnológico y a la desregulación financiera que ha tenido lugar en los últimos diez o quince años. Finalmente, Hart y Apilado (2002) encuentran rendimientos anormales positivos de un 0.68% para el conjunto de entidades participantes en las operaciones de consolidación durante la década de los noventa.

Si nos centramos en Europa, las conclusiones alcanzadas, tanto por los trabajos que estudian este fenómeno para un único país, como por los que realizan un análisis para varios, no se diferencian en gran medida de las obtenidas por las investigaciones americanas. Cabe destacar el estudio de Cybo-Ottone y Murgia (2000) en el que se realiza un análisis de 54 fusiones y adquisiciones financieras entre 1987 y 1997 en 13 estados europeos. Sus resultados muestran un incremento del valor, en especial, tras el anuncio de las operaciones domésticas, o las realizadas entre bancos y aseguradoras. Sin embargo, no encuentran que la consolidación internacional genere ningún impacto significativo sobre los rendimientos de las acciones. Rad y Van Beek (1999) en un análisis de las operaciones de consolidación entre entidades financieras europeas durante los años 1989-1996, muestran que las entidades adquiridas obtienen ganancias significativas, pero las adquirentes no sufren variación alguna. Ferretti (2001), no aprecia que las operaciones de consolidación financiera conduzcan a variaciones significativas de los rendimientos de los accionistas, tras examinar 35 entidades adquirentes italianas y 40 pertenecientes a otros países europeos. Por último, Beitel, Schiereck y Wahrenburg (2004) estudiando 98 adquisiciones realizadas por bancos europeos entre 1985 y 2000, encuentran que la entidad adquirida obtiene una rentabilidad anormal positiva tras la operación, y sin embargo, la adquirente no logra ninguna ganancia.

2.4.1.2.- Factores explicativos

Varios trabajos de los que acabamos de presentar han profundizado en los factores que provocan mayores o menores ganancias de mercado para los accionistas. A este respecto, ha sido ampliamente estudiada la financiación de la operación y la

diversificación de las entidades. Comenzando por el primero de ellos, las operaciones de consolidación se han financiado habitualmente con acciones o con efectivo, siendo estas últimas las que tienen un efecto más favorable en el precio de las acciones (Myers y Majluf, 1984; Fishman, 1989; Brown y Ryngaert, 1991; Houston y Ryngaert, 1997). No obstante, en la actualidad, un elevado porcentaje de las fusiones y adquisiciones realizadas tanto en Estados Unidos como en España se llevan a cabo utilizando acciones (Sirower, 1997; Fernández y Gómez, 1999). Las operaciones que se realizan mediante el intercambio de acciones suelen ser interpretadas como una señal de “sobrevaloración”, debido a la existencia de asimetrías de información entre los directivos de las empresas y los inversores externos, de ahí su menor valoración⁶⁹. De esta manera, los gestores de las entidades adquirentes, al poseer información privada, sólo ofrecerán las acciones de su empresa como pago cuando consideren que están sobrevaloradas⁷⁰ (Leland y Pyle, 1977; Myers y Majluf, 1984).

Si nos centramos en la diversificación, algunos trabajos han mostrado que las empresas que ofrecen una elevada gama de productos cotizan con un descuento respecto a las sociedades más especializadas (Lang y Stulz, 1994; Berger y Ofek, 1995; Whited, 2001). En esta misma línea, Markides (1992) y Maquieira, Megginson y Nail (1998) encuentran que el mercado valora positivamente a las empresas que realizan adquisiciones horizontales y negativamente las operaciones que conducen a la formación de conglomerados. Respecto al sector crediticio, DeLong (2001) muestra que las fusiones bancarias estadounidenses que conducen a una mayor diversificación no crean valor y, sin embargo, aquéllas que se realizan entre

⁶⁹ Una interpretación alternativa se centra en las diferencias fiscales de ambas operaciones (Brown y Ryngaert, 1991).

⁷⁰ Hansen (1987) proporciona una interpretación más amplia al considerar el problema de asimetría tanto por el lado de la adquirente como de la adquirida. Los gestores de ambas entidades poseerían información privada sobre el valor de sus acciones y, por tanto, los directivos de la adquirente no ofrecerían las acciones de su empresa cuando crean que están infravaloradas y los adquiridos sólo aceptarían una cantidad de dinero cuando sea mayor que el valor de sus acciones. Por otra parte, Fishman (1989) considera que los adquirentes que se dan cuenta de las elevadas ganancias que se pueden obtener con la adquirida realizan una oferta de efectivo con elevada prima para disuadir a otros posibles compradores.

entidades que se localizan en el mismo mercado o que desarrollan el mismo tipo de actividad, sí lo crean. De la misma manera, aunque Cornett, Hovakimian, Palia y Tehranian (2003) no encuentran rendimientos anormales para los accionistas de los bancos que realizan adquisiciones para concentrar su negocio, sí los detectan, pero con signo negativo, para aquéllos que realizan adquisiciones buscando aumentar su diversificación.

La causa del descuento a las empresas diversificadas se atribuye, entre otros factores, a la asignación ineficiente de los gastos de capital entre sus diversas divisiones, a la dificultad para designar incentivos adecuados para retribuir a los directivos, a la búsqueda de rentas por parte de los gestores de las empresas y a la oportunidad que éstos tienen para destinar parte de los flujos de caja a actividades que destruyen valor (Campa y Kedia, 2002). Por su parte, las operaciones que conducen a una mayor concentración de la actividad pueden incrementar el valor, debido a que permiten aprovechar economías de escala, incrementar el poder de mercado o reducir sus costes a través del cierre de oficinas solapadas⁷¹. De hecho, Markides (1992) muestra que el mercado valora positivamente a las entidades que se centran en su negocio principal y reducen su participación en otras actividades.

No obstante, también existen ganancias asociadas a la diversificación, tales como la obtención de economías de escala en la gestión, el incremento de la capacidad para endeudarse, o la posibilidad de mejorar la asignación de los recursos a través de la formación de un mercado de capitales interno dentro de la organización, por lo que el debate en torno a si la diversificación es mejor o peor que la especialización continúa abierto (Houston, James y Marcus, 1997; Campa y Kedia, 2002).

Además del método de financiación y de la diversificación, son numerosos los factores que pueden influir en el valor de mercado que se deriva de una operación

⁷¹ Entre otros, Amihud y Lev (1981), Berger y Humphrey (1992), Group of Ten (2001) y Mork *et al.*, (1990).

de consolidación. Así, James y Wier (1987) detectan que el rendimiento anormal de los accionistas de la entidad adquirente está relacionado positivamente con el número de entidades susceptibles de ser adquiridas y negativamente con el número de potenciales adquirentes. Madura y Wiant (1994) encuentran un mayor incremento de valor cuando el adquirente realiza una operación dentro de su mercado o cuando su crecimiento era limitado. Siems (1996) concluye que el solapamiento geográfico entre adquirente y adquirido conduce a rendimientos anormales positivos, mientras que las operaciones realizadas en mercados con una elevada concentración no ejercen ninguna influencia sobre el mismo. Hayward y Hambrick (1997) muestran una relación negativa entre el premio pagado y los rendimientos de los accionistas. Houston, James y Ryngaert (2001) encuentran que las previsiones de ahorro en costes que se anticipan en una operación, influyen positivamente en las ganancias de mercado. Por último, Hart y Apilado (2002) muestran que, tras la eliminación de las barreras legales a la expansión geográfica en Estados Unidos, los bancos que no poseían experiencia en el mercado de control corporativo realizaron peores adquisiciones.

2.4.1.3.- Limitaciones metodológicas

A pesar de la gran abundancia de investigaciones que la utilizan, esta metodología presenta ciertas limitaciones que pueden poner en entredicho alguna de las conclusiones de los trabajos anteriormente presentados.

En primer lugar, se ha señalado que los resultados alcanzados son sensibles al período de tiempo –anterior y posterior– escogido para el cálculo de los rendimientos anormales y que, además, se ven influidos por movimientos especulativos alrededor de la fecha de la operación (Becher, 2000). De hecho, el intervalo de tiempo apropiado depende de cada operación, puesto que, las empresas entablan conversaciones previas al anuncio de la misma que, con frecuencia, son anticipadas por los inversores. Sin embargo, tampoco parece aconsejable la fijación de intervalos

diferentes para cada operación, puesto que se perdería uniformidad en el análisis (Calomiris y Karceski, 1998).

TABLA 2.9
Análisis de las ganancias de mercado generadas tras el anuncio de la operación

Estudian los rendimientos anormales obtenidos por los accionistas de la entidad adquirente, de la adquirida o de ambas consideradas de forma conjunta, durante un periodo de tiempo alrededor de la fecha de anuncio de la operación.

<i>Resultados</i>	<i>Evidencias</i>
<ul style="list-style-type: none"> - Los accionistas de las entidades adquiridas obtienen ganancias importantes. - Los accionistas de las entidades adquirentes resultan perjudicados. 	Cornett y De (1991), Baradwaj, Fraser y Furtado (1990), Siems (1996), Zhang (1998), Shubramanyan, Rangan y Rosenstein (1997), Cybo-Ottone y Murgia (2000) y Hart y Apilado (2002).
<ul style="list-style-type: none"> - Pequeños incrementos del valor al considerar al adquirente y adquirido de forma conjunta. 	Houston y Ryngaert (1994), Madura y Wiant (1994), Becher (2000) y Cybo-Ottone y Murgia (2000).
<ul style="list-style-type: none"> - Las operaciones financiadas con efectivo tienen un efecto más favorable en el precio de las acciones. 	Fishman (1989), Brown y Ryngaert (1991) y Houston y Ryngaert (1997).
<ul style="list-style-type: none"> - El mercado valora en mayor medida las operaciones horizontales que la formación de conglomerados. 	Maquieira, Megginson y Nail (1998), DeLong (2001) y Cornett, Hovakimian, Palia y Tehranian (2003).
<ul style="list-style-type: none"> - Otros factores que influyen en la valoración del mercado: <ul style="list-style-type: none"> Número de adquirentes potenciales. Número de potenciales adquiridos. Solapamiento geográfico. Premio pagado. 	James y Wier (1987), Madura y Wiant (1994), Hayward y Hambrick (1997) y Houston, James y Ryngaert (2001).

En segundo lugar, el valor que el mercado asigna a una operación se basa en expectativas futuras, que no tienen por qué cumplirse. De hecho, no existe una relación muy clara entre los rendimientos de mercado tras el anuncio de una

operación y las ganancias en rentabilidad o costes que realmente se derivan de la misma a largo plazo (Hart y Apilado, 2002).

En tercer lugar, un efecto negativo sobre el rendimiento del mercado puede ser, simplemente, el reflejo de que los inversores esperaban que el adquirente tomase el control de otra entidad, con un mayor potencial para obtener ganancias a través de economías de escala, alcance o mejora de la gestión (Hughes, Lang, Mester y Moon, 1999).

Por último, la necesidad de escoger empresas que coticen en el mercado supone un importante sesgo muestral debido a que se restringe el análisis a las grandes sociedades que han participado en operaciones de consolidación, pero además, deja fuera a entidades, como las cajas de ahorro, tan importantes en los sistemas financieros de los países europeos (Calomiris y Karceski, 1998).

2.4.2.- Estudio de casos específicos

Un segundo tipo de análisis sobre las consecuencias que generan las fusiones y adquisiciones se centra en el estudio de casos específicos. En este sentido, se suele argumentar que las ganancias procedentes de estas operaciones son, en la mayoría de los casos, únicas y difíciles de estimar utilizando una metodología estadística estándar⁷². Sin embargo, aunque de este tipo de trabajos no se pueden extraer conclusiones generales, sin duda contribuyen a la adecuada comprensión de este fenómeno (Rhoades, 1998; Hughes, Lang, Mester y Moon, 1999). A continuación, y a modo de ejemplo, realizamos un breve repaso de los resultados obtenidos por algunos de estos estudios⁷³.

⁷² Véase, Pilloff y Santomero (1998) y Calomiris (1999).

⁷³ Es posible que los análisis econométricos estándares, al considerar a todas las operaciones de la misma manera, no capturen apropiadamente los beneficios de las fusiones y adquisiciones, puesto que no todas ellas se realizan por la misma razón (Calomiris y Karceski, 1998).

En primer lugar, Calomiris y Karceski (1998) en un análisis de nueve adquisiciones realizadas entre entidades estadounidenses, muestran que una misma operación puede justificarse simultáneamente por varios motivos. Si bien es cierto que los bancos adquirentes obtuvieron buena parte de las ganancias que habían previsto, no todos lo lograron de la misma forma, puesto que, en unos casos primó, fundamentalmente, la reducción de costes y, en otros, el aumento de los ingresos derivados de la venta cruzada de productos y servicios. Por último, subrayan que los trabajadores desempeñan un papel destacado en el logro de las ganancias esperadas por este tipo de operaciones.

Por su parte, Rhoades (1998) escoge para su análisis nueve fusiones con un importante solapamiento geográfico entre adquirente y adquirido. Por tanto, no es extraño que sus resultados muestren que la mayoría de las ganancias que se obtienen con las mismas procedan de la reducción de los costes, debido fundamentalmente a la disminución del número de trabajadores, como consecuencia del cierre de oficinas y a la mejora de los sistemas para procesar información y realizar transacciones. Sin embargo, dos de las operaciones que mayor solapamiento presentaban no mejoraron su rendimiento, por lo que, este elemento, por si solo, no es suficiente garantía del éxito de las mismas⁷⁴. Además, los factores que condujeron a la obtención de ganancias en alguna de esas fusiones parecen ser específicos de cada una de ellas y no son aplicables al resto.

Por otra parte, *a priori*, las empresas preveían que la reducción de los costes se podría lograr en tres años. Si bien la mayoría lo consiguieron en dos, se produjeron importantes fluctuaciones e, incluso, en varias operaciones se precisaron bastantes más años. De las nueve fusiones, cuatro consiguieron claras mejoras en las ratios de eficiencia –generalmente cuando, *a priori*, la adquirente era más eficiente–, y siete mejoraron su ROA –dos de estas últimas, se encontraban en el grupo que no mejoró su eficiencia–. Además, en varios casos, las entidades adquirentes no eran

⁷⁴ Zack (1996) y Rhoades (1996) muestran que los clientes suelen cambiar de entidad si el cierre de oficinas les supone un desplazamiento adicional elevado.

más eficientes y, sin embargo, obtuvieron importantes mejoras de su ROA. Y, por el contrario, en un caso, la entidad adquirente era mucho más eficiente que la adquirida y no se alcanzaron mejoras significativas.

En España, el efecto que las fusiones y adquisiciones tienen sobre las entidades de crédito ha sido estudiado en diversos trabajos, cuyas conclusiones se muestran de forma más detallada en el apartado siguiente al encuadrarse dentro de la metodología que allí se expone. Sin embargo, alguno de los análisis que presentan puede incluirse dentro del estudio de casos específicos. Así, por ejemplo, Martínez (1998), en un análisis de 11 fusiones entre cajas de ahorro españolas entre 1988 y 1994, no encuentra que estas operaciones conduzcan a mejoras importantes de la rentabilidad, los costes o el endeudamiento, mostrando que, para ciertos indicadores, cada una de ellas sigue caminos diferentes. Contreras y Pampillón (2002) analizan 13 fusiones entre cajas de ahorro y 2 entre bancos ocurridas a finales de los años ochenta y principios de los noventa, llegando a la conclusión de que las operaciones de consolidación provocaron inicialmente una pérdida de eficiencia, pero a largo plazo tuvieron un efecto positivo.

A su vez, Luque (2001) realiza un estudio de opinión entre los altos directivos de seis de nuestras mayores entidades financieras, cuatro fusionadas y otras dos no. En este trabajo se destaca, entre otros factores, la importancia de la globalización y el aumento de la competencia como determinantes del proceso de consolidación financiera, la existencia de importantes ganancias operativas y estratégicas a largo plazo derivadas de las fusiones, así como las dificultades inherentes a las mismas y las importantes repercusiones que suponen en los diferentes colectivos que forman parte de una empresa.

Por su parte, cabe mencionar el estudio que Fuentes y Sastre (1999) realizaron para nueve fusiones durante el período de tiempo comprendido entre 1988 y 1997. En este trabajo, encuentran que el elevado coste de despido existente en nuestro país limita la obtención de ganancias a través de este tipo de operaciones. En cualquier caso, detectaron dos tipos de estrategias: una primera en la que

predominaba el deseo de expansión del negocio y que, por tanto, sólo era capaz de disminuir los costes a largo plazo; una segunda, que se basaba, precisamente, en la reducción de los costes y el aumento de la productividad. Recientemente, en una actualización de ese trabajo, Fuentes (2003) estudia ocho fusiones realizadas por entidades de crédito españolas entre 1997 y 2001. En esta investigación, tampoco se encuentran evidencias concluyentes de que estas operaciones condujesen a ganancias significativas. Sin embargo, se aprecian importantes diferencias entre unas fusiones y otras, puesto que, en algunas de ellas sí se observan mejoras del rendimiento, la eficiencia o los costes, lo que a juicio del autor sugiere la existencia de los mismos dos tipos de estrategias detectadas en el trabajo de 1999.

2.4.3.- Utilización de datos contables para la evaluación de los cambios originados por las fusiones y adquisiciones

Un tercer tipo de análisis, dentro del cual se enmarca el análisis empírico que se desarrolla en el capítulo siguiente, con el objetivo de realizar un estudio *ex-ante* que ponga de manifiesto las características de las entidades que han participado en una fusión o adquisición y un estudio *ex-post* donde se reflejen las consecuencias de las mismas, trata de evaluar los cambios en los costes, en los ingresos, en los beneficios o en la eficiencia, utilizando datos contables antes y después de la operación, y comparándolos con los obtenidos por entidades no fusionadas. Por tanto, se pretenden medir los cambios reales y no centrarse, exclusivamente, en las expectativas de beneficios futuros que se descuentan en el mercado.

Aunque la característica común de estos trabajos es la utilización de datos contables, presentan entre sí importantes diferencias en cuanto a las muestras empleadas, al tamaño de las entidades analizadas, las variables utilizadas o el

intervalo de años que se examina⁷⁵. Pero lo que es más importante, las técnicas estadísticas que utilizan varían considerablemente. Así, numerosos estudios emplean un test de diferencia de medias para comparar la rentabilidad y/o diversos ratios basados en costes (Rhoades, 1990; Spindt y Tarhan, 1991). Por el contrario, trabajos más recientes utilizan regresiones múltiples o análisis de datos de panel, y no se centran únicamente en ratios, sino que también analizan la eficiencia a través de estimaciones basadas en funciones de costes o beneficios (Peristiani, 1997; Akhavein *et al.*, 1997; Berger, 1998; Carbó y Humphrey, 2004). Por último, cabe la posibilidad de estudiar por separado a la adquirente y a la adquirida (Rhoades, 1990; Linder y Crane, 1993), o a ambas entidades de forma conjunta (Berger y Humphrey, 1992; Akhavein *et al.*, 1997).

A continuación, procedemos a realizar una revisión de los principales resultados obtenidos por estos estudios, comenzando por la rentabilidad y los beneficios, para posteriormente centrarnos en los costes y, finalmente, en otro tipo de indicadores.

2.4.3.1.- Rentabilidad y eficiencia en beneficios

En primer lugar, deben considerarse los estudios que han realizado una comparación de la rentabilidad, ya sea económica (ROA) o financiera (ROE), antes y después de la operación. En general, las conclusiones que se pueden extraer no son del todo claras, puesto que existe una gran variabilidad en cuanto a sus resultados. Por una parte, ciertas investigaciones no aprecian alteraciones destacadas en dichas variables. Así, por ejemplo, Rose (1987), en un estudio que examina 40 bancos adquirentes americanos y 138 adquiridos durante el período de tiempo comprendido

⁷⁵ Así podemos encontrar que Cornett y Tehranian (1992) examinan 30 operaciones y Rhoades (1993) estudia 898. Igualmente varios trabajos analizan empresas cuyo activo sea superior a 100 millones de dólares (Srinivasan y Wall, 1992), mientras que, otros como Akhavein *et al.*, (1997) únicamente examinan entidades cuyo activo sea mayor de 1000 millones de dólares. Además, el rango de años estudiado antes y después de la operación suele variar considerablemente. Por ejemplo, Rose (1987) analiza 5 años antes y después, mientras que Linder y Crane (1993) uno antes y uno o dos después.

entre 1970 y 1980, no encuentra variaciones significativas en el rendimiento. A conclusiones similares llegan Rhoades (1990) en un estudio de 68 fusiones, Berger y Humphrey (1992) examinando 57 operaciones y Srinivasan y Wall (1992) en un análisis de 240 fusiones y adquisiciones entre 1982 y 1986. Pilloff (1996) y Akhavein, *et al.*, (1997) tampoco detectan ningún cambio ni en la rentabilidad económica, ni en la financiera. Por otra parte, algunos estudios sí han mostrado mejoras significativas de la rentabilidad, aunque, en general, tardan varios años en materializarse debido a los costes de integración tras la operación. A este respecto, Cornett y Tehranian (1992) detectan una mejora significativa de un 3.9% en el ROE de los bancos que realizan operaciones, mientras que Rose (1992) y Spindt y Tarhan (1991) también encuentran aumentos apreciables de la ROE, especialmente a largo plazo, aunque no de la ROA. Por su parte, Linder y Crane (1993) destacan que en ciertas operaciones se mejora la ROA, pero en otras no, y Peristiani (1993) muestra que la ROA de la empresa combinada mejora, aunque empeora al considerarla de forma individual en la adquirente.

En segundo lugar, otros trabajos se han centrado en el estudio de la eficiencia a través de la estimación de funciones de beneficios, tratando de controlar las variaciones en los precios de los inputs y los outputs⁷⁶. Así, por ejemplo, Akhavein *et al.*, (1997) realizan un análisis de 69 mega-fusiones bancarias americanas ocurridas entre 1981 y 1989, y Berger (1998) estudia 546 fusiones y adquisiciones entre 1991 y 1994. Los resultados globales de los trabajos que siguen esta metodología muestran que los bancos americanos que realizan fusiones y adquisiciones mejoraron su eficiencia en beneficios en torno a un 16% de media. Sin embargo, también muestran que existe una gran variabilidad en cuanto a las ganancias logradas, siendo, en general, las entidades que partían en peores condiciones antes de la operación las que experimentan una mejora más apreciable. Pero además, destacan que los beneficios más importantes no procederían de la reducción de los costes, sino del aumento de los ingresos como consecuencia de una reorientación de la actividad de las entidades.

⁷⁶ Véase Berger y Mester (1997) para una revisión de las ventajas de la utilización de funciones de beneficios para el cálculo de la eficiencia en las entidades de crédito.

En particular, los bancos dedican una mayor proporción de sus recursos a actividades más arriesgadas, como la concesión de préstamos, debido a la diversificación geográfica y de producto que trae consigo la consolidación⁷⁷.

2.4.3.2.- Análisis de los costes

Numerosos estudios han encontrado que tanto las entidades bancarias americanas como las europeas operan, de media, en torno a un 10 ó un 15% por debajo de la frontera de costes eficientes, lo que sugiere importantes ahorros en costes de su reestructuración⁷⁸. Las fusiones y adquisiciones pueden contribuir a reducir estas diferencias de eficiencia, puesto que facilitan la adopción de los cambios necesarios dentro de un sector, favorecen una reestructuración interna de las entidades y la sustitución de los directivos, pero además, permiten reenfocar el negocio, obtener economías de escala o alcance y reorganizar la red comercial de oficinas (Jensen, 1993; Berger, Demsetz y Strahan, 1999). Por ello, se han realizado numerosas investigaciones para determinar el efecto que las operaciones de consolidación generan en los costes. En particular, un primer grupo de trabajos se centra en el estudio de ratios, tales como costes totales, operativos o laborales entre activo, mientras que una segunda rama de la literatura ha profundizado en la eficiencia en costes.

Los resultados de los estudios que se basan en ratios muestran que, en el mejor de los casos, las fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito únicamente conducirían a pequeñas mejoras de los costes, que no superarían el 4 ó

⁷⁷ Este planteamiento sería acorde con el propuesto por Hughes *et al.*, (1999) que consideran que una elevada diversificación constituye un incentivo para acometer proyectos más arriesgados, pero que, a su vez, son muy rentables.

⁷⁸ Véase, Amel, Barnes, Panetta y Salleo (en prensa), para un resumen de los trabajos existentes. En Europa, Huizinga, Nelissen y Vander Venet (2000) en un estudio durante el período 1994-1998, encuentran que la eficiencia en costes de los bancos es de un 91.36% de media, siendo la banca comercial la que menor eficiencia presenta, con un 82.19%, frente al 95.96% de las cooperativas. Italia es el país con más eficiencia, con un 95.10%, seguido por Alemania con un 93.69%, situándose España en un 86.00%. Los países con las entidades menos eficientes son Grecia y Portugal con un 81.78% y un 80.24% respectivamente.

5%. De cualquier manera, las mayores reducciones se producirían en la entidad adquirida, con frecuencia menos eficiente y, por tanto, susceptible de amplias mejoras en sus políticas de gestión. No obstante, debido a su tamaño relativamente reducido respecto a la adquirente, generalmente su variación de costes apenas repercutirá de forma significativa en el grupo una vez consolidado⁷⁹. Así, ni Rhoades (1990), O'Keefe (1992), o Srinivasan y Wall (1992) encuentran que las operaciones de consolidación bancarias americanas realizadas en la década de los ochenta conduzcan a variación alguna de la ratio gastos no financiero entre activo⁸⁰.

Por su parte, Spindt y Tarhan (1991) y Spong y Shoenhair (1992) muestran que los gastos de personal divididos entre ingresos y entre activo, respectivamente, no mejoran tras una fusión o adquisición, mientras que Rhoades (1993) y Berger y Humphrey (1992) detectan que, aunque en ciertas operaciones sí se producen reducciones, en general, ni los costes medios sobre activo ni los gastos financieros sobre activo disminuyen. Finalmente, Cornett y Tehranian (1992) no encuentran disminuciones de los gastos totales sobre ingresos y, DeYoung (1993) muestra que se producen ciertas mejoras de los costes cuando tanto el adquirente como la adquirida presentan elevadas ineficiencias antes de la operación.

Un segundo grupo de investigaciones más recientes, se ha centrado en los cambios en la eficiencia estimada a través de funciones de costes, tratando de controlar el efecto de los precios de los factores de producción (Berger, Demsetz y Strahan, 1999). Tradicionalmente se ha empleado una especificación translogarítmica en el cálculo de dichas funciones, aunque recientemente se han utilizado formas más flexibles como la Fourier (Altunbas y Chakravarty, 2001). A pesar de la mejora metodológica que incorporan en sus estimaciones, estos trabajos llegan a los mismos resultados que los estudios basados en ratios, encontrando

⁷⁹ Berger (1998) consideran que una reducción de un 30% en los costes operativos de las entidades adquiridas supone, como media, únicamente un descenso de un 3% en los costes totales del grupo consolidado.

⁸⁰ Linder y Crane (1993) en un estudio de 47 operaciones entre 1982 y 1987 encuentran, incluso, que dicho ratio empeora.

solamente reducidas ganancias de eficiencia. Así, ni Berger y Humphrey (1992) en un análisis de 57 operaciones entre 1981 y 1989, ni DeYoung (1997) en un estudio de 348 fusiones durante el período 1987-1988, muestran que, de media, se produzcan mejoras de eficiencia asociadas al proceso de consolidación. Es más, Peristiani (1997) detecta incluso reducciones de la eficiencia. Por su parte, Rhoades (1998) muestra que con algunas operaciones si se gana eficiencia pero con otras no, y Berger (1998) sólo encuentra pequeñas mejoras. Finalmente, Houston *et al.*, (2001) detectan reducciones de costes en las fusiones estadounidenses, incluso cuando éstas se realizan entre grandes bancos. Liu y Tripe (2002) muestran que las operaciones de consolidación contribuyen a incrementar la eficiencia de las entidades de crédito neocelandesas y Ralston, Wright y Garden (2001) llegan a los mismos resultados para una muestra de entidades australianas.

2.4.3.3.- Evidencia europea

La mayoría de los trabajos que acabamos de revisar, se centran en el mercado americano. Sin embargo, sus resultados no tienen por qué ser aplicables a las entidades de crédito europeas debido a las diferencias que presentan los sistemas financieros de ambas economías.

Las entidades financieras americanas se encuentran inmersas en un sistema donde, históricamente, se ha restringido la toma de participaciones industriales por parte de los bancos y, donde el gran desarrollo de los mercados de capitales permite a las empresas financiarse a largo plazo a través de los mismos (Heffernan, 1996; Allen y Gale, 2000; Group of Ten, 2001). El sector financiero estadounidense se ha dividido tradicionalmente en tres grandes grupos de empresas bien diferenciadas en cuanto a su actividad –instituciones de depósitos, empresas de activos, compañías aseguradoras–, no obstante, durante la década de los ochenta y, sobre todo en los noventa, se ha producido una importante debilitación de las barreras legales que los

separaban⁸¹. Por último, el número de empresas en cada sector financiero es sumamente superior en comparación con la mayoría de los países industrializados, especialmente en el caso de las instituciones de crédito. Esto se debe, en gran parte, a que en Estados Unidos han existido históricamente restricciones a la expansión geográfica. Sin embargo, muchas de estas limitaciones han desaparecido durante la década de los noventa, lo que ha dado lugar a una expansión sin precedentes en su sector crediticio (Group of Ten, 2001)⁸².

Por su parte, las entidades financieras de la Europa Continental⁸³, salvando las diferencias existentes entre países, se han caracterizado por operar de acuerdo con el principio de Banca Universal, puesto que, comercializan una gran gama de productos financieros. A la vez, están estrechamente relacionadas con los sectores industriales a través de amplias participaciones accionariales y la presencia de sus representantes en los consejos de administración de las empresas (Group of Ten, 2001). Además, los mercados de capitales han jugado tradicionalmente un pequeño papel y la inversión institucional no está tan desarrollada como en los países con un sistema anglosajón.

Finalmente, el ambiente europeo se ha caracterizado por una amplia intervención, llegando incluso los gobiernos de ciertos países a imponer estrictas regulaciones sobre los tipos de interés y amplios controles sobre los mercados de capitales. Sin embargo, y como vimos en el capítulo primero, en las dos últimas décadas se han producido importantes reformas, entre las que destacan la eliminación efectiva en 1992 de las barreras al movimiento del trabajo, bienes, servicios y capital,

⁸¹ La Gramm–Leach–Bliley Act, de 1999, eliminó la mayoría de las barreras que existían en Estados Unidos para la oferta de diferentes productos y servicios financieros desde una misma empresa.

⁸² La Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act, implantada en 1997, eliminó muchas de las barreras a la expansión de oficinas.

⁸³ Las entidades pertenecientes al Reino Unido presentan importantes diferencias respecto al resto de países de Europa. En particular, en la década de los ochenta el sector financiero del Reino Unido estaba dominado por un número relativamente pequeño de bancos y se caracterizaba por la presencia de instituciones especializadas y con funciones diferentes. Además, la regulación existente, prohibía la competencia entre líneas de negocio tradicional. Sin embargo, a partir de los noventa se produjo una integración institucional dentro del sistema financiero británico. De esta manera, durante las décadas de los ochenta y los noventa tuvo lugar una importante desregulación que permitió la aparición de una banca con vocación universal (Heffernan, 1996).

la implantación de la “Segunda Directiva de Coordinación Bancaria” y la introducción del Euro, lo que unido a la privatización de numerosos bancos públicos y a la transformación jurídica, en varios países miembros, de las cajas de ahorro, han reducido apreciablemente la intervención estatal (Valero, 2003).

Los trabajos europeos, menos numerosos que los estadounidenses, han encontrado con mayor frecuencia que las operaciones de consolidación bancaria conducen a mejoras en el rendimiento de las entidades, lo que se debe, probablemente, a las diferencias que acabamos de comentar. Sin embargo, las reducciones de costes han sido más difíciles de alcanzar debido a la rigidez de los mercados laborales existentes en la mayoría de los países de la Europa Continental. Así, Vander Vennet (1996) examina el efecto que la consolidación tiene sobre diferentes ratios contables de entidades de crédito pertenecientes a la Unión Europea durante el periodo 1988-1993, encontrando mejoras en la rentabilidad pero no en los costes. En particular, sus resultados muestran que las fusiones domésticas entre socios del mismo tamaño incrementan significativamente las ganancias de los bancos y, sin embargo, las adquisiciones domésticas no contribuyen a mejorar la eficiencia.

Por su parte, Altunbas, Molyneux y Thornton (1997) sólo encuentran, en un análisis de simulación, limitadas oportunidades para el ahorro en costes a través de las fusiones y adquisiciones internacionales entre los bancos de los países de la UE. Vander Vennet (1999) únicamente muestra ciertas mejoras en la eficiencia en costes para las entidades de crédito que se fusionan, pero no para las que realizan adquisiciones. En un análisis de 52 operaciones entre entidades de crédito pertenecientes a la Unión Europea durante el período comprendido entre 1994 y 1998, Huizinga, Nelissen y Vander Vennet (2000) sugieren ciertas ganancias en la eficiencia en costes, y sin embargo, no detectan mejoras en la eficiencia en beneficios. Por su parte, Focarelli, Panetta y Salleo (2002) en un estudio de 135 fusiones y 66 adquisiciones italianas, aunque muestran reducciones de la rentabilidad de los bancos en el período siguiente a la realización de la operación, detectan mejoras sustanciales de la misma tres años después. Además, los costes operativos y los costes laborales, en ciertos tipos de operaciones, se incrementan

significativamente. Finalmente, Díaz *et al.*, (en prensa) encuentran que las fusiones y adquisiciones contribuyen a mejorar, a largo plazo, el rendimiento de las entidades de crédito europeas adquirentes.

Ciñéndonos al caso español, las investigaciones que, en su mayoría se centran en las operaciones realizadas por las cajas de ahorro a comienzos de los noventa, destacan las reducidas ganancias que se derivan de las mismas. Así, Raymond (1994) encontró que las disminuciones en costes eran pequeñas o insignificantes, Monclús (1997) y Martínez (1998) no muestran mejoras importantes de la rentabilidad, el endeudamiento, los costes o la productividad, y Humphrey y Carbó (2000) no observan que de estas operaciones se deriven variaciones significativas de la eficiencia en costes. Aún así, varios trabajos han encontrado ciertas ganancias una vez que se superan los primeros años de integración y reestructuración (Santos y Pérez, 1999; Contreras y Pampillón, 2002).

Por su parte, Fuentes y Sastre (1999) y Fuentes (2003) en un análisis basado en el estudio de casos específicos, encuentran algunas reducciones de costes y mejoras en la capitalización en determinadas operaciones. Cuesta y Orea (2002) muestran que, en un estudio sobre cajas de ahorro durante 1985-1998, las fusiones y adquisiciones tienen un impacto positivo sobre la eficiencia técnica. Finalmente, Carbó, Humphrey y Rodríguez (2003) no detectan disminuciones apreciables de los costes, aunque Carbó y Humphrey (2004), en un estudio de 22 fusiones de cajas de ahorros españolas realizadas entre 1986 y 2000, observan que en algunas operaciones disminuyen significativamente, mientras que en otras aumentan.

2.4.3.4.- Otros indicadores

Además de la rentabilidad, los costes o la eficiencia, algunos trabajos se han centrado en el efecto que las fusiones y adquisiciones tienen sobre otro tipo de indicadores, tales como la cuota de mercado, los premios pagados o el riesgo. En primer lugar, las investigaciones precedentes muestran que este tipo de operaciones permiten incrementar la cuota de mercado a largo plazo. No obstante, en los primeros

años posteriores a la transacción se suele producir una disminución temporal de la clientela debido a la reestructuración que sufren las entidades (Fraser, 1978; Rose y Savage, 1987; Rose, 1992; Stiroh y Poole, 2000). Es más, en algunas ocasiones las entidades adquirentes únicamente pretenden absorber parte del negocio de las adquiridas, por lo que la ganancia conjunta de cuota será escasa (Keeton, 1996).

A este respecto, Rose (1999) encuentra importantes ganancias de cuota de mercado tanto de préstamos como de depósitos, en un estudio de 612 bancos estadounidenses que realizan adquisiciones entre 1980 y 1996. Por su parte, Avkiran (1999) estudia cuatro operaciones realizadas por entidades australianas, destacando que en dos ocasiones se produjeron ganancias de cuota, mientras que en otras dos no. Fuentes y Sastre (1999) y Fuentes (2003) también encuentran diferencias importantes entre las principales fusiones realizadas recientemente en España. En ambos trabajos, se distinguía claramente un primer grupo de entidades que, a través de las operaciones de consolidación, buscaba expandir su actividad y, por tanto, lograba aumentar su cuota de mercado, pero existía otro grupo que se centraba más en la reducción de sus costes y no experimentaba variaciones significativas en su cuota.

Por otro lado, algunos estudios se han centrado en los premios pagados, debido a que el éxito de una fusión o adquisición no sólo se basa en los potenciales beneficios que pueda generar, sino también en completar la operación a un precio adecuado (Hayward y Hambrick, 1997; Flanagan y Shaughnessy, 2003). En particular, los resultados de estos trabajos muestran que los premios dependen, entre otros factores, de la rentabilidad, la capitalización o el crecimiento de la adquirida y la adquirente, del mercado en que se encuentren y de la capacidad de pago de esta última (Rhoades, 1987; Palia 1993; Hakes, Brown y Rappaport, 1997; Brewer, Jackson y Jagtiany, 2000). También se han realizado análisis sobre los tipos de interés de los préstamos o los depósitos aplicados por las entidades que han realizado una operación, tratando de comprobar qué parte de los beneficios de las fusiones y adquisiciones se trasladan directamente al público en forma de márgenes de intermediación más reducidos. En general, no se han observado grandes variaciones en los tipos de interés y sólo en algunas ocasiones se han producido alteraciones de

TABLA 2.10
Utilización de datos contables para la evaluación de las fusiones y adquisiciones

<i>Factor estudiado</i>	<i>Resultado</i>	<i>Evidencia</i>
<i>Rentabilidad y eficiencia en beneficios</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Pequeñas mejoras de la rentabilidad en Estados Unidos. - El aumento del rendimiento es más frecuente en Europa. - Las ganancias de rentabilidad se suelen producir a largo plazo. - Mejoras significativas en la eficiencia en beneficios. 	Rhoades (1990), Berger y Humphrey (1992), Pilloff (1996), Peristiani (1993), Akhavein <i>et al.</i> , (1997), Altunbas, Molyneux y Thornton (1997), Berger (1998), Vander Vennet (1999), Focarelli, Panetta y Salleo (2002) y Fuentes (2003).
<i>Costes</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Las reducciones de costes no suelen superar el 4 ó 5%. - Mayores reducciones cuando la entidad adquirente es más eficiente. - Dificultad para lograr reducciones de costes en Europa debido a la rigidez de los mercados de trabajo. 	Rhoades (1990), Srinivasan y Wall (1992), Berger y Humphrey (1992), Vander Vennet (1996), DeYoung (1997), Berger (1998), Fuentes (2003) y Carbó y Humphrey (2004).
<i>Otros indicadores</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Ganancias de cuota de mercado a largo plazo. - Influencia de los premios pagados. - No existen importantes alteraciones en los tipos de interés, el riesgo, etc. 	Rose, (1992), Stiroh y Poole (2000), Flanagan y Shaughnessy (2003), Gardener, Molyneux y Williams (2000) y Amihud, Delong y Saunders (2002).

los mismos que perjudiquen seriamente a los clientes (Berger y Hannan, 1997; Akhavein, Berger y Humphrey, 1997; Gardener, Molyneux y Williams, 2000).

A su vez, ciertos trabajos han examinado el efecto que las fusiones tienen sobre el riesgo (Saunders y Walter, 1994; Berger, DeYoung, Genay y Udell, 2000; Amihud, DeLong y Saunders, 2002), sobre la productividad (Haynes y Thompson, 1999), o sobre el negocio de las entidades participantes (Peek, Rosengren y Kasirye, 1999). Una última aproximación trata de discernir la habilidad del mercado para anticipar las ganancias futuras de las fusiones y adquisiciones. Los resultados de estos estudios muestran que, en general, los inversores no anticipan adecuadamente los beneficios reales que, a largo plazo, suponen para las empresas este tipo de operaciones (Cornett y Tehranian, 1992; Pilloff, 1996; Rhoades, 1998).

2.4.3.5.- Limitaciones

Al igual que ocurría con los trabajos que analizan las variaciones de los precios del mercado, las investigaciones que emplean datos contables presentan ciertas limitaciones que pueden cuestionar algunos de sus resultados. En primer lugar, se les suele achacar que el período de tiempo que frecuentemente utilizan, es insuficiente para capturar una parte importante de las ganancias de las operaciones, puesto que los datos contables tardan en recoger las mejoras asociadas a la consolidación, debido a que los problemas de integración disminuyen el rendimiento de las entidades a corto plazo, aún cuando se esperen mejoras del mismo a largo plazo (Pilloff y Santomero, 1998).

En este sentido, la reducción en costes puede llevar varios años, pero las ganancias derivadas de las sinergias, la diversificación o los beneficios asociados a la combinación de los servicios ofrecidos por ambas entidades, necesitan incluso más

tiempo⁸⁴. Algunos adquirentes, incluso buscan deliberadamente una senda de integración lenta, tratando de mantener una relación estable con sus clientes actuales y conservar la moral de los empleados.

Por otra parte, se ha planteado cierta controversia sobre algunos aspectos relacionados con esta metodología. Así, los trabajos basados en la comparación de medias no tienen en cuenta la influencia de factores adicionales y, existe cierto debate respecto a los inputs y outputs empleados por los estudios que examinan la eficiencia (Calomiris y Karceski, 1998). Además, ha sido frecuente la exclusión de ciertas operaciones en un intento por obtener muestras más claras (Pilloff y Santomero, 1998). En particular, se eliminaban los bancos que hubiesen realizado más de una operación, lo que sesga el resultado del análisis, puesto que son precisamente estas entidades las que, al haber obtenido destacadas ganancias en transacciones previas, se embarcan con frecuencia en nuevas fusiones y adquisiciones.

Finalmente, a pesar de las limitaciones metodológicas y muestrales que presentan muchas de estas investigaciones, no parece que las mismas sean lo suficientemente graves como para descartar sus conclusiones. Más aun cuando, como menciona Rhoades (1994), gran parte de estos inconvenientes se pueden eliminar a través de un adecuado diseño de la muestra y mediante la utilización de técnicas estadísticas como el análisis de sección cruzada o de datos de panel.

⁸⁴ De hecho, las evidencias existentes muestran que, en el caso de entidades de crédito, sólo entre un tercio y la mitad de las ganancias se obtienen dentro del primer año tras la realización de la operación (Pilloff y Santomero, 1998). En empresas industriales Bert, McDonald y Herd (2003) encuentran que la mayoría de las sinergias se obtienen dentro de los dos primeros años.