

*RECURSOS DEPRECIADOS Y ADQUISICIONES DE BANCOS
PRIVADOS EN COSTA RICA:
MEDIO Y MODO DE ENTRADA*

Daniel Villalobos-Céspedes*

CONTENIDO

Resumen	166
Palabras claves	166
Summary	166
Keywords	166
Introducción.....	167
Teoría de los recursos y adquisiciones	168
Banca privada y adquisiciones en Costa Rica	174
Metodología	178
Análisis y resultados.....	180
A. Composición de valor de los recursos en los bancos adquiridos 2000-2009	180
B. Panorama del IPA en los bancos adquiridos y no adquiridos (2000-2009).....	183
B.1. Interfin S. A y Banex S. A (IPA 2000-2006)	183
B.2. Uno S. A y Cuscatlán S. A (IPA 2000-2007)	184
B.3. Consecuencias de las adquisiciones en los bancos adquirentes	184
C. Análisis del IPA en los bancos adquiridos según <i>cm</i>	188
C.1. Recesión/depresión 2000-2002.....	188
C.2. Estancamiento relativo 2003-2006	189
C.3. Recesión/depresión 2007-2010	192
Discusión	193
Conclusiones y contribuciones de la investigación	195
Limitaciones y orientaciones para futura investigación	196
Agradecimiento	196
Bibliografía	196

1 Profesor en la Escuela de Administración,
Universidad Nacional, Costa Rica. Economista y
político. Doctorando en Dirección de Empresas

de la Universidad de Valencia, España. Dirección
electrónica: danielvillalobosc@gmail.com

RESUMEN

La investigación sobre las adquisiciones como modo de entrada es un tema que no ha recibido debida atención en las ciencias sociales en Costa Rica. En particular la administración como área de estudio no ha incursionado en el análisis de las adquisiciones en sector alguno. No obstante la teoría de los recursos (TR's) provee un marco conceptual y analítico que permite explicar esa modalidad de adquisiciones desde distintas perspectivas. En la presente investigación se intenta aportar a la TR's el tema de la depreciación como posible *medio de entrada* para las adquisiciones como *modo de entrada*. Este aspecto de las adquisiciones no ha sido estudiado por las teorías de empresa, en particular por las TR's. La investigación se propone un modelo de análisis de la depreciación como factor que puede influir en ese tipo de adquisiciones. Esa propuesta teórica se somete a prueba en el estudio de los bancos privados adquiridos en Costa Rica durante 2000-2009. Los resultados de este estudio muestran la capacidad analítica, explicativa y predictiva del modelo sugerido. Los bancos adquiridos objeto de estudio son Interfin S. A, Banex S. A, Uno S. A y Cuscatlán S. A. Se extiende al BAC San José S. A, adquirido el 15 de julio del 2010 como primer caso que valida la capacidad predictiva del modelo. El estudio examina la depreciación de los recursos fijos en ese sector bancario, con el objetivo de conocer su influencia en la propensión de adquisición y en la adquisición efectiva como modo de entrada, por parte de bancos extranjeros. Para este fin, se genera el Indicador de Propensión de Adquisición (IPA), con el cual se busca medir el nivel de propensión en cuestión. El rol de medio de entrada de los recursos depreciados en el sector de bancos privados en el país, se enmarca en *coyunturas de mercado (cm)*: crecimiento, estancamiento, recesión y depresión.

PALABRAS CLAVES: TEORÍAS DE LOS RECURSOS; DEPRECIACIÓN; ADQUISICIÓN; MEDIO Y MODO DE ENTRADA; COYUNTURAS DE MERCADO; COMPOSICIÓN DE VALOR DE LOS RECURSOS; TASA MEDIA Y PARTICULAR DE GANANCIA; PROPENSIÓN DE ADQUISICIÓN; IPA.

SUMMARY

Research on acquisitions as a mode of entry is a topic that has not received due attention in the social sciences in Costa Rica. In particular, the administration as an area of study has not ventured into the analysis of procurement in any industry. But the theory of resources (TR's) provides a conceptual and analytical framework that helps to explain this mode of acquisitions from diverse perspectives. This research tries to contribute to the TR's the issue of depreciation as a possible means of entry for acquisitions as a mode of entry. This aspect of acquisitions has not been studied by theories of business, especially by the TR's. The research proposes a model of analysis of the depreciation factor that may influence that mode of entry. This theoretical proposition is tested in the study of acquired private banks in Costa Rica during 2000-2009. The results of this study show the analytical, explanatory and predictive capacity of the suggested model. The banks acquired under study are Interfin S. A, Banex S. A, Uno S. A and Cuscatlán S. A. It extends to the BAC San José S. A, acquired July 15, 2010 as the first case that validates the predictive ability of the model. The study examines the depreciation of fixed resources in the banking sector in order to study its influence on the propensity of acquisition and the effective acquisition as a mode of entry by foreign banks. To this end, the Propensity of Acquisition Indicator (IPA), this seeks to measure the level of the propensity in question. The role of entry *means* of the depreciated resources in the private banking sector in the country is part of market conjunctions (cm): growth, stagnation, recession and depression.

KEY WORDS: RESOURCE THEORY, DEPRECIATION, ACQUISITION, MEANS AND MODE OF ENTRY; MARKET CONJUNCTIONS; VALUE COMPOSITION OF RESOURCES, PARTICULAR AND AVERAGE RATE OF PROFIT; PROPENSITY OF ACQUISITION; IPA.

INTRODUCCIÓN

Las teorías de empresa han analizado el tema de las adquisiciones como *modo* de entrada, desde distintas perspectivas. Entre ellas, la *teoría de los recursos* (TR's) se ha ocupado de la influencia de diversas variables explicatorias. Las investigaciones en ese campo, constituyen un esfuerzo por alcanzar unidad descriptiva, explicativa, analítica y predictiva. Trascienden las manifestaciones puras de las adquisiciones, e incursionan en la esencia de sus causas y efectos. Los factores que motivan la adquisición como modo de entrada, se convierten así en un lugar común para la TR's.

El análisis de la *depreciación de los recursos fijos*, como factor que podría influir en las adquisiciones como *modo* de entrada, se proyecta como un aporte sustantivo para la TR's. La depreciación de los recursos, en tanto transferencia del valor pagado por sus cualidades productivas, ha de ser analizada para determinar su rol en las motivaciones -decisiones y acciones racionales- de las empresas, inherentes a la adquisición de recursos como *modo* de entrada. El carácter estratégico de los recursos depreciados, puede ser resultado de una valoración racional, por parte de la empresa adquiriente. Esos recursos podrían acontecer en *medio* de entrada, en una estrategia de inserción internacional motivada y propulsada por la vía de la adquisición.

Uno de los razonamientos que justifica esta propuesta de investigación, se basa en que *la incertidumbre generada por la volatilidad del ambiente de los negocios internacionales, desempeña un importante papel en la flexibilidad de las estrategias de entrada* (Bukley y Casson, 1998a:22). En coyunturas de mercado (*cm*) de recesión/depresión, las empresas se enfrentan a mayores incertidumbres, pero también a nuevas oportunidades. La flexibilidad de las estrategias de entrada, es consecuencia de motivaciones empresariales racionales propias de esas coyunturas. En recesión/depresión, la volatilidad de la ganancia (*g*) tiende a ser alta, e intensa la competencia internacional. Estos factores obran en *la habilidad para reubicar rápida y fácilmente recursos en respuesta a los*

cambios en el ambiente económico (Bukley y Casson, 1998a:22-23)

No obstante, la volatilidad del ambiente de las empresas y su efecto en la fluctuación de *g*, de su masa ($g_{\text{particular}}$), no son suficientes para explicar la persuasión de los empresarios en torno a las estrategias de entrada flexibles. Para revelar ese fenómeno, es necesario examinar la oscilación de la *tasa* general o media de ganancia (g'_{media}) en el mercado mundial. Ricardo (1977:101-102) destacó que “no es a consecuencia de la extensión de los mercados que sube la tasa de utilidades”, sino de su inversión en aquél país donde $g'_{\text{particular}}$ es mayor. Marx (1986:329) recalcó que “si se envía capital al exterior, ello no ocurre porque sea absolutamente imposible ocuparlo en el interior. Sucede porque en el exterior puede ocupárselo con una tasa más elevada de ganancia”. La razón es que, por sí misma, la competencia acelera e intensifica la fluctuación de $g_{\text{particular}}$ en las empresas. A una misma g'_{media} , incluso una incrementada, en un ambiente volátil de empresas, las de mayor tamaño podrían obtener una $g_{\text{particular}}$ por encima de sus rivales.

Porter (1996:258) retomó esas ideas teóricas, al indicar que *la adquisición de activos baratos* 1) *eleva las ganancias* al 2) *disminuir costes*. La operación implícita en Porter, define $g'_{\text{particular}}$ y no g'_{media} o general en el mercado. Porter habló de una alza en $g_{\text{particular}}$ de la empresa adquiriente de activos baratos, dada g'_{media} en el mercado. Lo que Porter argumentó es que, con las adquisiciones, las empresas enaltecen su competitividad al elevar $g'_{\text{particular}}$ por encima de g'_{media} de mercado. Sin duda, $g_{\text{particular}}$ está en función de los costos globales de producción de una empresa y de la magnitud de g'_{media} . La volatilidad de g'_{media} depende de la intensidad de la competencia, en los distintos mercados. Mientras la baja en g'_{media} motiva en algunas empresas su repliegue de mercados extranjeros (Bukley y Casson, 1998a:22), en otras, consigue instaurar un aliciente de entrada. La caída en g'_{media} puede impeler a la flexibilidad de entrada, la cual es viable concretar por medio de adquisiciones. Ese evento puede tener lugar a causa la necesidad de *tecnologías apropiadas* (Vernon, 1966; Kim y Lyn (1990)

En un ambiente volátil de las empresas, el recurso depreciado puede formar parte del *valor de las opciones reales* (Bukley y Casson, 1998a:22) de una empresa que planea una estrategia de expansión internacional. La razón es que la oscilación de g'_{media} , no depende solo del número de empresas en competencia, sino también de la *intensidad* de la competencia. La competencia tiene como efecto la distribución de la ganancia media (g_{media}) en el mercado, en proporción al valor de los recursos invertidos por cada competidor. Entre los factores determinantes de g'_{media} , destaca el avance de la ciencia y sus aplicaciones, en tanto afecten el desarrollo de las fuerzas productivas del trabajo y, por su medio, de la productividad del trabajo. Estos factores podrían definir la intensidad de la competencia en los mercados.

En ese ámbito, cabe analizar la influencia la depreciación de los recursos fijos, en las adquisiciones como modo de entrada. Esa influencia se manifiesta de manera distinta según cm , en tal modalidad de adquisiciones. Conviene medir la propensión de adquisición de una empresa, como el grado de respuesta de la composición de valor (j) los recursos de una empresa, ante un cambio en d . En general, los recursos depreciados pueden expresar, comparativamente, una más baja j de los recursos de la empresa que los posee (Villalobos, 2005). No obstante, por diversas razones, entre ellas el *uso inadecuado de los recursos* (Bruton et al, 1994:973) o escasez de recursos económicos, en una *empresa en dificultades* (Porter, 1996), los recursos depreciados podrían no constituir una ventaja competitiva en esa empresa. Cuando la competencia se torna más intensa y se estanca la producción de medios de trabajo revolucionados, algunos recursos depreciados pueden contribuir en el alza de $g'_{\text{particular}}$ en las empresas adquirientes.

En recesión/depresión, es posible que algunas empresas enfrenten a una reducción en d y en j . Las empresas que muestran los peores resultados en esos indicadores, pueden acontecer en un recurso estratégico en el contexto de las adquisiciones. En empresas con recursos relativamente depreciados, la pérdida de dinamismo en el mercado, la mayor intensidad de la competencia

y la tendencia a la baja de g'_{media} , pueden inducir la disminución en d y la alza en j . Esos recursos pueden representar una opción real de alto valor, para otras empresas mejor posicionadas en el mercado mundial. Aún cuando no se trate de recursos superiores (Barney, 1991), un recurso depreciado podría devenir en un recurso de alto valor estratégico (Barney, 1986, 1991, 2001). Para la empresa adquiriente, ese recurso puede representar un bajo costo de entrada y una buena oportunidad de elevar su participación en las ganancias de mercado (Porter, 1996).

El tema de la posible *influencia de la depreciación de los recursos fijos* en las adquisiciones como modo de entrada, no ha sido abordado por la teoría de la empresa en general, ni por la TR's en particular. En el ámbito de las adquisiciones, la literatura no ha considerado estudiar el influjo de los recursos fijos depreciados como medio de entrada. En este trabajo se plantea que la depreciación puede ser un factor influyente en las adquisiciones como modo de entrada. Se explora la fortaleza explicativa de esa variable, en el caso de las adquisiciones como modo de entrada en la banca privada en Costa Rica. Interesa plantear, definir y analizar el criterio de propensión de adquisición de una empresa según la influencia de la depreciación en la composición de valor de los recursos. Para medir la propensión de adquisición se propone un Indicador de Propensión de adquisición (IPA). En el apartado siguiente se examina la TR's, con el fin de dilucidar el espacio que los recursos depreciados pueden ocupar en el análisis de las adquisiciones. El tercer apartado incursiona en el contexto de la banca privada y las adquisiciones en Costa Rica, para enmarcar el análisis propuesto. El cuarto apartado está destinado a establecer los aspectos metodológicos pertinentes, que conducen a los resultados analizados en el apartado posterior. Finalmente surgen la discusión, conclusiones y contribuciones así como las limitaciones y orientaciones de la investigación.

TEORÍAS DE LOS RECURSOS Y ADQUISICIÓN

La TR's define a la empresa como un *conjunto de recursos* diferenciados y distribuidos de

manera heterogénea (Barney, 1986). Algunos de esos recursos son calificados de *raros*, *valiosos*, *inimitables* e *insustituibles*. Según esa teoría, tales atributos potencian ventajas competitivas *sostenibles* o duraderas. La escasez de ese tipo recursos, ha llevado a calificarlos de *superiores* (Peteraf, 1993). Se llevan esos atributos de los recursos a tal extremo, que se extiende a las regulaciones legales (Maijoor y Witteloostuijn, 1996). Algunos autores (Grant, 1991; Priem y Butler, 2001; Williamson, 1999) han calificado a la TR's de vaga y tautológica, dado su escaso aporte empírico, sobre todo en mercados dinámicos (Bukley y Casson, 1998a). Se reconoce que las condiciones de mercado en que se adquiere un recurso -principal crítica de Priem y Butler (2001) a Barney (1991), y aceptada por Barney (2001)-, tienen implicaciones para el desarrollo de la estrategia de la firma en los períodos siguientes.

Una adquisición como modo de entrada, se ve influida por *cm*: crecimiento, estancamiento, recesión, depresión. Por más raros, inimitables o insustituibles que sean ciertos recursos, su superioridad puede ser insostenible en recesión/depresión. Puede suceder que para una empresa, la superioridad de los recursos incrementara en vez de disminuir. La superioridad de un recurso cualquiera, *ceteris paribus*, está determinada por su *utilidad* y por su *abundancia relativa*. Cuanto más o menos diversa es la utilidad de un recurso, cuanto más o menos apto es para la producción de un conjunto de mercancías, mayor es su superioridad. En el primer caso, la superioridad del recurso es inversa a la abundancia relativa del recurso mismo y de su oferta. En el segundo, entre más limitada o específica la utilidad del recurso, y en cuanto mayor su escasez relativa, mayor es su superioridad. Los conceptos de *tecnología apropiada* (Vernon, 1966) y *recursos apropiados* (Barney, 1991), refieren al criterio de *utilidad* del recurso tecnológico.

¿Qué ocurre con una marca que puede ser más valiosa cuanto más se utiliza? Una marca es un *recurso intangible*, por tanto no sufre depreciación de su valor. Su mayor o menor utilidad depende de la capacidad innovadora -para lo cual el recurso relevante puede

ser la investigación y el desarrollo- (Barney, 1986), de la empresa que la crea y/o explota. Una marca puede ser usada en una amplia diversidad de productos, sin que transfiera valor alguno por concepto de depreciación. Aquí entra en juego la *reputación* de la marca (Porter, 1980, Barney, 1986), la cual puede constituir un factor de mercado relevante para la reputación de una empresa (Barney, 1986). La reputación de una marca obedece a la calidad del producto que la sustenta, no a la marca *per se*. Una marca con elevada reputación, es un recurso superior debido a su rareza y a su valor para la estrategia de una empresa (Barney, 1986). No obstante, el valor estratégico de una marca puede verse influenciado por las *cm*, y mermando en recesión/depresión.

Barney (1986, 1991, 2001) reconoció que el valor estratégico de un recurso se ve influido por el ambiente competitivo, el mercado específico y las características de la empresa. Porter (1996) señaló la efectividad de un recurso en diferentes circunstancias, mientras Grant (1991) destacó el ambiente externo y Bukley y Casson (1998a) se refirieron al ambiente económico. Estos aspectos se reflejan en el precio de mercado de esos recursos superiores, según sean las *cm*. En este panorama de la TR's, se puede analizar la influencia de los recursos fijos depreciados -maquinaria, equipo, planta e instalaciones, etc.- en las adquisiciones como *modo* de entrada.

Los recursos fijos sólo entran en forma parcial en la formación del costo de los productos, en proporción a su desgaste. Todo cuanto reduce el desgaste de los recursos fijos para un período de producción dado, abarata la mercancía individual al disminuir el desembolso alícuota de capital para ese período (Marx, 1986). La depreciación puede contribuir a neutralizar la caída de g'_{media} en *cm* altamente competitivas. Para Barney (1986:1232), la existencia de un mercado de recursos fijos depreciados, podría tener importantes implicaciones en $g_{particular}$ de las empresas. El volumen de $g_{particular}$ dependerá del costo de esos recursos depreciados (Porter, 1996), lo cual a su vez depende del tipo de recurso fijo, de sus atributos, de las características competitivas

del mercado (Barney, 1986) y de la participación de la empresa en la conformación global de los recursos en ese mercado (Marx, 1986).

En recesión/depresión se torna más intensa la *atracción y disolución* de empresas (Marx, 1984b:778, 781). La adquisición es a la vez atracción/disolución de empresas, un expediente empleado como modo de entrada por otras empresas. El objetivo de la adquisición puede ser eliminar competencia (Marx, 1986; Navin, 2004) diversificar líneas de productos (Navin, 2004), expansión hacia nuevos mercados (Ricardo, 1977; Marx, 1986; Bukley y Casson, 1998a; Navin, 2004), rápido control de la oferta, tecnología o marcas (Bukley y Casson, 1998a; Navin, 2004). No solo es un modo más rápido de inserción internacional (Huang y Kleiner, 2004:54), sino también *más barato* (Marx, 1986:71; Porter, 1996:258). Las adquisiciones pueden ser una herramienta efectiva para obtener ventajas de economías de escala y expansión, y conservar activos complementarios bajo control (Lin et al, 2006:129). También se ha señalado que han llegado a ser el medio principal por el cual muchas empresas pueden rápidamente aumentar ganancias (Huang y Kleiner, 2004:54). Mientras tanto, la perspectiva financiera se sustenta en la idea de creación de valor en término de mercado de valores (Lee y Caves, 1998).

Huang y Kleiner (2004:54) ven en la adquisición “una oportunidad de crecimiento en el largo plazo, dadas las expectativas en el mercado de valores y en la economía o barreras estratégicas, [...] se han convertido en el principal medio por el cual muchas empresas pueden rápidamente ver aumentar sus ganancias”.¹ Agregan esos autores que el “progreso tecnológico y la competencia globalizada, obliga a las empresas a actuar y responder con rapidez” (2004:56). Buckley y Casson (1998a:23) encontraron que “cuando el objetivo de la firma es la maximización de la ganancia, la selección de la estrategia está dirigida por la estructura de ingreso/costo. Este es determinado por el

ambiente de la empresa”. Es la misma idea de Porter (1996), que en última instancia expresa la superioridad de $g'_{\text{particular}}$ sobre g'_{media} , las razones por las que Ricardo (1977) y Marx (1986) justificaron la internacionalización de las empresas.

La palabra adquisición es relativa a lo *útil*, cuando las bondades de los recursos sirven para obtener ganancias. La depreciación es un atributo de los recursos fijos, que revela su utilidad para elevar las ganancias. La adquisición de un recurso depreciado depende de su efecto útil esperado, en el aumento de la ganancia de la empresa adquiriente. En recesión/depresión, muchas empresas experimentan la amenaza de la *repulsión*, y sus recursos depreciados podrían devenir en recursos útiles en esa modalidad de entrada. En tanto recurso útil, la empresa puede ser objeto de atracción/disolución por la vía de la adquisición. La propensión de una empresa de ser adquirida, puede derivarse del influjo de d en j , medida como la razón de sus tasas de variación. La empresa puede acaecer en tanto mercancía, lanzada al mercado en cuanto recurso útil *atraído* por la competencia.

Kim y Lyn (1990:44-47) descubrieron que en 1980-1984, en promedio las firmas extranjeras (Canadá, Japón, Oeste de Europa, entre otras) en los Estados Unidos, reportaron ganancias marginales brutas -ventas *menos* costos variables/ventas- inferiores a las firmas estadounidenses. No obstante, al incorporar los activos fijos -ventas *menos* costos variables-costos fijos/ventas- aquellas mostraron ganancias marginales de operación superiores a las estadounidenses. Deducen los autores que durante ese periodo, las empresas extranjeras en ese país operaban con menor costo fijo y mayor costo variable, que las estadounidenses. Atribuyen esa diferencia a posibles bajos costos de operación o de *menor desvalorización del capital fijo*, a pesar de la intensidad de éste último. Sugieren esos autores que las posibilidades de crecimiento y la expectativa de acceso a tecnologías, llevó a las empresas a invertir en Estados Unidos.

No obstante, la influencia de la *menor desvalorización del capital fijo* -como una de las posibles causas de *menor costo fijo*

1 El interés de estos autores es más bien relativo a problemas de administración de la estrategia, las barreras culturales y estilos y prácticas administrativas.

comparativo- en las mayores ganancias marginales, no ha sido estudiada a profundidad por la TR's. Hay que explorar si esa *menor desvalorización* referida por Kim y Lyn (1990), se debe a que las empresas extranjeras en Estados Unidos adquirieron recursos depreciados como *medio de entrada ventajosa -posibilidades de crecimiento y expectativa de acceso a tecnologías-*.

Una vez dada la proporción en que un recurso transfiere valor al producto, la magnitud de esa parte de valor dependerá de la magnitud de valor del recurso mismo (Marx, 1984b:474). Una investigación en esta dirección, ha de explicar la influencia de los recursos depreciados, en las decisiones de entrada vía adquisiciones. Marx (1986:128) destacó la importancia de "los costos mucho mayores con los que se maneja un establecimiento basado en inventos nuevos, comparado con los establecimientos posteriores que surgen sobre sus ruinas [...] esto llega a tal punto que los primeros empresarios quiebran en su mayor parte, y sólo florecen los posteriores, a cuyas manos llegan más baratos los edificios, maquinarias, etc". Los recursos depreciados pueden ser de gran importancia para las empresas que los emplean como medio de entrada en mercados extranjeros, puesto que un ahorro de recursos fijos aumenta *g' particular* por una parte, y libera capital, por otra (Marx, 1986:71). Un recurso tecnológico depreciado, puede devenir en una *tecnología apropiada* (Vernon, 1966) en *segundas manos* (Buckley y Casson, 1998b:545; Marx, 1986:141).

La depreciación es una propiedad intrínseca de los recursos fijos útiles, pero la obtención de ganancias por su medio, podría ser influida por las *cm* y la revolución en a) las condiciones de producción, b) el modo de producción, c) los procesos de trabajo, d) la economización de trabajo y d) la productividad del trabajo (Marx, 1984b:382-389). El estadio de desarrollo en que se haya la ciencia y sus aplicaciones tecnológicas, la coordinación social del proceso de producción, la escala y la eficacia de los medios de producción, las condiciones naturales [...] Marx (1985:976-983), pueden afectar el carácter útil de un recurso depreciado. El avance tecnológico puede abaratar los medios de producción y hacerlos menos duraderos, *menos*

fijos. Al acelerarse la depreciación, merma el riesgo de obsolescencia de esos recursos. Previo al advenimiento de recursos fijos revolucionados y en *cm* de crecimiento, la depreciación podría operar en ese sentido, cuando esos recursos depreciados pasan a *segundas manos* (Buckley y Casson, 1998b:545; Marx, 1986:141). Bien entrada la *cm* de crecimiento, los recursos fijos perfeccionados, despojan la utilidad de los recursos depreciados aún en funciones (Marx, 1986:140).

Mientras los recursos fijos revolucionados solo aparecen gradualmente, los recursos depreciados pueden ser útiles en la obtención de ganancias, o bien para una estrategia de expansión internacional barata.² El *ciclo productivo* del recurso fijo en operación, puede ser interrumpido por el cambio tecnológico, con lo cual el recurso depreciado se torna obsoleto (Marx, 1986). La ausencia o rezago de cambio tecnológico, permite que el recurso fijo depreciado avance en su ciclo productivo. Porter (1996:258) señaló que *la adquisición de activos baratos* eleva las ganancias al disminuir costes, toda vez que el ritmo del cambio tecnológico no es demasiado rápido. Subrayó el autor la compra de *empresas en dificultades, enfermas* o de *activos liquidados* o *baratos*. En crecimiento y prosperidad económica, la posibilidad de acelerar la depreciación de esos recursos, se acentúa -al operar a mayor velocidad y al estar sometidos a un mayor número de jornadas de trabajo y/o a jornadas de mayor extensión e intensidad-, acortando el tiempo de reemplazo por otros nuevos y más productivos.

Currie (2000:247-248) planteó que "seguido de un período de recesión económica, el mercado de servicios de IT en Norte América y oeste de Europa se fortaleció hacia los últimos años de los 90's [...] Tal parece que las condiciones económicas y los ciclos de crecimiento difieren entre los países [...] las oportunidades existían para los oferentes de más grandes oferentes [...] lo cual era posible por medio de más

2 Ricardo (1977:294) subraya que los descubrimientos de *mejor* maquinaria, "son graduales y operan más bien determinando el empleo del capital que se ahorra y acumula, que desviando capital de su empleo actual".

adquisiciones”. Esta autora pone atención sobre la posible influencia de las *cm*. La *cm* propició el cambio de la legislación, adaptándola para reducir la competencia a las nuevas condiciones del mercado. En ese escenario, los recursos depreciados podrían contribuir en la reducción de costos para las empresas adquirientes. El *costo marginal de producción*, la *tecnología apropiada*, el costo de la mano de obra, la distancia de la localización de la inversión fuera del país de origen, las ventajas de escala (Vernon, 1966), podrían constituir factores influyentes en la adquisición de activos baratos como modo de entrada.³

En Currie es evidente que “excepto en las épocas de prosperidad, los capitalistas se empeñan en una lucha encarnizada por su participación individual en el mercado” (Marx, 1984b:551). También Salama et al (2003:313) resaltaron que “siempre ha habido un sustrato de fusiones, adquisiciones y, incluso, apropiaciones en todas las economías desarrolladas. Sin embargo, la extensión de este proceso depende de lo boyante de la economía”. Para Haspelagh y Jemison (1991) y Salama et al (2003), las adquisiciones pueden ayudar a renovar la posición de una empresa en el mercado, a mayor velocidad que por medio de desarrollo interno. Sin embargo, una economía boyante no es la causa directa del mayor o menor volumen de adquisiciones. No obstante, el *uso inadecuado de los recursos* en una empresa (Bruton et al, 1994:973), y no simplemente el tamaño de la misma (Bruton et al, 1994:975), puede convertirla en apta para la adquisición en *cm* de crecimiento y prosperidad.

Porter (1996:365) recomendó las adquisiciones durante la recesión/depresión, porque permiten *obtener rendimientos potenciales arriba del promedio*, en crecimiento/prosperidad. En cita al pie de página, reseñó ese autor: “En la actualidad, los altos costos percibidos del

ingreso interno, están impulsando a muchas compañías al mercado de adquisiciones” (Porter, 1996:353). Por otra parte, los medios de trabajo depreciados pueden ser parte del *núcleo común de unidad* (Drucker, 1981, 1982) en *empresas relacionadas* (Bruton et al, 1994). Esos recursos pueden representar, en un sentido amplio (Paine y Power, 1984), tecnologías y procesos de producción comunes o no en las empresas, y facilitar el acceso a un mercado común o no a ambas empresas. No obstante, Paine y Power (1984) destacaron algunos estudios que muestran como el *núcleo común de unidad* lleva al éxito de una adquisición como modo de entrada, dadas ciertas *características estructurales de mercado* -ganancia, concentración, crecimiento, participación-.

Se desprende del análisis precedente, que las adquisiciones son frecuentes en *cm* de recesión y depresión. Algunas empresas se ven en dificultades -ingreso neto y retorno declinan-, se tornan en mercancía y devienen en recurso estratégico desvalorizado, por tanto, barato. El estudio de Bruton et al (1994:976) es un reflejo de esas *cm*, puesto que analiza el período 1979-1987, el cual “[...] captura un gran número de adquisiciones [...] y abarca períodos de crecimiento y declinación económica”. Morosini et al (1998:138), citando The Economist (1997), resalta que después del estancamiento temporal durante la recesión económica global de los inicios de los 1990’s, el valor de las adquisiciones internacionales alcanzó un alto record de U.S \$181.7 billones en los primeros nueve meses de 1996. En los períodos de estabilidad relativa o estancamiento, posteriores a las depresiones, las adquisiciones merman su ritmo, pierden fuerza en *cm* de crecimiento y se vuelven casi ausentes en prosperidad.

Currie (2000:248-251), destacó que en los servicios financieros las adquisiciones han llegado a ser un medio efectivo de tratar con la *furia* de la competencia, los esfuerzos de expansión global, el cambio industrial, la diversificación, la reducción de costos, eliminación de la administración inefectiva y elevan la producción y la distancia tecnológica. La TR’s plantea que las adquisiciones *normalmente* son hechas por empresas que *no poseen recursos apropiados*

3 En criterio de Vernon (1966:197), el cálculo del costo marginal de producción, entre otros costos relativos a la localización de una empresa, dependen de las habilidades de los productores para proyectar el costo de producción en un mercado en el cual el factor costos y la tecnología apropiada difiere de las disponibles en el país de origen.

(Barney, 1991). La introducción de la depreciación como factor influyente en las adquisiciones como modo de entrada, matiza esta generalización de Barney. En *cm* de recesión/depresión, cuando el cambio tecnológico se encuentra relativamente deprimido, los recursos depreciados pueden ser de alto valor estratégico como modo de entrada, y las adquisiciones un atajo. Anand y Kogut (1997:456) analizaron una muestra de empresas en el período 1974-1991 -en el cual hubo tres momentos de profunda crisis económica de ámbito mundial-, encontrando que la rivalidad tecnológica y el interés en los recursos tecnológicos, son el principal motivo de entrada por la vía de adquisiciones. Mientras tanto, Reuer et al. (2004) observó que en prosperidad, las participaciones conjuntas y fusiones aparecen como alternativa a las adquisiciones.

La *movilidad* de los recursos depreciados, puede resultar relevante a efectos del análisis de las adquisiciones como modo de entrada. Marx (1984a:196) destacó: “El hecho de que los medios de trabajo estén fijados en un lugar, de que con sus raíces estén metidos en la tierra, le asigna a esta parte del capital fijo un papel propio en la economía de las naciones. No se los puede enviar al extranjero, no pueden circular como mercancías en el mercado mundial. Los títulos de propiedad sobre este capital fijo pueden cambiar de manos, y en esa medida, puede circular idealmente. Estos títulos de propiedad pueden circular incluso en mercados extranjeros, por ejemplo bajo la forma de acciones”. El que una parte fundamental de un recurso útil depreciado esté *enraizada* en un país, podría elevar su valor como recurso estratégico. Cuando la expansión, la diversificación, el control de mercados y la supervivencia, son fundamentales en la estrategia competitiva de una empresa, el recurso fijo útil depreciado y *enraizado* -como en el caso de los yacimientos-, puede ver enaltecido su valor.

Ese hecho da otra connotación a la estrategia internacional de una empresa, propugnando la adquisición como modo de entrada. En cuanto título de valor, ese recurso depreciado circula idealmente, y es posible que su valor real se exprese en un sobre precio en el mercado de acciones. De surgir *información asimétrica*

(Reuer et al, 2004; Seth et al., 2000, 2002), en las acciones se oculta el valor efectivo de esos recursos, y en algunos casos llevaría a *pagos de contingencia*.⁴ En tal circunstancia, la depreciación no se refleja como tal en la onerosidad de los recursos depreciados (Marx, 1986:101). En ese caso, la influencia de la depreciación en las adquisiciones como modo de entrada, es opacada por el fallo de mercado y el mecanismo de contingencia.

Si bien la literatura deja constancia acerca del papel de la adquisición de recursos de *segunda mano* (Marx, 1986; Buckley y Casson, 1998b;) o *activos liquidados* (Porter, 1996), *baratos* (Marx, 1986; Porter, 1996), *desvalorizados* (Marx, 1984a y 1986; Kim y Lyn, 1990) o *depreciados* (Marx, 1984a y 1986), son un medio para elevar las ganancias y disminuir costes (Marx, 1984a y 1986; Kim y Lyn, 1990; Porter, 1996; Buckley y Casson, 1998a; Currie, 2000; Huang y Kleiner, 2004), *obtener rendimientos potenciales arriba del promedio* (Porter, 1996), *facilitar el acceso* (Paine y Power, 1984) o *renovar la posición* (Haspeslagh y Jemison, 1991; Salama et al, 2003) de una empresa en el mercado, representar un *ahorro en recursos fijos y capital* (Marx, 1986), no se ha planteado resolver sobre la posible incidencia de la *depreciación de los recursos fijos*, en las adquisiciones como modo de entrada. Más aún, no se ha generado un indicador que mida la propensión de adquisición que podría enfrentar una empresa en distintos

4 Una situación tal fue descrita por Akerlof (1970) como “el mercado para limones”. La información asimétrica se presenta cuando existe el riesgo de que el vendedor y el comprador tienen información diferente -falsa o incompleta- sobre el valor de un recurso. Se trata de una falla de mercado toda vez que no es perfecto, que normalmente perjudica del comprador. Reuer et al (2004) estudian dos tipos de pagos contingentes en el caso de adquisiciones internacionales, ya analizados por investigadores previos: pago con acciones -el más común- y ganancias diferidas. No son otra cosa que mecanismos usados por los compradores para trasladar a los vendedores los riesgos de la adquisición. Esos pagos son más efectivos cuando la adquisición es vertical y sirve a la introducción de un nuevo producto en el mercado en vez de un fortalecimiento en un negocio específico.

períodos de operación, especialmente en diferentes *cm*.

Esta investigación procede de un estudio teórico (Villalobos, 2010) que se propuso analizar, modelar y explicar, la posible influencia de la depreciación de los recursos, en las adquisiciones como modo de entrada. El presente trabajo tiene como objetivo evaluar y contrastar los resultados teóricos de esa primera investigación, a partir de las adquisiciones de bancos privados en Costa Rica, durante 2000-2009. En este período se inscriben dos *momentos* de recesión/depresión (2000-2002 y 2007-2009) y uno de estancamiento económico relativo (2003-2006). Con base en el indicador de propensión de adquisición (IPA) propuesto, se formulan las siguientes hipótesis que guían la investigación:

1. 'Si $IPA \geq 1$ en una empresa, más propensa puede ser esa empresa, de ser adquirida como modo de entrada por parte de firmas extranjeras'.
2. "Si $IPA \geq 1$ en una empresa, más propensa puede ser esa empresa de ser adquirida en recesión/depresión, como modo de entrada por parte de firmas extranjeras'.

La primera proposición se plantea conocer de manera general, la influencia de *d* en la propensión de adquisición que enfrenta una empresa. La segunda, extiende esa hipótesis al ámbito de las *cm* según períodos definidos. Se busca denotar niveles de propensión de adquisición según *cm*, y precisar en el *momento* de la adquisición.

BANCA PRIVADA Y ADQUISICIONES EN COSTA RICA

El sistema financiero nacional se estableció mediante Ley Orgánica No. 1644, del 25 de setiembre de 1953. La constitución, naturaleza, operaciones y disposiciones que rigen la actividad bancaria, se establece por Ley Orgánica del Banco Central (Asamblea Legislativa, 1995).⁵

5 Ley No.1552 del 23 de abril de 1953 y sus reformas.

Esas leyes permitieron la participación ordenada de la banca privada en el mercado financiero nacional. No obstante, la única empresa existente en ese momento era el Banco Lyon, de origen Inglés-costarricense.⁶ A finales de los años 70's se plantea la discusión relativa a la ruptura del monopolio de acceso a los ahorros del público, para dar espacio a la banca privada. En 1984, con la reforma a la Ley de la Moneda (Asamblea Legislativa, 1951)⁷ la banca privada accede a programas crediticios del Banco Central a igual título que la banca nacionalizada. Para entonces, en el país operaban el Banco Lyon S. A, Bank of America S. A -fundado en 1968 y actualmente BAC-San José S. A-, el Banco de la Construcción S. A -instaurado en 1974-, el Banco de Santander S. A -instituido en 1977 y que pasó a llamarse Banco Fincomer S. A- y el Banco del Comercio S. A -creado en 1979- (Universidad Estatal a Distancia -UNED-, 1997).

En 1981, el Banco Central de Costa Rica autorizó a esos bancos captar recursos por medio de los certificados de depósitos a plazo (Universidad Estatal a Distancia -UNED-, 1997). En ese año ingresan al país el Banco Banex S. A y el Banco Internacional de la Exportaciones S. A. Un año después, entran en operaciones el Banco Cooperativo Costarricense R. L, el Banco Interfin S. A y el Banco Weeden Internacional S. A. En 1984 entran al mercado financiero el Banco BCT S. A y el Banco de Fomento Agrícola S. A. El año siguiente hacen ingreso el Banco de la Industria S. A, el Banco Metropolitano S. A y el Banco Cooperativo de Alajuela R. L. En 1986 hacen presencia el Banco Continental S. A y el Banco Cofisa S. A. En 1987 fueron creados el Banco Mercantil de Costa Rica, el Banco Internacional de Costa Rica S. A y el Banco Germano-centroamericano S. A.

6 Antes de esas leyes, el Banco Lyon, fundado en 1947, no podía captar recursos del público en la modalidad de ahorro a la vista, siendo la principal fuente de recursos los depósitos a plazo. Esas limitaciones se enmarcan en la nacionalización bancaria promulgada en 1948 (Universidad Estatal a Distancia -UNED-, 1997).

7 Ley No.1367 de 1951. Derogada por el artículo 170 de la Ley No.7558, del 3 noviembre de 1995.

A inicios de los 90's, la banca privada asiste a nuevas reformas que favorecen su participación en el mercado financiero nacional.⁸ Se atribuía la ineficiencia y falta de competitividad del sistema financiero nacional, a los altos márgenes de intermediación, inadecuada regulación/supervisión y a la ineficiencia e ineficacia del sistema de pagos y compensación. Además, la banca pública y de derecho público, reflejaban alta morosidad, baja rentabilidad, esquemas de subsidios poco transparentes y desafíos legales/administrativos. El espíritu de esas reformas conlleva a dotar al Banco Central de una nueva ley orgánica -No. 7558-,⁹ que crea además la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF),¹⁰ y se modifica la Ley No.1644 del sistema bancario nacional de 1953 y sus reformas.¹¹ A partir de 1996, la banca privada tiene acceso al redescuento, a los depósitos en cuenta corriente, a captaciones en moneda nacional y extranjera.

La dinámica de inserción de la banca privada en el país se tornó importante a partir del ingreso de BanCrecen S. A. -procedente México- en noviembre de 1994.¹² Hacia el 2005, de los 20 bancos privados registrados en 1995, sobrevivieron 13 -Tabla 1-. Desde entonces, algunos bancos se fundan principalmente en base a declaración de quiebra y fusiones y adquisiciones -tabla 2-. La adquisición del Banco BanCrecen S. A por parte del Banco Banex S. A en el 2002 (PriceWaterhouseCoopers, 2003), agitó el mercado de empresas en el sector financiero (Rojas, 2006).¹³ En 2006 y 2007, se presenta un auge de las adquisiciones como modo de entrada en ese sector.

8 En octubre de 1992, en la Asamblea Legislativa se creó la "Comisión Especial Mixta" que se encargaría de estudiar la problemática del sistema financiero nacional. En abril de 1994 dicha Comisión brindó el Informe Afirmativo de Mayoría señalando los principales problemas y soluciones para una mayor eficiencia y competitividad del sistema financiero (Asamblea Legislativa, Comisión especial nombrada para que dictamine y recomiende la legislación necesaria para modernizar el sistema financiero y bancario nacional -expediente no. 12.040- Informe de mociones presentadas al plenario vía artículo 137 del reglamento de la asamblea Legislativa. "Ley orgánica del banco central" Expediente no. 11.639).

9 Ley Orgánica del Banco Central No. 7558 del 3 de noviembre de 1995. Alcance No. 55 a La Gaceta No. 225 de 27 de noviembre de 1995.

10 Un resumen de los antecedentes de la SUGEF puede leerse en: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/documentos/infgeneral/antecedentes/antecedentes.html>.

11 Ley orgánica del Sistema Bancario Nacional No.1644 del 25 de setiembre de 1953. Publicada en el Diario Oficial "La Gaceta" N.º 219, del 27 de setiembre de 1953.

12 La inserción del Banco BanCrecen S. A en Costa Rica no sólo fue motivada por la expectativa en las reformas financieras en los 90's, sino a un conjunto de factores que modificaron el entorno nacional. Destaca la firma y entrada en vigencia del TLC México-Costa Rica en 1994 y los cambios en el grado de preparación de las políticas e inserción internacional del país (Villalobos y Peraza, 2001).

13 El Banco BanCrecen S. A evidenció dificultades en 1999, con utilidades moderadas -€36 millones- respecto del sector. La situación obligó a la empresa cerrar 19 sucursales y despedir a 110 empleados. Se atribuye el debilitamiento del banco a "una especie de excesivo optimismo de los socios cuando fundaron la entidad en 1994, momento en que pensaron incluso hacerle la guerra a la banca estatal". En criterio de la gerencia "Para entonces, se había suscrito el Tratado de Libre Comercio con México y los inversionistas pensaban que el mercado iba a abrirse mucho más pronto de lo que ocurrió... Las reformas al sistema financiero nacional no se dieron a tiempo, han sido muy lentas. Cuando comenzamos ni siquiera podíamos manejar cuentas corrientes o de ahorros, sino hasta 1996. En contraste, la banca estatal tiene totalmente garantizados los depósitos porque posee una captación del 80%. Esto nos costó una gran rentabilidad" (López, 2001). Banex S. A adquirió por \$6 millones el 100% de acciones de BanCrecen S. A en 2002 (Rojas, 2006).

TABLA 1
EMPRESAS FINANCIERAS PRIVADAS EN COSTA RICA (1995-2010) (SUGEF, 2010).

Existentes 31 de enero de 1995

Banco B.C.T., S. A.	Banco Finadesa, S. A.
Banco B.F.A., S. A.	Banco Fincomer, S. A.
Banco BanCrecen, S. A.	Banco Interfin, S. A.
Banco Banex, S. A.	Banco Internacional de Costa Rica, S. A.
Banco Continental, S. A.	Banco Lyon, S. A.
Banco de Cofisa, S. A.	Banco Mercantil de Costa Rica, S. A.
Banco de la Industria, S. A.	Banco Metropolitano, S. A.
Banco de San José, S. A.	Banco Panamericano, S. A.
Banco del Comercio, S. A.	Banco Solidarista Costarricense, S. A.
Banco Exterior de Costa Rica, S. A.	Citibank (Costa Rica), S. A.

Supervivientes 1995-2005

Banco BanCrecen S. A.
Banco Banex S. A.
Banco BCT S. A.
Banco BFAS S. A.
Banco de San José S. A.
Banco del Comercio S. A.
Banco Finadesa S. A.
Banco Interfin S. A.
Banco Internacional de Costa Rica S. A.
Banco Metropolitano S. A.
Banco Solidario de Costa Rica S. A.
Banco Uno S. A.
Citibank (Costa Rica) S. A.

Ingresados entre 1996-2005.

Scotiabank de Costa Rica S. A.
Banca Promérica S. A.
Banco del Istmo (Costa Rica) S. A.
Banco Elca S. A.
Banco Improsa S. A.
Banco Bantec CQ S. A.
Banco Cathay de Costa Rica S. A.
Banco de Crédito Centroamericano S. A. (BANCENTRO S. A.)

Supervivientes 2005-2010

Banco BCT S. A.
Banco BAC San José S. A.
Banco Cathay de Costa Rica S. A.
Banco Improsa S. A.
Banco Promérica de Costa Rica, S. A. -antes Banca Promérica, S. A.-
Scotiabank de Costa Rica S. A.

Ingresados entre 2005-2010.

Banco HSBC (Costa Rica) S. A.
Banco Lafise S. A.
Banco CMB (Costa Rica) S. A. -antes Citibank (Costa Rica) S. A.-
Banco General (Costa Rica) S. A.
Banco Citibank de Costa Rica S. A. -antes Banco Cuscatlán S. A.-

TABLA 2
SINOPSIS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS
FINANCIERAS PRIVADAS EN COSTA RICA (1996-2007).

Año	Sinopsis de fusiones y adquisiciones
1996	<ul style="list-style-type: none"> • El Banco Scotiabank S. A, procedente de Canadá, adquiere el Banco Mercantil de Costa Rica S.A, fundado en 1987. En 1998 se crea el Banco Scotiabank de Costa Rica. • El Banco Lyon, originario de Inglaterra y primer banco privado fundado en Costa Rica en 1944, adquirido por el Banco del Istmo (Costa Rica) S.A, asentado en Panamá.
1998	<ul style="list-style-type: none"> • El Banco Banex S. A, que inicia operaciones en 1981 amparado en las reformas financieras que permitió a la banca privada la captación de depósitos a plazo, absorbe al Banco Continental S. A, fundado en 1986. • El Banco Cuscatlán S. A, antes BFA y radicado en El Salvador, absorbió al Banco COFISA S. A, fundado en 1986. • Se creó el Grupo Financiero San José, conformado por el Banco San José, BAC Bahamas, San José Valores, Puesto de Bolsa, Sociedad de Fondos de Inversión y San José Pensiones. • El Banco CQ, antes Financiera CQ S. A fundada marzo de 1996, se fusionó con la Financiera Bantec S. A para conformar el Banco Bantec CQ.
1999	<ul style="list-style-type: none"> • Mediante una Oferta Pública de Adquisición (OPA), el Banco Banex S. A absorbió al Banco del Istmo (Costa Rica) S.A, empresa radicada en Panamá y constituida en enero de 1984 en Costa Rica.
2000	<ul style="list-style-type: none"> • El Banco BCT, fundado en 1984, adquirió al Banco del Comercio, establecido en el país en 1979.
2001	<ul style="list-style-type: none"> • El Banco Banex S.A adquirió el Banco Metropolitano de Costa Rica, creado en 1985.
2002	<ul style="list-style-type: none"> • La Corporación Banex S.A. adquiere el Grupo Bancrecen, conformado por el Banco Bancrecen S.A, Valores Bancrecen S.A y Bancrecen Seguros S.A. El Banco Banex S. A deviene en el banco privado más grande del país.
2004	<ul style="list-style-type: none"> • El Banco Improsa S. A, constituido en 1995 a partir de la Financiera Improsa S. A, adquirió el Banco Bantec C.Q.
2005	<ul style="list-style-type: none"> • El Grupo General Electric Capital adquirió el 49.99% de una holding de BAC International Bank, estableciendo una alianza entre GE Consumer Finance y BAC Credomatic.
2006	<ul style="list-style-type: none"> • El Banco Scotiabank S. A. de origen canadiense, adquirió por oferta pública (OPA) el 99.9933% de las acciones comunes con derecho a voto de Corporación Interfin S. A. por \$293,5 millones, adquiriendo el 100% de las acciones del Banco Interfin S. A. La fusión de este banco con Scotiabank Costa Rica S. A, se dio en el 2007 (Deloitte & Touche, S.A., 2007; KPMG S. A., 2009c; Leal, 2006). La Corporación Interfin S. A fue creada en 1979 con el nombre de Corporación Nacional de Finanzas S. A, luego Banco Interfin S. A en 1982. • El Banco HSBC S. A -Hong Kong and Shanghai Banking Corporation- adquirió el Grupo Banex en \$1.170 millones, absorbiendo al banco en ese mismo año (Leal, 2007; Agüero y Fallas, 2009; KPMG S. A., 2009b). El 19 de abril de 2007, Banex S. A pasó a llamarse Banco HSBC Costa Rica S. A. (KPMG, 2009b).
2007	<ul style="list-style-type: none"> • La Corporación Tenedora BAC San José adquirió 100% de las acciones de la Corporación Financiera Miravalles, del Grupo Chileno Altas Cumbres. • La Corporación Financiera BCT absorbió por adquisición la Compañía Financiera de Londres Ltda. • Citigroup Latinoamérica -Citibank Overseas Investment Corporation (COIC)- adquirió la totalidad de las subsidiarias del Grupo Cuscatlán, perteneciente a Corporación UBC Internacional S. A., el 11 de mayo del 2007 y El Grupo Financiero UNO en marzo de 2007. Ambas adquisiciones están fusionadas con el nombre de Corporación Citibank de Costa Rica. En la adquisición del Grupo Cuscatlán, el acuerdo definitivo se dio el 13 de diciembre del 2006 (Sotomayoa, 2006), cerrándose el 11 de mayo del 2007 (KPMG S. A., 2008a). En el caso del Grupo Financiero UNO, el acuerdo definitivo de adquisición se logró el 27 de octubre del 2006, y se cerró el 2 de marzo del 2007 (KPMG S. A., 2008b). La consolidación e integración -fusión por absorción- de los Grupos y sus empresas se dio el 3 de noviembre de 2008 (Fallas, 2008). El Banco Cuscatlán de Costa Rica, S. A., pasó a llamarse en 2008 Banco Citibank Costa Rica, S. A., con el cual absorbe al Banco Uno, S. A. (KPMG, 2009a).

METODOLOGÍA

A efectos de la presente investigación, se definen los conceptos cuyas relaciones lógicas brindan las fórmulas que sustentan el modelo de análisis del rol de la depreciación en las

adquisiciones como modo de entrada. En el caso del sector bancario costarricense, los criterios para el registro de las variables e indicadores contables, están normados por la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF).¹⁴

- P_k = Valor medio de los recursos fijos o medios de trabajo (maquinaria, equipos, planta, instalaciones). En el caso de los bancos objeto de estudio, comprende propiedades, mobiliario y equipo, registrados al costo y neto de depreciación y amortización (por arrendamiento de instalaciones y equipos) acumuladas. Las mejoras significativas a los recursos fijos son capitalizables, en tanto extienden su vida útil. Las reparaciones y mantenimiento que no tienen tal efecto se cargan como gastos directos.
- dk = Valor de depreciación periódica media anual de P_k . Se carga a las operaciones corrientes mediante la técnica de línea recta sobre la vida útil estimada. Para los edificios la vida útil estimada es de 50 años, mobiliario y equipo de oficina en 10 años, los equipos de cómputo y de seguridad en 5 años.
- P_c = Valor de recursos circulantes (materias primas, insumos, etc). Comprende gastos de administración por servicios externos, movilidad, comunicaciones, infraestructura, patentes, impuestos, contribuciones, generales y otros.
- v = Valor medio anual del recurso humano (monto de los pagos a trabajadores). En el caso de los bancos analizados se registra como gastos de personal. Comprende sueldos y bonificaciones del personal permanente, décimo tercer sueldo o aguinaldo, vacaciones, cargas sociales patronales, fondo de capitalización laboral, entre otros.

Con base en la definición de estas variables, se establecen los siguientes indicadores de evaluación:

- r = Valor no depreciado de P_k
 r' = Tasa media acumulada de r
 d = Coeficiente de depreciación
 d' = Tasa media de depreciación acumulada de dk
 j = Composición media del valor global de los recursos -fijo, circulante y variable-
 i = Período de depreciación transcurrido
 IPA = Indicador de Propensión de Adquisición

14 El objetivo de esa entidad es “velar por la estabilidad, la solidez y el funcionamiento eficiente del sistema financiero nacional, con estricto apego a las disposiciones legales y reglamentarias y de conformidad con las normas, directrices y resoluciones que dicte la propia institución, todo en salvaguarda del interés de la colectividad” (SUGEF, 2010). A partir del 1 de enero del 2004 la contabilidad bancaria se rige por las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), implementadas por acuerdo del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASIF).

La ecuación (1) establece r como el *valor no depreciado* -o valor por depreciar- de los *recursos fijos*. Siendo $r = Pk$ cuando los recursos fijos son incorporados al proceso operativo bancario, con $dk = 0$. Una vez los medios de trabajo entran en funciones, r tiende a $r = 0$ a causa de la depreciación periódica por transferencia de su valor al producto o servicio bancario que contribuyen a generar.

$$r_i = \left[Pk \sum_{i=1}^n dk_i \right] \quad (1)$$

La *tasa media acumulada* de r_i se define como r'_i , que ha de mostrar su tendencia a $r' = 0$:

$$r'_i = \left[Pk \sum_{i=1}^n dk_i \right] / Pk$$

O bien su forma simplificada:

$$r'_i = \left[1 \sum_{i=1}^n dk_i / Pk \right] \quad (2)$$

A partir de (2) se plantea la *tasa media de depreciación acumulada* d'_i de los recursos fijos como:

$$d'_i = 1 - r'_i \quad (3)$$

En (3) se establece que conforme r' tiende a 0 por depreciación periódica de los medios de trabajo, d' se aproxima a 1. Al reemplazar (2) en (3), se obtiene:

$$d'_i Pk = \sum_{i=1}^n dk_i \quad (4)$$

Al sustituir (4) en (1) y al operacionalizar, el resultado es:

$$r_i = Pk_i (1 - d'_i) \quad (5)$$

Se puede establecer con el desarrollo precedente, la composición del valor de los recursos globales del banco j :

$$j_i = [Pk_i (1 - d'_i) + P\zeta_i] / v_i \quad (6)$$

En (6) j se modifica según cambie la organización técnica de los recursos, el precio de los mismos y la intensidad de su uso, en diferentes fases del proceso de operación de la empresa. Dados los medios de trabajo, d' varía conforme a la intensidad en su uso, acelerada por su rotación según intensidad y número de jornadas laborales. j tiende a disminuir conforme se reduce r , a causa de la depreciación; o lo que es lo mismo, con el aumento en d' media. La introducción parcial o total de nuevos medios fijos de trabajo (ΔPk) elevaría el valor de j , pero es el ritmo del proceso de producción del banco, el que define la magnitud de d' .

Suponiendo constantes los precios de ζ y el salario del recurso humano, en términos de unidades físicas $P\zeta$ se modifica en proporción a la intensidad o ritmo de uso de los medios de trabajo en cada *cm* y conforme al tamaño del mercado del banco. Mientras tanto, el número de trabajadores podría mantenerse invariable incluso con la extensión de la jornada de trabajo -el establecimiento de horas extras, que induce un alza en v -, o bien se eleva con el aumento en el número de jornadas. Esos hechos cambiarían el valor de j según sea el caso, afectando el precio de costo medio global ρ de los productos o servicios bancarios, para un período dado, por ejemplo un año. Ese precio se define como:

$$\rho_i = dk_i + P\zeta_i + v_i \quad (7)$$

Al despejar $P\zeta_i$ de (6) y al reemplazar en (7), se obtiene ρ_i modificada, que refleja el efecto de j_i según d'_i y dk_i :

$$\rho_i = dk_i + v_i (j_i + 1) - Pk (1 - d'_i) \quad (8)$$

No obstante, en d' se oculta la tasa de depreciación anual efectiva media, la cual tiende a variar de un período de producción al siguiente. Si bien el resultado global será el mismo durante la vida útil del recurso fijo, conviene evidenciar que dk varía conforme a la dinámica de los mercados en distintas *cm*. En (1) se obtiene r_i al deducir dk_i , por tanto se puede estimar d'_i como sigue:

$$d_i = dk_i / r_{i-1} \quad (9)$$

La ecuación (9) permite calcular la tasa de depreciación anual efectiva media, con la cual se modifica (6). No obstante, en el caso de los bancos analizados, ese ajuste se encuentra implícito en los valores contables de las variables pertinentes. En esos casos, Pk_i registra tanto el valor r_{i-1} como el de las nuevas inversiones (ΔPk) del periodo i . Por consiguiente, dk_i es el valor conjunto de la depreciación de r_{i-1} y del recurso fijo adicionado (ΔPk) en el período i . Se puede reescribir (9) como:

$$d_i = dk_i / Pk_i \quad (10)$$

A partir de (6) y (10), se formula el indicador de propensión de adquisición IPA anual medio, o períodos convenientes según *cm*. El IPA define la *razón* de cambios (Δ) porcentuales (%) en j ($\% \Delta j$) y en d ($\% \Delta d$). Tanto j como d se ven afectados por las diferentes circunstancias que conllevan y definen a las distintas *cm*. En sentido estricto *-ceteris paribus-*, el IPA mide el *grado de respuesta* de j ante cambios en d .¹⁵ Debido a la posibilidad de que j contemple cambios en algunos o todos sus componentes, o se vea influido por condiciones de mercado, el signo de IPA puede ser positivo o negativo. Por otra parte, $j > 0$ mientras $0 \leq d \leq 1$, y las tasas de cambio de estas variables pueden oscilar con signo negativo o positivo. Para evitar esas *direcciones* del cambio, se utiliza la expresión matemática 'valor absoluto = |', con lo cual $IPA > 0$. De este modo, el IPA es indicador de la *magnitud* de la propensión de adquisición que enfrenta una empresa en diferentes períodos.

$$IPA_i = |(\% \Delta j) / (\% \Delta d)| = |(\Delta j / j) / (\Delta d / d)| = |\Delta j / \Delta d * d / j| \quad (11)$$

Por conveniencia, en esta investigación se delimitan 3 rangos de IPA, a efectos de precisar la *magnitud* de la propensión de una empresa a ser adquirida:

Rangos IPA	Magnitud del IPA
$0 < IPA < 0,5$	Baja = -
$0,5 = IPA < 1$	Media = ÷
$IPA \geq 1$	Alta = +

Con base en este modelo -que comprende las formulaciones 1 a 11-, se analiza cada uno de los bancos privados regulados por la SUGEF y existentes en 2000-2009. Los valores nominales registrados en los Estados Financieros Auditados de cada uno de los bancos, se deflactaron con base en a) el Índice de Precios al Productor Industrial -sin combustible- IPPI (diciembre 1999 = 100), en el caso de los recursos fijos (Pk) y depreciación (dk) del periodo y acumulada, ingresos, recursos circulantes ($Pç$) y b) el Índice de Precios al Consumidor IPC (julio 2006 = 100) para el gasto en personal o recursos humanos (Banco Central de Costa Rica, 2010).

ANÁLISIS Y RESULTADOS

A. Composición de valor de los recursos en los bancos adquiridos (2000-2009)

Como era de esperar, la organización de los recursos es diferente entre los bancos adquiridos objeto de estudio. Esa organización se ve influida por factores del entorno de la empresa, del mercado del financiero, normativas y regulaciones institucionales, competencia y mercado de recursos. No obstante, la forma específica de la organización de los recursos, marcan la diferencia entre los bancos. Una característica de estos bancos es la intensidad en el uso de recursos humanos, expresada en v . Además, $Pç$ predomina sobre Pk en casi todo el período en estudio -gráficas 1, 3, 5 y 7-. Esa organización de los recursos define el valor de j en cada uno de esos bancos, modificándose según *cm*. El ΔPk se presenta por el cierre o apertura de sucursales, expansión de la empresa, actualización de su valor, reposición y/o renovación de recursos fijos. En esos casos, el aumento en Pk ocurrió principalmente por nuevas inversiones en mobiliario y equipo de oficina y cómputo, según se

15 Se basa en el concepto de elasticidad utilizado en economía para el análisis microeconómico (Bilas, 1993; Ferguson y Gould, 1987).

desprende de los estados financieros auditados. dk representa una fracción periódica y variable de P_k , y refleja el nivel de actividad de la empresa. Si dk se expresa por la distancia entre las líneas P_k y r -gráficas 1, 3, 5 y 7-, entonces $P_k > r$ indica que el cambio en d' - $\Delta d'$ - es menor que $\Delta r'$. Por el contrario, si $P_k < r$, se dice que $\Delta d' > \Delta r'$, y si $P_k = r$ se tiene que $\Delta d' = \Delta r'$.

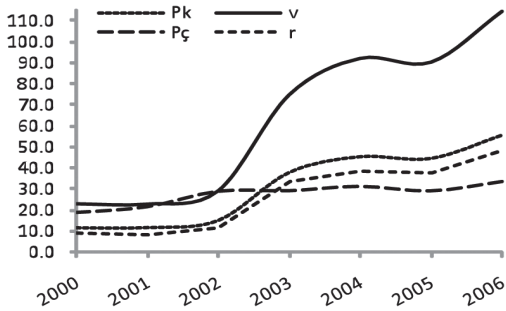
Las gráficas 2, 4, 6 y 8 muestran ese rol de dk en la dinámica operativa de los bancos adquiridos en 2006 y 2007, por medio de j (KPMG, 2000 al 2007). Se denota la relación inversa entre $\Delta d'$ y Δj y su congruencia en las cm durante 2000-2007. En el período de relativo estancamiento económico (2003-2006), d' se mantiene constante o desacelera con altibajos. Esos bancos tenían dificultades para superar el estado de desánimo, arrastrado desde la recesión/depresión del 2000-2002. Un incremento en P_k implicó un aumento en v y, en menor proporción, en P_ζ -gráficas 1, 3, 5 y 7-. En recesión/depresión 2000-2002 y 2007-2009, los bancos registraron un estancamiento o una caída en P_k . Esta resulta de una mayor dk y de la ausencia de nuevas inversiones en P_k . En todos los casos, d' tiende a elevarse en esos períodos, mientras cae en 2003-2006. La variación de d' en los dos primeros períodos, responde a dk en ausencia o escaso aumento de P_k . El aumento en P_k amortigua el alza en d' , toda vez que cm no incite una aceleración de las operaciones bancarias.

La mayor parte de los gastos administrativos es absorbida por v , superando el valor medio anual de P_k y P_ζ . En 2000-2002 los bancos redujeron v , mientras la incrementaron en 2006-2008. De aquí que j refleje valores relativamente estables en el primer período y altos en el segundo. Como tendencia general, la razón P_ζ/v se sobrepone a la de P_k/v , en la de

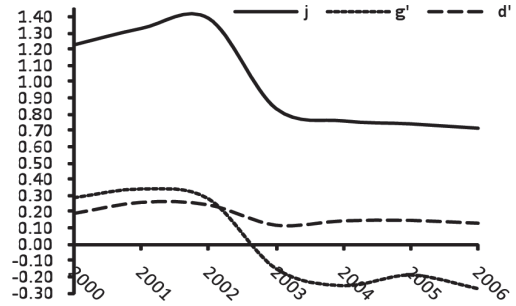
definición de j -gráficas 1, 3, 5 y 7-, lo que explica la importancia relativa de los recursos circulantes -gastos de servicios externos, movilidad y comunicaciones, infraestructura, impuestos, patentes, contribuciones obligatorias y generales-, en el valor de las operaciones de bancarias. En cm de relativo estancamiento 2003-2006, la tendencia de los bancos es a ensanchar P_ζ sobre P_k , mientras reducen esa brecha en épocas de recesión/depresión. La mayor actividad bancaria se sustenta, fundamentalmente, en el consumo de recursos que componen P_ζ y v .

Concomitante a $\Delta d'$, se muestra $\Delta g'$ -gráficas 2, 4, 6 y 8-, cuyo movimiento es *cuasi* paralelo; en algunos casos más ensanchados, en otros más estrechos. Este hecho es lógico, por cuanto dk es un indicador del ritmo de consumo de recursos fijos, que además afecta los niveles de v y P_ζ , modificando j . Cuando se presenta un aumento en j , se debe a incrementos en P_k neto de dk y/o en P_ζ , o bien a la merma de v . Cuando en un banco j está por encima del valor medio en el sector, g' particular tiende a ser menor que g' medio. *Ceteris paribus*, el alza en d' contrarresta esa tendencia de g' a la baja, debido a que reduce j . Cuando j se precipita en algunos de los bancos, pareciera que arrastra a g' por el mismo sendero. No obstante, la caída en g' se debe a un incremento relativo en los costos operativos de la empresa, por encima de los ingresos medios en el mercado financiero. Esta situación revela el estado de ánimo de una empresa en dificultades, en cm poco animadas o de recesión/depresión. En el caso de los bancos en estudio, es evidente su debilidad y pérdida de competitividad, lo cual contribuyó a su adquisición. Las empresas adquirientes, por su parte, enfrentan dificultades para reactivar esos recursos estratégicos.

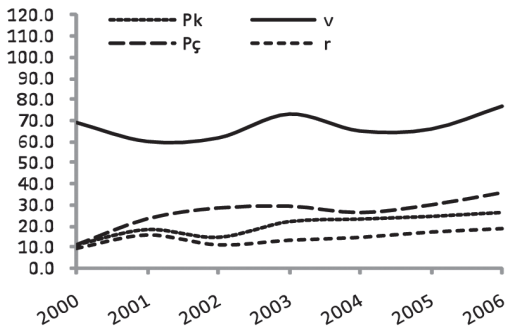
GRÁFICA 1
BANCO INTERFIN S. A. COMPOSICIÓN
DE VALOR DE LOS RECURSOS 2000-2006.
 (MILLONES DE COLONES,
 1999 = 100; V -JULIO 2006 = 100-)



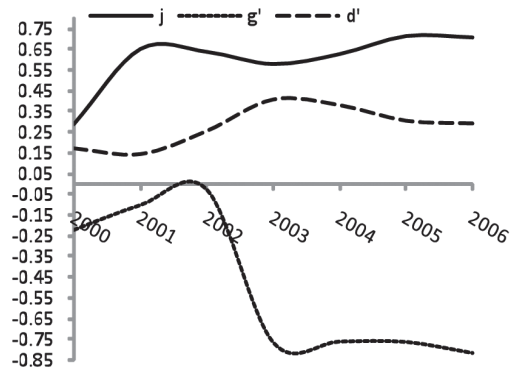
GRÁFICA 2
BANCO INTERFIN S. A. VALORES DE LOS
INDICADORES J, D' Y G' (2000-2006).



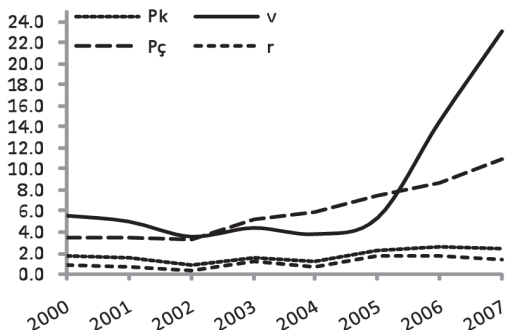
GRÁFICA 3
BANCO BANEX S. A. COMPOSICIÓN
DE VALOR DE LOS RECURSOS 2000-2006.
 (MILLONES DE COLONES,
 1999 = 100; V -JULIO 2006 = 100-)



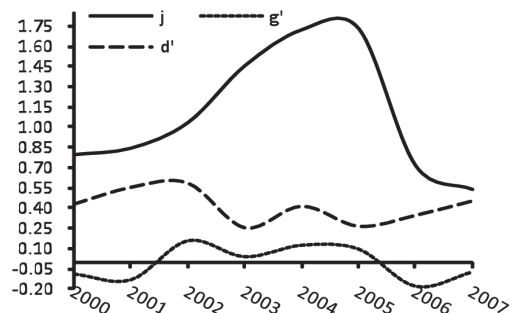
GRÁFICA 4
BANCO BANEX S. A.
VALORES DE LOS INDICADORES J, D' Y G' (2000-2006).



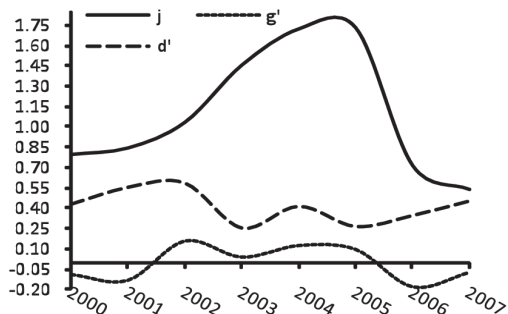
GRÁFICA 5
BANCO UNO S. A.
COMPOSICIÓN DE VALOR DE LOS RECURSOS
2000-2007. (MILLONES DE COLONES,
 1999 = 100; V -JULIO 2006 = 100-)



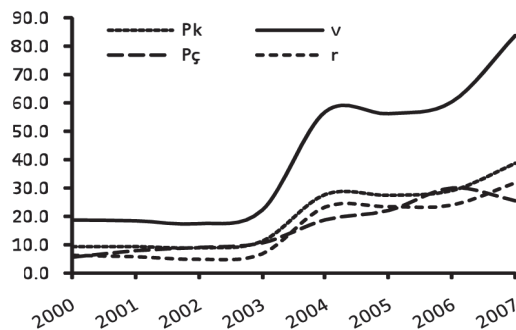
GRÁFICA 6
BANCO UNO S. A.
VALORES DE LOS INDICADORES J, D' Y G' (2000-2007).



GRÁFICA 7
BANCO CUSCATLÁN S. A. COMPOSICIÓN
DE VALOR DE LOS RECURSOS 2000-2007.
(MILLONES DE COLONES,
1999 = 100; V -JULIO 2006 = 100-)



GRÁFICA 8
BANCO CUSCATLÁN S. A. VALORES DE LOS
INDICADORES J, D' Y G' (2000-2007).



B. Panorama del IPA en los bancos adquiridos y no adquiridos (2000-2009)

En los bancos privados en estudio, una caída o alza en j , no siempre corresponde a un incremento o decremento en g' . La caída o estancamiento en g' , también está relacionada con un alza desproporcionada en v . La dificultad para reducir v en situaciones de mercado inestable, deprime g' . Esos bancos soportan un j muy por encima del valor medio de ese indicador en el sector. Con relativa frecuencia las empresas modifican la organización de los recursos, realizan mejoras y reponen activos -equipos, infraestructura, instalaciones, mobiliarios, etc.- o introducen innovaciones, todo lo cual afecta j . Estas circunstancias se ven modeladas por las cm , expresando diferencias entre P_k y r , y afectando la dinámica de g' a través de d' . Los bancos privados en Costa Rica se ajustan a esta dinámica, por lo que explicar su adquisición por parte de empresas extranjeras mediante la influencia de d , exige un análisis riguroso.

El mercado de bancos de *segunda mano* (Buckley y Casson, 1998b; Marx, 1986) o *baratos* (Marx, 1986; Porter, 1996), en tanto *recursos estratégicos* (Barney, 1986; 1991) que pasan a formar parte del *núcleo común de unidad* (Drucker, 1981) en *empresas relacionadas* (Bruton et al, 1994), adquiere forma en Costa Rica a mediados de la primera década del siglo XXI. La sentencia de Currie (2000), acerca de que los bancos más aptos en las peores condiciones de

mercado absorben a los menos competentes, cobra vida en el país. El *uso inadecuado de los recursos* (Bruton et al, 1994) en estos casos, se refleja en j , d' y g' . En esta sección se realiza un análisis de la situación de los bancos privados adquiridos durante 2000-2009, a efecto de conocer la influencia de d en el IPA.

En la gráfica 9 se presentan las tendencias del IPA anual para el conjunto de bancos privados -adquiridos (identificados con asterisco '*') y no adquiridos-, existentes en el país durante 2000-2009. No obstante, este apartado se concentra en los bancos adquiridos en ese período, analizando cada caso hasta el año de la adquisición. A efectos de entrever la situación de los bancos adquirentes respectivos, se evalúa el IPA antes y después de la adquisición.

B.1. Interfin S. A y Banex S. A (IPA 2000-2006)

En el año 2006, los bancos adquiridos fueron Interfin S. A y Banex S. A. El primero muestra una elevada volatilidad del IPA anual en ese período -gráfica 9-. Entre 2001-2003, esa empresa mostró un IPA de 'magnitud media' $-0,5 = IPA < 1-$, muy cercano a la unidad entre 2002-2003 -gráfica 9-. A pesar de una mejora entre 2003-2004, ese indicador se elevó hasta $IPA = 1,443$ hacia el 2005, inducida principalmente por la caída en v -gráfica 1-. El año siguiente el indicador disminuyó nuevamente

a IPA = 0,318, siendo la causa primordial la fuerte alza en v -gráfica 1-. Durante 2002-2006, ese banco registró una tendencia negativa en g' -gráfica 2-. El IPA medio de Interfin S. A en 2000-2006, es el más elevado -IPA = 4,593- del conjunto de bancos privados existentes en el país -gráfica 10.1-.

En el caso de Banex S.A, se observa un IPA = 7,595 en el año 2001-gráfica 9-, explicada por un incremento desmedido en j respecto de una fuerte caída en d' , acompañadas de una g' negativa -gráfica 4-. En 2001-2003, ese banco aceleró d' -gráfica 4-, lo que implicó una caída en j apenas sostenida por un leve aumento en P_k y una alza en v -gráfica 3-. En 2002, g' se hundió abruptamente en ese banco. No obstante, en 2003-2006 la empresa realizó nuevas inversiones en P_k , mientras d' se precipitaba y g' se mantenía hundida -gráfica 4-. En 2004 el IPA vuelve a mostrar una alta vulnerabilidad de Banex S. A, frente a una amenaza de adquisición. La causa fundamental fue una caída en v y P_c , y un leve aumento en P_k -gráfica 3- amortiguado por un desplome en d' -gráfica 4-. Banex S. A vuelve a mostrar una mejora en IPA en 2005 (0,695) y 2006 (0,217) -gráfica 9-. No obstante, en esa empresa g' empeoró en esos años -gráfica 4-. En general, la dinámica del IPA 2000-2006 denotó que Banex S. A enfrentaba una alta propensión a ser adquirido -gráfica 10.1-.

B.2. *Uno S. A y Cuscatlán S. A (IPA 2000-2007)*

Ambas empresas fueron adquiridas por Citibank S. A en 2007, poco después de que Uno S. A fuese absorbido por Cuscatlán S. A. en 2007 (Leal, 2008). Uno S. A mostró IPA = 4,008 entre 2001-2002, el cual disminuyó abruptamente en 2002-2005 -gráfica 9-. En estos años j alcanzó niveles muy elevados -gráfica 6-, debido principalmente a un acelerado aumento en P_c -gráfica 5- y la tendencia fluctuante pero bajista en d' -gráfica 6-. No obstante, la empresa mostró dificultades, con lo cual IPA = 1,901 en 2006. La causa de este hecho fue el crecimiento vertiginoso en v y sostenido en P_c -gráfica 5-, y la recuperación en el crecimiento de d' -gráfica 6-. No obstante, en 2005-2006 g' se

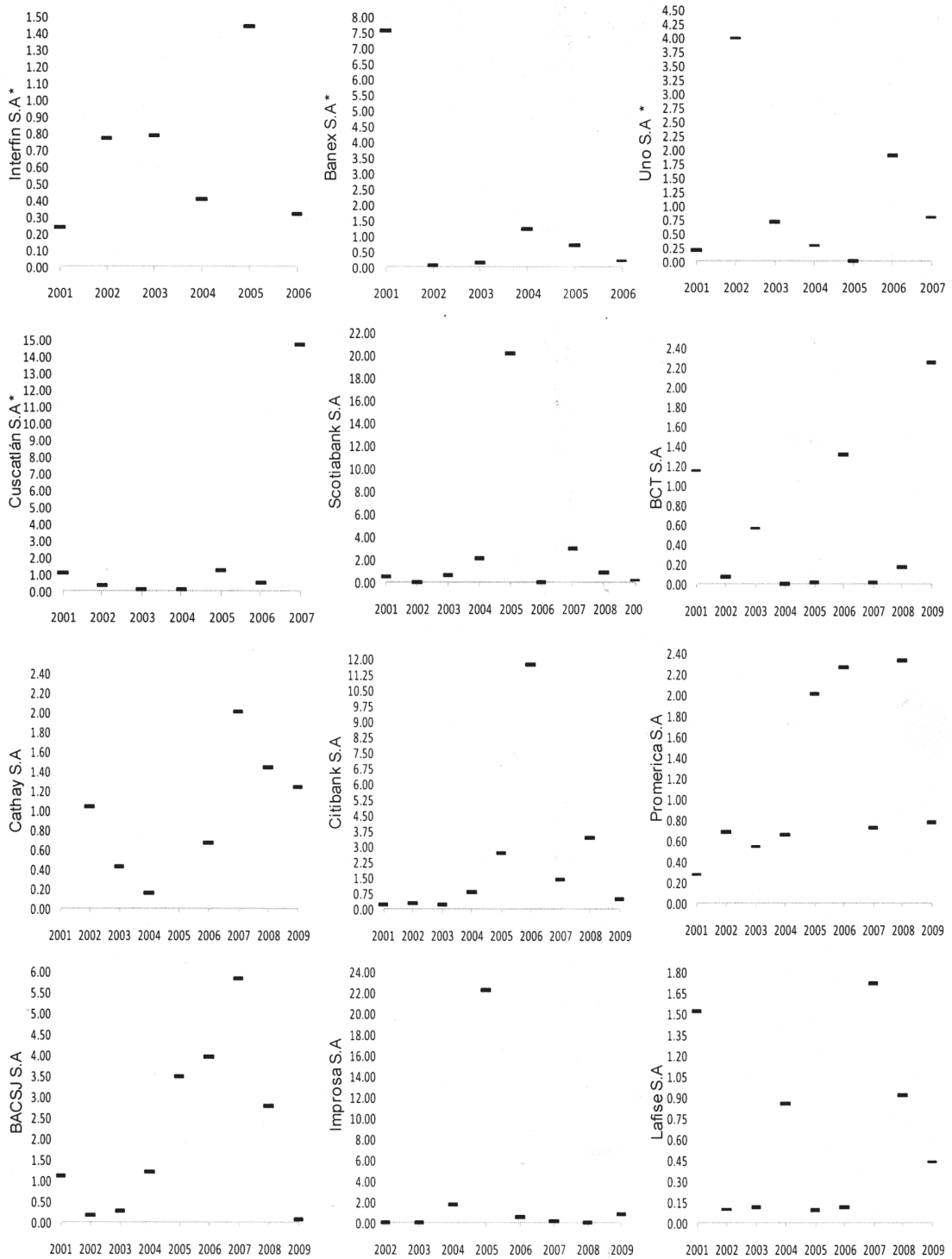
precipita tornándose negativa en 2006 -gráfica 6-. En 2007 IPA = 0,8011 en dicha empresa, el cual roza el nivel superior de IPA media. A las condiciones del 2006, se coliga en 2007 una leve caída en P_k -gráfica 5- mientras g' tiende a mejorar -gráfica 6-. IPA 2000-2007 medio (0,074) en Uno S. A, es apenas superior a la media del conjunto de bancos privados -gráfica 10.2-. Es muy posible que en la adquisición de esa empresa en 2007, pesara los valores IPA en 2006 y 2007, cuya media es 1,351.

En el caso de Cuscatlán S. A, se tiene que IPA > 1 en 2001 (1,064), 2005 (1,283) y 2007 (14,773), mientras es menor a la unidad en los otros años del período 2000-2007. En esa empresa IPA 2000-2007 = 0,527, semejante al de BACSA S. A y Cathay S. A -gráfica 10.2-. Cuscatlán S. A muestra un j relativamente estable en ese período, debido en lo fundamental a una variación proporcional en sus componentes. Sin embargo, d' declina desde 0,45 en 2002 a 0,18 en 2007, lo que contribuye al alza en IPA desde IPA = 0,535 en 2006 a IPA = 14,773 en 2007 -gráfica 10.2-. Este último valor IPA en Cuscatlán S. A, posiblemente se debe a la absorción de Uno S. A. No obstante, restando de IPA = 14,773 de Cuscatlán S. A en 2007, el IPA = 0,8011 de Uno S. A en ese mismo año, el residuo es IPA = 13,972. Es posible que este valor IPA influyó de manera significativa, en la adquisición de Cuscatlán S. A por parte de Citibank S. A., en 2007.

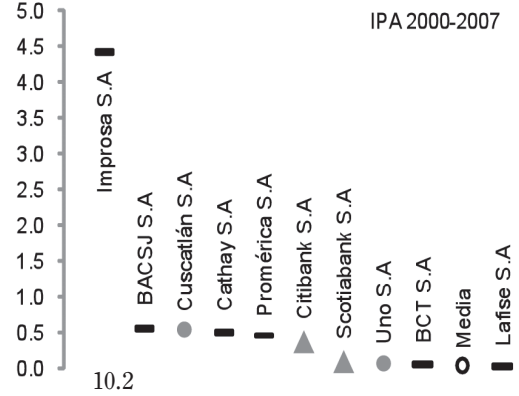
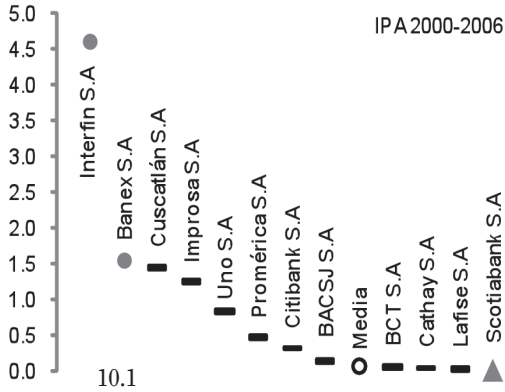
B.3. *Consecuencias de las adquisiciones en los bancos adquirientes*

A este nivel del análisis de resultados, es posible ensayar algunas conclusiones tentativas, en relación con las consecuencias de las adquisiciones en los bancos adquirientes. En esos bancos, se observa un importante cambio en IPA el año siguiente de la adquisición. Scotiabank S. A (Interfin S. A y Banex S. A) ve aumentado IPA desde un nivel casi cero (IPA = 0,005) en 2006 a IPA = 2,978 en 2007 -gráfica 9-. Esa alza en IPA puede ser explicada por el incremento en los componentes de j -gráfica 11-. La caída en d' en 2000-2005 -gráfica 12-, influyó en los resultados, evidente en el nivel casi invariable de r -gráfica

GRÁFICA 9
COSTA RICA. IPA ANUAL DE LOS BANCOS PRIVADOS ADQUIRIDOS (*) Y NO ADQUIRIDOS (2000-2009)



GRÁFICA 10
 COSTA RICA. IPA MEDIO DE LOS BANCOS PRIVADOS ADQUIRIDOS (*),
 NO ADQUIRIDOS, ADQUIRIENTES (▲) Y MEDIA (*). (2000-2006 Y 2000-2007)

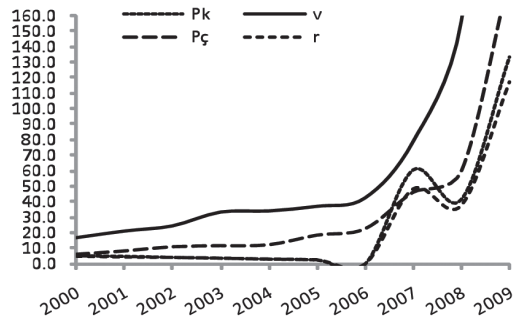


11-. Además, después de las adquisiciones, la tendencia negativa de g' se mantiene en esa empresa -gráfica 12-.

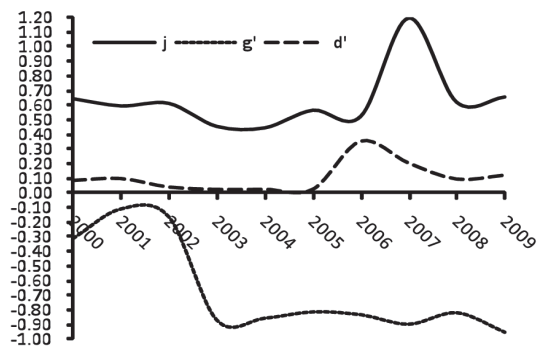
En 2005-2006, ese banco logró elevar d' desde 2,5% a un 36%, perdiendo ritmo hacia el 2009 -gráfica 12-. Ese desplome en d' , aunadas el aumento en P_k -debida principalmente a las adquisiciones en 2007- y el alza pronunciada en v y P_ζ -gráfica 11-, inducen un ascenso en j -gráfica 12- en dicha empresa. Estos factores mediaron en mejorar IPA a 0,8378 en 2008 y a 0,194 en 2009 -gráfica 9-. Antes de adquirir Interfin S. A y Banex S. A, Scotiabank S. A. mostró un IPA 2000-2006 = 0,01 -gráfica 10.1-, mientras que con la adquisición IPA 2000-2007 = 0,092 -gráfica 10.2-. IPA 2000-2008 = 0,056 -gráfica 13.1- e IPA 2000-2009 = 0,059 -gráfica 13.2-, reveló un leve progreso en el IPA medio en ese banco. Se puede argüir, que la adquisición de Interfin S. A y Banex S. A., resultó favorable a Scotiabank S. A.

En general, la composición de valor en Citibank S. A muestra gran variabilidad en 2000-2009, evidente en la oscilación de j -gráfica 14-. En 2000-2007, en esa empresa v creció suavemente, mientras declinó la inversión en P_ζ y P_k -gráfica 14-, razón por la que j mantiene su tendencia media a la baja -gráfica 15-. La elevada d' en 2003-2007 -gráfica 15-, refleja un consumo a la baja en P_ζ y un alza moderada en v -gráfica 14-.

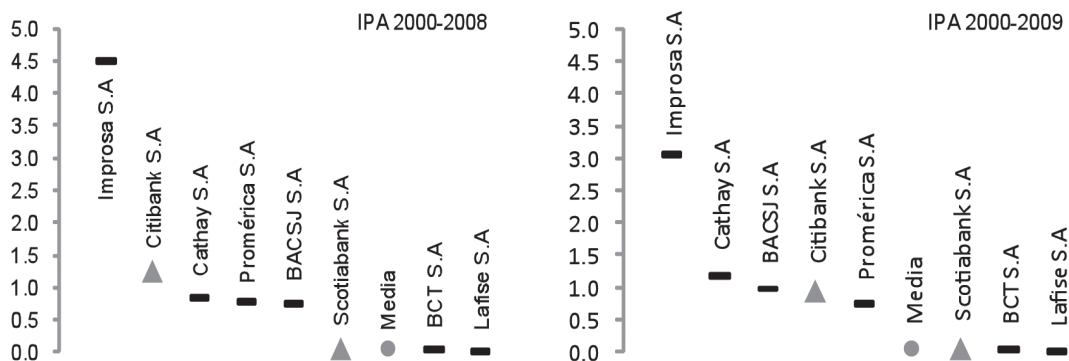
GRÁFICA 11
 BANCO SCOTIABANK S. A. COMPOSICIÓN DE VALOR
 DE LOS RECURSOS 2000-2009
 (MILLONES DE COLONES,
 1999 = 100; V - JULIO 2006 = 100-)



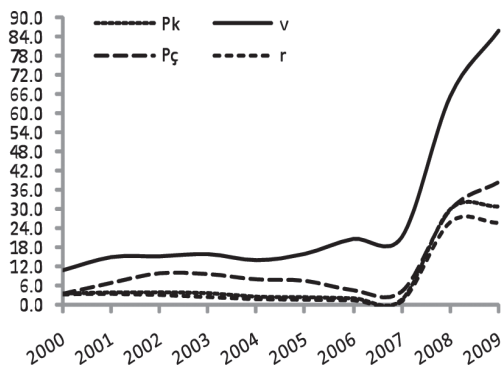
GRÁFICA 12
 BANCO SCOTIABANK S. A.
 VALORES DE LOS INDICADORES J, D' Y G' (2000-2009)



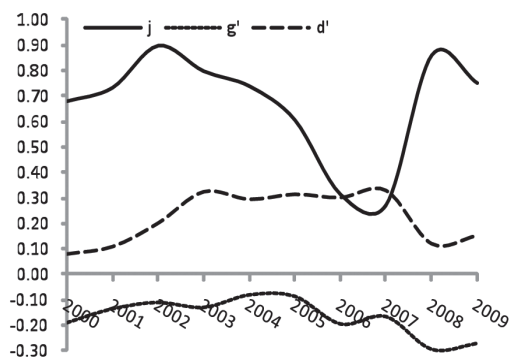
GRÁFICA 13
 COSTA RICA. IPA MEDIO DE LOS BANCOS PRIVADOS EXISTENTES, ADQUIRIENTES (▲) Y MEDIA (*).
 (2000-2008 Y 2000-2009)



GRÁFICA 14
 BANCO SCOTIABANK S. A. COMPOSICIÓN DE VALOR
 DE LOS RECURSOS 2000-2009
 (MILLONES DE COLONES,
 1999 = 100; JULIO 2006 = 100-)



GRÁFICA 15
 BANCO CITIBANK S. A.
 VALORES DE LOS INDICADORES J, D' Y G' (2000-2009)



Previo a la adquisición de Uno S. A y Cuscatlán S. A, Citibank S. A mostró IPA 2000-2006 = 0,316 -gráfica 10.1- y IPA 2000-2007 = 0,373 -gráfica 10.2-. En esos períodos, a la víspera de la recesión/depresión, el IPA se elevó cerca del 15% en esa empresa. Luego de la adquisición y absorción, IPA 2000-2008 = 1,252 -gráfica 13.1- e IPA 2000-2009 = 0,934 en esa empresa -gráfica 13.2-. El IPA medio de ese banco, se agravó con la fusión por absorción, a partir de las adquisiciones. Respecto de 2007, con la absorción de Uno S.A y Cuscatlán S. A, el valor IPA de Citibank S. A creció 134% en 2008. Sin

embargo, en el 2009 el banco había disminuido IPA en un 86% con respecto de 2008, alcanzando el mejor nivel desde 2006 -gráfica 9-.

Esos resultados permiten concluir que Citibank S. A, se vio favorecido con la adquisición y absorción de Uno S. A y Cuscatlán S. A. No obstante, Scotiabank S. A obtuvo mejores resultados que Citibank S. A en términos de IPA -gráficas 9, 10.1, 10.2, 13.1 y 13.2-. En ambos casos, $0 < IPA < 0,5$ en 2009. Sin embargo, en Citibank S. A IPA es muy próximo al valor superior de ese rango, mientras en Scotiabank S. A es adyacente al extremo inferior.

C. Análisis del IPA en los bancos adquiridos según *cm*

En este apartado se analiza IPA según períodos de *cm*, con el fin de evaluar los bancos adquiridos y las consecuencias en los bancos adquirentes. Se examina la propensión de esos bancos, a ser adquiridos como modo de entrada de firmas extranjeras. Se analiza, *ceteris paribus*, la influencia del cambio en *d* sobre *j* para los períodos de recesión/depresión 2000-2002 y 2007-2009, y el período de estancamiento relativo 2003-2006 -cuadro 1-. Con el propósito de permitir establecer comparaciones dentro del conjunto de bancos privados del sector durante esos períodos, se presenta en el cuadro 1 los indicadores para los bancos no adquiridos.

C.1. Recesión/depresión 2000-2002

En 2000-2002, Interfin S. A¹⁶ muestra un incremento en *j* y *g'*, mientras *d'* tendía a declinar -gráfica 2-. En ese período, en esa empresa *j* superaba la media del sector y *g'* destacaba respecto de la competencia. Durante esos años, *v* se encontraba estancada, *Pç* creció lentamente

16 El Banco Interfin S. A, fundado en 1982, se posicionó como banca de empresas e incurrió en el mercado de arrendamientos en Centroamérica y Panamá. Mostró una amplia participación en el mercado de valores por medio de puesto de bolsa y forjó una sociedad de fondos de inversión, una operadora de pensiones y un banco off shore domiciliado en Bahamas de nombre Transamerica Bank and Trust Company (Citibank, 2009).

CUADRO 1
VALORES MEDIOS DE LAS VARIABLES *J*, *D* E IPA PARA LOS BANCOS PRIVADOS ADQUIRIDOS Y NO ADQUIRIDOS, SEGÚN PERÍODOS DE *CM* 2000-2002, 2003-2006 Y 2007-2009

Bancos adquiridos	Períodos <i>cm</i>	Variables del modelo		IPA		Bancos no adquiridos	Períodos <i>cm</i>	Variables del modelo		IPA	
		<i>j</i>	<i>d</i>	$ \Delta\%j/\Delta\%d $	Signo			<i>j</i>	<i>d</i>	$ \Delta\%j/\Delta\%d $	Signo
Interfin S.A.	2000-2002a/	1.3132	0.2271	-		Scotiabank S.A.	2000-2002	0.6202	0.0748	-	
	2003-2006b/	0.7628	0.1352	1.0363	+		2003-2006	0.5009	0.1075	0.4412	-
	2007-2009a/	-	-	-			2007-2009	0.8257	0.1410	2.0788	+
Banex S.A.	2000-2002	0.5069	0.1868	-		BCT S.A.	2000-2002	0.6122	0.5198	-	
	2003-2006	0.6597	0.3428	0.3607	-		2003-2006	0.3560	0.0816	0.4965	-
	2007-2009	-	-	-			2007-2009	0.3410	0.1605	0.0436	-
Uno S.A.	2000-2002	0.8866	0.5182	-		Cathay S.A.	2000-2002	1.0004	0.2676	-	
	2003-2006	1.4013	0.3167	1.4935	+		2003-2006	1.0895	0.3078	0.5936	÷
	2007-2009	0.5343	0.4490	1.4819	+		2007-2009	0.6414	0.2766	4.0648	+
Cuscatlán S.A.	2000-2002	0.7398	0.3858	-		Citibank S.A.	2000-2002	0.7691	0.1315	-	
	2003-2006	0.8157	0.2189	0.2370	-		2003-2006	0.6134	0.3091	0.1500	-
	2007-2009	0.6906	0.1788	0.8366	÷		2007-2009	0.6273	0.2018	0.0652	-
a/ Recesión/Depresión	b/ Estancamiento relativo	IPA = Indicador de Propensión de adquisición:	Rangos IPA:	Mayor de 0 a menor de 0,5 = (-) = Baja		Promerica S.A.	2000-2002	0.8858	0.2581	-	
				0,5 a menos de 1 = (+) = Media			2003-2006	0.6781	0.4254	0.3616	-
				1 a más = (+) = Alta			2007-2009	0.5852	0.3655	0.9734	÷
BACSI S.A.	2000-2002	1.1090	0.1891	-		Improsa S.A.	2000-2002	0.3587	0.2817	-	
	2003-2006	1.0483	0.2440	0.1886	-		2003-2006	0.4802	0.2469	2.7403	+
	2007-2009	0.6038	0.2544	9.9644	+		2007-2009	0.6099	0.2724	2.6104	+
Lafise S.A.	2000-2002	0.7485	0.0713	-		Lafise S.A.	2000-2002	0.7485	0.0713	-	
	2003-2006	0.7825	0.1536	0.0394	-		2003-2006	0.7825	0.1536	0.0394	-
	2007-2009	0.5799	0.3806	0.1753	-		2007-2009	0.5799	0.3806	0.1753	-

y la brecha entre P_k y r se estrechaba -gráfica 1-. En promedio, en ese período Interfin S. A. mostró $j = 1,313$ y $d = 0,227$ -cuadro 1, gráfica 16-. En ese banco, IPA desmejoró al elevarse de $IPA = 0,238$ en 2001 a $IPA = 0,775$ en 2002, elevándose en 225% -gráfica 9-. La empresa enfrentaba una propensión de adquisición media ($0,5 < IPA < 1$) en 2002. Durante ese período de recesión/depresión, el banco mostró una $g' = 0,30$, siendo en el conjunto de los bancos privados del país, el único con un valor positivo en ese indicador -gráfica 16-.

En el caso Banex S. A., experimentó en 1998 su primera fusión con el Banco Continental S. A. La Corporación Banex de Costa Rica fue adquirida en el año 1999 por el Banco del Istmo de Panamá, empresa que pagó \$101 millones por el 75% de las acciones. La Corporación Banex se conformaba de 9 empresas, entre ellas el banco Banex S. A. (AFP, 1999). En ese mismo año, Banex S. A. se fusionó con el Banco del Istmo, en el 2000 con Banex Inversiones S. A., en el 2001 con el Banco Metropolitano S. A. y en el 2002 adquiere del Banco Continental y el Banco BanCrecen S. A. En 2000-2002 Banex S. A. registró $j = 0,507$ y $d = 0,187$ como valores medios -cuadro 1, gráfica 16-. En 2001 esa firma presentaba $IPA = 7,595$ e $IPA = 0,062$ en 2002 -gráfica 9-, precipitándose dicho indicador en -1%. En ese último año, Banex S. A. mostró baja propensión de adquisición ($0 < IPA < 0,5$). No obstante, en esa empresa g' fue negativa durante este período de recesión/depresión.

En cuanto a Banco Uno S. A., en ese período de recesión/depresión, los valores medios de $j = 0,887$ y $d = 0,518$, siendo este último el más alto entre los bancos adquiridos del sector -cuadro 1, gráfica 16-. No obstante, en el 2002 era también el banco con el más elevado IPA del conjunto de bancos privados del país -gráfica 9-. Ese indicador creció vertiginosamente durante la recesión/depresión 2000-2002, mostrando esa firma una alta propensión de adquisición en 2002.

Cuscatlán S. A. logró solventar los embates de la recesión/depresión en 2000-2002, mostrando un $IPA = 1,064$ en 2001 e $IPA = 0,342$ en 2002. Estos resultados se deben a una

proporcionada y estable relación entre $j = 0,740$ y $d = 0,386$, en tanto valores medios del período -cuadro 1, gráfica 8-. Entre los bancos adquiridos, Cuscatlán S. A. mostró una acelerada y sostenida recuperación en g' durante ese período de recesión/depresión -gráfica 8-.

En resumen, entre los bancos adquiridos, Interfin S. A. y Cuscatlán S. A. mostraron un bajo IPA en la recesión/depresión 2000-2002. Mientras tanto, en ese período el IPA no fue favorable en Uno S. A. y Banex S. A. -gráfica 9-. Los valores medios de IPA en 2001-2002 fueron, orden ascendente, $IPA = 0,507$ en Interfin S. A., $IPA = 0,703$ en Cuscatlán S. A., $IPA = 2,109$ en Uno S. A. e $IPA = 3,828$ en Banex S. A. Estos dos últimos bancos se tornaban en un recurso estratégico para la adquisición como modo de entrada. No obstante, ese evento no tuvo lugar en esa *cm* particular.

C.2. Estancamiento relativo 2003-2006

La latente amenaza de adquisición de recursos estratégicos en el sector financiero privado en el país, arremete contra Banex S. A. en 2003-2006. En el período anterior, esta empresa mostraba alta propensión de adquisición, según se desprende del análisis precedente. En 2003, esa empresa recibió del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-, un crédito por \$29 millones, destinado a préstamos residenciales (PriceWaterhouseCoopers, 2004). En ese año, Banex S. A. reveló un $IPA = 0,154$ -150% superior al del 2002-, que creció a $IPA = 1,235$ en 2004 -gráfica 9-. Ese banco no había resuelto las dificultades del período de recesión/depresión 2000-2002, acentuando su propensión de adquisición. En 2005 el banco obtuvo un segundo crédito por \$40 millones a cinco años plazo, esta vez de la Corporación Financiera Internacional, entidad del Banco Mundial (PriceWaterhouseCoopers, 2006). El fin de este crédito fue diversificar las fuentes de fondos y apoyar la expansión financiera del banco, en especial en operaciones hipotecarias (Gómez, 2005). En esta oportunidad, la empresa logró reducir IPA a 0,695 en 2005 y 0,216 en 2006 -gráfica 9-.

Entre 2000-2002 y 2003-2006, en Banex S. A j y d denotan un importante crecimiento paralelo, mientras g precipitó su caída negativa -gráfica 16-. En el conjunto de bancos privados existentes en el país, en 2003-2006 Banex S. A registró IPA = 0,361 como valor medio -cuadro 1, gráfica 17-. En ese período, sólo Improsa S. A, Uno S. A e Interfin S. A, se mostraban con un IPA > 1. Cathay S. A era el único banco con $0,5 < \text{IPA} < 1$, mientras en los demás bancos $0 < \text{IPA} < 0,5$ -gráfica 17-. No obstante, es posible que el valor medio del IPA en 2000-2002 -cuadro 1-, la caída pronunciada en g a una tasa cada vez más negativa entre períodos -gráfica 16- y la víspera de la recesión/depresión en 2007, influyeran en la decisión de venta de Banex S. A. en 2006.

En 2006, HSBC S. A -Hong Kong and Shanghai Banking Corporation- adquirió el Grupo Banex en \$1.170 millones, absorbiendo a Banex S. A en ese mismo año (Leal, 2007; Agüero y Fallas, 2009; KPMG S. A., 2009b). El 19 de abril de 2007, Banex S. A pasó a llamarse Banco HSBC Costa Rica S. A. (KPMG, 2009b). En el momento de la adquisición y absorción de Banex S. A, se incubaba otra cm de recesión/depresión mundial. En 2007, HSBC S. A. enfrentaba problemas financieros, a causa de hipotecas de alto riesgo (Goldfarb y Beales, 2009). Además, en 2009 ese banco realizó ajustes de recurso humano al nivel internacional, reduciendo 24 plazas en Costa Rica. La justificación fue "cambios en los perfiles por nuevas estrategias del grupo" (Agüero, 2009).

Interfin S. A fue el segundo banco privado en el país, en constituirse en recurso estratégico para la adquisición en 2006. Esta empresa mostró un deterioro en los valores medios de j , d' y g' durante 2003-2006, respecto de 2000-2002 -cuadro 1, gráfica 16-. En ese período, d medio cayó -155% y j media en -40% -cuadro 1-, indicando una importante pérdida de dinamismo en la empresa-. El aumento desmedido en v y la falta de inversión en $P\zeta$ -gráfica 1-, precipitó g' media en -239% -gráfica 16-. Es posible que el deterioro de los indicadores en esos períodos, forzara la venta de Interfin S. A. En 2005, Interfin S. A revelaba IPA = 1,443, con $d' = 15\%$ y $g' = -19\%$. En 2006, año en que fue adquirida esa firma, $d' = 13\%$, $g' = -27\%$ e IPA =

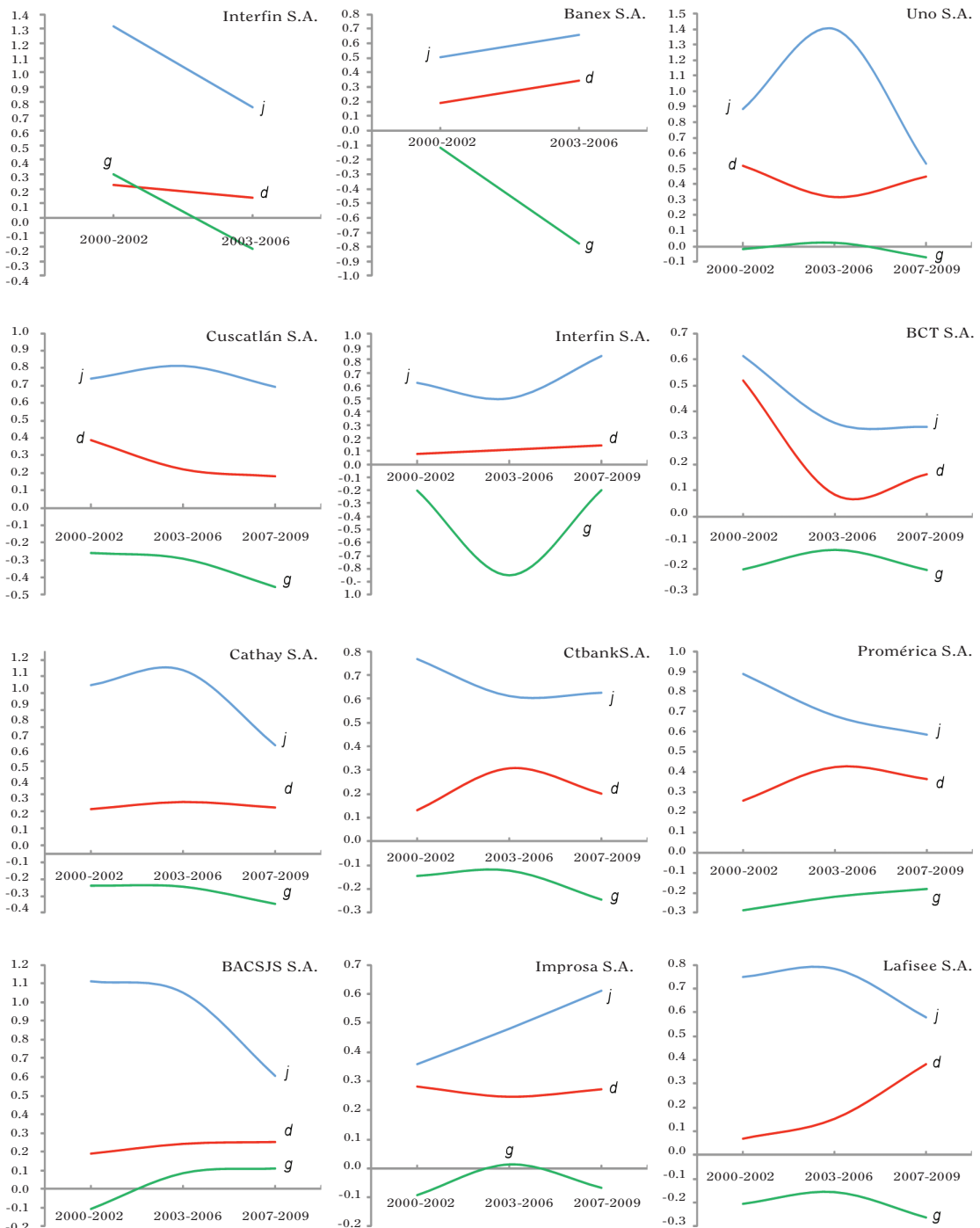
0,3118. A pesar de haber mejorado IPA respecto del año anterior, Interfin S. A mostró IPA = 1,036 en 2003-2006 -cuadro 1-. Entre los períodos 2000-2002 y 2003-2006, en esa empresa j y g decayeron a una tasa que superó con creces la disminución en d -cuadro 1, gráfica 16-. Al igual que Banex S. A, Interfin S. A fue adquirido a la víspera de la recesión/depresión 2007-2009.

La empresa adquiriente de Interfin S. A fue Scotiabank S. A, establecida en el país desde 1995. Esta firma se dedica al crédito y captación de recursos del público mediante certificados de inversión, cuentas de ahorros y corriente, mercado de divisas, transferencias *swift*, entre otras (Ministerio de Economía Industria y Comercio, 2007:3). En 2006, Scotiabank S. A. reportó un j 19,7% menor al de Interfin S. A. No obstante, en Scotiabank S. A g' era tres veces (56%) más baja que la registrada por Interfin S. A, mientras d' fue 2,74 veces (23%) superior. Mientras tanto, Scotiabank S. A. se posicionaba a un nivel superior de la media del sector, constituyendo en uno de los bancos líder ese año. Desde el 2003, Interfin S. A. venía gestando las causas de su elevada IPA, al aumentar estrepitosamente v -gráfica 1-. La firma fortaleció Pk , pero el ritmo de d' osciló entre 10 y 15% -gráfica 2-. Por el contrario, Scotiabank S. A venía consumiendo Pk a una muy baja y sostenida d' , sin realizar reposición alguna -gráficas 11 y 12-.

Durante 2000-2006, en Scotiabank S. A el aumento en v acentuó el desequilibrio orgánico de los recursos del banco, mientras g' se tornó altamente negativa. Entre 2000-2002 y 2003-2006, en esa empresa j muestra una leve baja, en la que influyó el incremento, suave pero sostenido, en d -gráfica 16-. No obstante, g se deprime de manera acelerada, mostrando que las dificultades en la empresa se profundizaron luego de la recesión/depresión 2000-2002. Sin embargo, en Scotiabank S. A IPA 2003-2006 = 0,441, el más alto nivel entre los bancos con $0 < \text{IPA} < 0,5$ -cuadro 1, gráfica 17-. No obstante, IPA 2007-2009 = 2,079, posiblemente a causa de la absorción de los recursos de Interfin S. A en 2007 -cuadro 1-. Entre 2003-2006 y 2007-2009, en Scotiabank S. A se elevó j ,¹⁷ no obstante d

17 Es posible que la caída en j en este banco, *ceteris paribus*, responde a una disminución en el número

GRÁFICA 16
TENDENCIA MEDIA DE J , D' Y G' PARA LAS EMPRESAS EN ESTUDIO,
SEGÚN PERÍODOS DE CM -CON BASE EN CUADRO 1-



GRÁFICA 17

COSTA RICA. IPA MEDIO DE LOS BANCOS PRIVADOS EXISTENTES, ADQUIRIENTES (▲) Y ADQUIRIDOS (●). (2000-2006)



creció a un ritmo suave pero sostenido y *g* se aumentó 57% -gráfica 16-. Estos resultados podrían señalar que la compra de Interfin S. A por parte Scotiabank S. A, significó la adquisición de un conjunto de recursos estratégicos.

C.3. Recesión/depresión 2007-2010

En 2007, iniciada la recesión/depresión que actualmente sobrelleva la economía mundial, Uno. S. A y Cuscatlán S. A se convirtieron en recurso estratégico para la adquisición como modo de entrada. En marzo de 2007, Uno S. A fue adquirido por el Grupo Citigroup Latinoamérica, y en 2008 fue absorbido por Citibank de Costa Rica S. A. (KPMG, 2009a; Leal, 2008; Fallas, 2008). Uno S. A denotó IPA 2003-2006 = 1,494, con lo cual estaba a las puertas de ser atraído como recurso estratégico -cuadro 1-. Ese resultado se explica, en lo fundamental, por IPA 2002 = 4,008 -gráfica 9-. En esos años, la empresa enfrentaba dificultades que se reflejan en el alza desmedida en *j* media y la caída abrupta en *d* media, respecto de 2000-2002 -gráficas 5 y 6, cuadro 1-.

de empleados de 1.356 en 2008 a 1.116 en 2009. Por otra parte, en 2008 la empresa operaba 42 sucursales, cerrando 2 en el 2009. En el 2008 la empresa contaba con 91 cajeros automáticos, aumentando a 92 en 2009 (KPMG, 2010:1).

Esa empresa había disminuido IPA 2000-2006 = 0,821 a IPA 2000-2007 = 0,074 -gráfica 10.1 y 10.2-, no obstante se ubica como el segundo banco con mayor IPA -gráfica 17-. La adquisición se concretó en 2007, luego de que IPA 2006 = 1,901 apenas mejoró en IPA 2007 = 0,801 -gráfica 9-. Es así como IPA 2007-2009 = 1,482, alcanza un valor apenas inferior a IPA 2003-2006 = 1,494 -cuadro 1-. Este resultado se debe a la fuerte caída en *j* (-58%) con escasa participación del alza en *d* (39%) -cuadro 1, gráfica 16-. No obstante, en 2007-2009, Uno S. A registró el menor IPA entre las empresas del sector con IPA > 1 -gráfica 18-.

GRÁFICA 18

COSTA RICA. IPA MEDIO DE LOS BANCOS PRIVADOS EXISTENTES, ADQUIRIENTES (▲) Y ADQUIRIDOS (●). (2007-2009)



Otro banco cortejado en 2006 fue Cuscatlán S. A, con presencia en el país desde 1996. Esta empresa fue adquirida en mayo de 2007 por Citigroup S. A, fundada en octubre de 1968 (Citibank, 2009 y Fallas, 2008). La estrategia de Citigroup implicó que Cuscatlán S. A adquiriera a Uno S. A, luego ambos bancos fueron fundidos en Citibank S. A (Fallas, 2008; Leal, 2008). Según el periodo de estudio en la presente investigación, Cuscatlán S. A mejoró IPA 2000-2006 = 1,443 a IPA 2000-2007 = 0,527 -gráfica 10.1 y 10.2. No obstante, IPA 2003-2006 = 0,237 aumenta a IPA 2007-2009 = 0,837 -cuadro 1-. Este hecho es el resultado de la baja en *j*¹⁸ y *d*

18 La caída en *j* podría estar ligada, *ceteris paribus*, al hecho de que el banco poseía 16 sucursales en 2007, una más que el año anterior. En 2006 operaba 34 cajeros automáticos, cerrando uno en 2007.

medias entre esos períodos, lo cual hunde aún más a *g* -gráfica 16-. En el primer período, esta firma se ubicaba entre los bancos con $0 < IPA < 0,5$, mientras Uno S. A era objeto de atracción para la competencia -gráfica 17-. En 2003-2007, Cuscatlán S. A se situó entre los bancos con $0,5 < IPA < 1$, apenas 0,645 puntos por debajo de Uno S. A -gráfica 18-.

Mientras tanto, Citibank S. A, el banco que absorbe a Uno S. A y a Cuscatlán S. A en 2007, mostró $IPA\ 2000-2006 = 0,316$ e $IPA\ 2000-2007 = 0,373$ -gráfica 10.1 y 10.2-. No obstante, Citibank S. A conservó el segundo más bajo IPA entre 2000-2003 y 2006-2009 -cuadro 1, gráficas 17 y 18-. Ese indicador se redujo en 131% en esa empresa entre dichos períodos, a causa de una mayor caída en *d* respecto de la baja en *j*.¹⁹ Sin embargo, en Citibank S. A *g* se hunde aún más de un período al siguiente -gráfica 16-. Ese resultado podría estar revelando que, el haber adquirido y absorbido Uno S. A y Cuscatlán S. A, no repercutió favorablemente en la estrategia competitiva de Citibank S. A.²⁰ Este banco enfrentaba problemas financieros en 2007, razón por la cual negociaban recursos financieros con el gobierno de los EEUU por \$25 mil millones. El banco requería fortalecer su patrimonio debido a pérdidas hipotecarias, que exigieron la renuncia del presidente ejecutivo Charles Prince. La operación mundial de ese banco se divide en Citicorp y Citi Holdings con

El número de empleados se elevó de 419 en 2006 a 582 en 2007 (KPMG, 2008:3).

19 Citibank S A operaba 28 sucursales y 28 Kioscos en 2008, mientras en 2009 el número de sucursales se reduce a 23 y el de Kioscos a 15. El número de cajeros automáticos, por otra parte, pasó de 31 en 2008 a 34 en 2009. Además, el número de empleados del banco era de 907 en 2008, aumentando a 918 en 2009 (KPMG, 2010:2). Es posible que el cambio en estas variables afectaron el valor de *j* a la baja.

20 La adquisición de Banco Uno S. A significó para Citibank S. A un negocio de tarjetas de crédito posicionado en el país, mientras Cuscatlán S. A representó una cartera corporativa de gran dimensión. No obstante, es posible que se diera una corrida de clientes corporativos y pequeños y medianos empresarios antes vinculados a Cuscatlán S. A, debido a los nuevos procedimientos aplicados por Citibank S. A (Delgado, 2008).

el fin de controlar mejor sus negocios. La firma vendió 23 negocios no estratégicos y concretó una alianza con Morgan Stanley, además de reducir en 25% su planilla y en 20% los gastos generales (Delgado, 2009).

DISCUSIÓN

La presente investigación brinda importantes resultados acerca de la contribución de *d'* en explicar la propensión de adquisición en una empresa con dificultades. En los bancos aquí estudiados, las consecuencias de las adquisiciones se pueden denotar en la participación en los activos totales de la banca privada en el país. Según ese indicador, a diciembre del 2008 el sector acumuló un total de activos 41,91% superior a los reportados en 2007. Scotiabank S. A forma parte de los tres bancos más grandes del sector, y junto al BAC San José S. A y HSBC S. A, absorben el 68,96% de esos activos.

De los once bancos privados registrados en el país, Citibank S. A -así como HSBC S. A, BAC San José S. A y Banco General S. A- logró aumentar su participación en ese indicador. La SUGEF (2008), destacó al Citibank S. A, y atribuye su ascenso *principalmente a la fusión entre Banco Cuscatlán y Banco Uno, en el cuarto trimestre del 2008*. No obstante, Scotiabank S. A surge, al lado de BAC San José S. A, HSBC S. A y Banco CMB S. A, entre los que más aportaron a la cartera de inversiones.²¹ Por otra parte, en 2008 Scotiabank S. A incrementó su participación (13,35%) en las utilidades nominales del sector, superado con creces por BAC San José S. A (43,46%) y apenas superior a la de HSBC S. A (12,19%). Entre los principales rubros que influyeron en el alza de ese indicador están el diferencial cambiario y la venta de servicios (SUGEF, 2008).

No obstante, esos indicadores generales no hacen posible conocer la propensión de adquisición que enfrenta un banco. En esta

21 El saldo nominal de dicha cartera mostró un crecimiento interanual del 23,35% en 2007-2008. Sin embargo, esa cartera representó un 7,39% del activo total del sector, siendo 1,11% inferior a la de 2007 (SUGEF, 2008).

investigación, el análisis de la relación entre composición orgánica de los recursos y la depreciación, sugiere que es factible derivar un indicador que permita *medir* dicha propensión. El IPA se emplea en este estudio para calcular y examinar, la propensión de adquisición que enfrentaban los bancos privados existentes en el país en 2000-2009. Así mismo, el IPA medido según *cm*, permitió descubrir que esos bancos tienden a mostrar un IPA alto en *cm* de recesión/depresión -cuadro 1-. De los bancos adquiridos en 2006 -ambos en el marco de estancamiento de la economía mundial (2003-2006)-, Interfín S. A reveló $IPA > 1$, mientras Banex S. A mostró un $0 < IPA < 0,5$ -cuadro 1-. Los bancos adquiridos en 2007 mostraron elevados niveles de IPA en *cm* recesión/depresión (2006-2009). Uno S. A arrastró $IPA > 1$ desde 2000-2003, mientras Cuscatlán S.A pasa de un IPA bajo en 2000-2003 a IPA medio en 2006-2009. Se observa que la tendencia de las adquisiciones en cuestión, fue ocurrir en momentos en que $IPA > 0,5$ -cuadro 1-.

De la explicación de esas adquisiciones, se puede plantear tentativamente la capacidad predictiva del IPA. A este efecto se emplea aquí el caso del banco BACSJ S. A,²² adquirido en julio de 2010 por el Grupo Aval de Colombia, al comprar BAC-Credomatic Network por \$1.900 millones, transacción que se espera cerrar a finales de 2010. (Arce, 2010; 2010a). Dimitri Stockton, director general de GE Capital, expresó que era un buen negocio para GE y que les permitía *reducir el perímetro* de GE Capital -GE Consumer Finance, unidad de General Electric Company - (Arce, 2010; 2010a). Luis Carlos Sarmiento, presidente de Grupo Aval de Colombia, destacó una trayectoria de *solidez financiera y rentabilidad excepcional* de BAC-Credomatic. En su criterio, Grupo Aval tiene una *oportunidad de complementariedad* con esa adquisición (Arce, 2010). Ernesto Castegnaró, presidente y CEO de la firma adquirida,

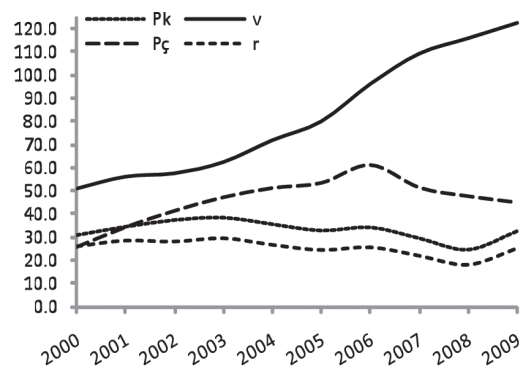
22 Esta empresa fue creada en 1968 y regulado por las autoridades pertinentes en el país. Las principales actividades del banco son otorgar crédito, factoraje, captación de ahorros, transacción de divisas y administración de fideicomisos, ente otras (KPMG, 2010:1).

refuerza esa idea indicando que “la organización es muy rentable, eficiente, competitiva y con buenos productos”, lo que conjuga en el criterio de ‘valor construido’, lo cual habría que *preservar y mejorar* (Arce, 2010a).

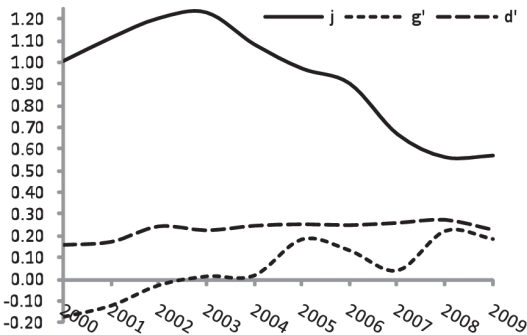
BACSJ S. A refleja la buena situación operativa expresada por Sarmiento y Castegnaró, al referirse a la adquisición. Esa empresa destaca entre el conjunto de bancos no-adquiridos al 2009, por ser la única firma con $g > 0$ aunque fluctuante, desde 2003 -gráfica 20-. Así mismo, es la única empresa con $15\% < d' > 30\%$ sostenida en 2000-2009 -gráfica 20-. No obstante, desde 2003 en esa empresa ha declinado P_k a causa de d' -denotado por la distancia *cuasi* paralela entre P_k y r - siendo muy bajas las nuevas inversiones en recursos fijos -gráfica 19-. Por el contrario, v ha crecido de manera acelerada durante 2000-2009, mientras P_{ζ} se precipita desde 2006 -gráfica 19-. Es posible que ese comportamiento de la organización de los recursos en BACSJ S. A, influyó en la caída pronunciada y sostenida de j desde 2003, precisamente cuando g inicia su marcado crecimiento -gráfica 20-.

Esos hechos se reflejan en la tendencia alcista de $IPA > 1$ en esa empresa financiera en 2003-2008, siendo $IPA_{2007} = 5,854$ e $IPA_{2008} = 2,806$ -gráfica 9-. De acuerdo con estos resultados, desde 2004 se estaba gestando la posibilidad de que el banco fuese adquirido. BACSJ S. A mostró $IPA_{2000-2006} = 0,146$, $IPA_{2000-2007}$

GRÁFICA 19
BANCO BACSJ S. A. COMPOSICIÓN
DE VALOR DE LOS RECURSOS 2000-2009.
(MILLONES DE COLONES,
1999 = 100; V-JULIO 2006 = 100-)



GRÁFICA 20
 BANCO BACSJ S. A.
 VALORES DE LOS INDICADORES j , d' Y g' (2000-2009)



= 0,554, IPA 2000-2008 = 0,742 e IPA 2000-2009 = 0,977, mostrando que conforme abarcaba un año más de operaciones IPA ascendía hasta un nivel próximo a IPA = 1 -gráficas 10 y 13-. Según cm , j media decae desde 2000-2002 y se precipita entre 2003-2006 y 2006-2009,²³ mientras d media crece de manera suave y sostenida desde 2000-2002. Por su parte, g media crece de 8,7% en 2003-2006 a 11,1% en 2007-2009 -gráfica 16-. Esta situación se refleja en IPA 2003-2006 = 0,189 e IPA 2006-2009 = 0,964 -cuadro 1, gráfica 18-, previo a su adquisición en julio de 2010 por el Grupo Aval de Colombia. En este último período BACSJ S. A destaca con el más elevado IPA, en el conjunto de bancos privados no-adquiridos existentes en el país -gráfica 18-.

Dado ese evento reciente, la capacidad predictiva del modelo puede extenderse a los restantes bancos no-adquiridos, aduciendo la posibilidad de que Cathay S. A (IPA 2007-2009 = 4,065), Improsa S. A (IPA 2007-2009 = 2,610) y Scotiabank S. A (IPA 2007-2009 = 2,079), sean adquiridos a corto plazo. No obstante, el orden enunciado no necesariamente tiene peso en ese posible suceso, puesto que un IPA medio en

23 Esa caída en j podría explicarse por el aumento en 57 empleados, la apertura de 9 nuevas sucursales y la reducción en 25 el número de cajeros automáticos y en 1 el de Kioscos, entre 2008 y 2009 (KPMG, 2010:1).

cualquiera de esos bancos, podría forjarlo atractivo para la adquisición como modo de entrada.

CONCLUSIONES Y CONTRIBUCIONES DE LA INVESTIGACIÓN

En la presente investigación el propósito fue explorar, desde la perspectiva de las TR's, la posible influencia de los recursos depreciados en las adquisiciones como modo de entrada. El IPA mide la propensión de adquisición que enfrenta una empresa en distintos períodos.

En el caso de los bancos privados aquí objeto de estudio, se concluye que de los cuatro adquiridos en 2006 y 2007, tres mostraron IPA > 0,5. Se descubre que las adquisiciones en ese sector predominan en bancos con IPA > 1. Este resultado permitió comprobar la primera hipótesis general. Adicionalmente, el IPA permitió conocer que las empresas son más propensas de atracción por la vía de la adquisición, en cm de recesión/depresión. Por otra parte, el modelo aplicado sugiere ser útil para explicar y predecir las adquisiciones en el sector de bancos privados. La capacidad predictiva del modelo se puso a prueba con la reciente adquisición del BAC San José (15 de julio 2010), el banco con valor IPA más elevado entre los bancos no-adquiridos en 2000-2009.

Esta investigación podría brindar importantes implicaciones para el sector de la banca privada en Costa Rica. Permite establecer la depreciación de los recursos fijos, como una variable que puede contribuir a evaluar la propensión de adquisición en una empresa del sector. Para las empresas adquirentes, la depreciación puede ser una guía para la adquisición como modo de entrada y posicionamiento en el sector. El indicador generado a efectos de esta investigación, promete ser útil para explicar y predecir las adquisiciones en ese sector de bancos privados.

En el caso de las instituciones reguladoras del sector financiero en el país, entre las que destaca la SUGEF, los resultados del presente estudio pueden constituir un instrumento de apoyo, en el seguimiento de la dinámica de los bancos privados. En especial, podría aportar un

mejor conocimiento de la propensión de adquisición latente en los bancos privados.

Las teorías de los recursos se ven fortalecidas con los aportes de la presente investigación, y por su medio la ciencia en la Administración de Empresas y en Economía. También la academia en las universidades puede ampliar el conocimiento sobre las adquisiciones en el país. La enseñanza y el aprendizaje se fortalecen, conforme en las universidades se profundice la investigación en ese campo, y se extienda a otros sectores.

LIMITACIONES Y ORIENTACIONES PARA FUTURA INVESTIGACIÓN

Si bien el análisis de la depreciación y de las adquisiciones como *modo* de entrada en el sector de la banca privada, permite constatar la hipótesis planteada en esta investigación, este estudio, pionero en el campo, enfrenta limitaciones. Una de ellas es la veracidad de la información contable de los bancos privados, sustento fundamental de este estudio. Los constantes cambios en las reglamentaciones institucionales y la conducta administrativa de los bancos, influyen en los resultados cuando se analiza una serie de datos para cierto periodo de tiempo. Por otra parte, los *hechos relevantes* pertinentes a un estudio de este tipo, en particular sobre adquisiciones y fusiones, no brindan suficiente información, según se desprende de los estados auditados de esos bancos.

Futuras investigaciones en esta dirección, requieren de la aplicación de instrumentos que permitan capturar los criterios de gerentes generales y financieros de los bancos privados, así como del personal especializado en las entidades reguladoras y rectoras del sistema bancario nacional. La investigación ha de incursionar en las razones esenciales que contribuyen a definir la depreciación como un factor influyente en las adquisiciones como *modo* de entrada. Además, este trabajo hace referencia a la depreciación de los activos como factor que influye en el uso de la adquisición como forma de entrada, pero no analiza como los activos fijos depreciados adquiridos se integran en la estrategia de la empresa ni su complementariedad

con los activos existentes. Esta es una investigación pendiente que es necesario plantearse y desarrollar. La actividad académica de los centros universitarios del país, en particular las escuelas de administración, podrían desempeñar un papel trascendental en este particular.

AGRADECIMIENTO

Este estudio mejoró gracias a la exhausta revisión ejecutada por el profesor e investigador Phd Fidel León Darder, quien como director de mi tesis doctoral en Dirección de Empresas de la Universidad de Valencia, me brinda siempre ingeniosos aportes.

BIBLIOGRAFÍA

- AFP. (1999). Banco del Istmo confirma la adquisición de un 75% de Banex. -<http://www.critica.com.pa/archivo/100299/var1.htm>-.
 Agüero, M y Fallas, H. (2009). HSBC ofrece comprar 100% de acciones aquí. http://www.nacion.com/ln_ee/2009/marzo/07/economia1896814.html.
 Agüero, M. (2009). Banco HSBC recortó 24 plazas en Costa Rica. En: http://www.nacion.com/ln_ee/2009/marzo/05/economia1894385.html.
 Akerlof, G.A. (1970) 'The market for 'lemons': qualitative uncertainty and the market mechanism', Quarterly Journal of Economics 84.
 Anand, J. y Kogut, B. (1997). Technological capabilities of countries, firm rivalry and foreign direct investment. Journal of International Business Studies, 445-465.
 Arce A, S. (2010). Grupo Aval de Colombia anuncia compra de mayoría de BAC-Credomatic por \$1.900 millones. En: <http://www.nacion.com/2010-07-15/portada/notaprincipal/uh0715-bac.aspx>.

- Arce A, S. (2010a). BAC-Credomatic descarta cambios en su operación tras acuerdo de compra. En: <http://www.nacion.com/2010-07-15/Portada/NotasSecundarias/UH0715-Castegnaro.aspx>.
- Asamblea Legislativa (1995). "LEY ORGANICA DEL BANCO CENTRAL" Expediente No. 11.639. San José, Costa Rica.
- Asamblea Legislativa (1951). Ley de la Moneda. San José, Costa Rica.
- Banco Central de Costa Rica (2010). Índice de precios al productor de la industria manufacturera nacional (IPPI). Base diciembre 1999. Metodología de cálculo y resultados. División económica. Departamento de contabilidad social. http://www.bccr.fi.cr/flat/bccr_flat.htm.
- Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets. Expectations, luck and business strategic. *Management Science*, vol. 32, No.10.
- Barney, J. B. (1991). Firms resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, vol.17.
- Barney, J. B. (2001). Is the resource-based "view" a useful perspective for strategic management research? Yes. *Academy of Management Review*, Vol. 26, No. 1, 41-56.
- Bruton, G. D., Oviatt, B. y White, M.A. (1994). Performance of acquisitions of distressed firms. *Academy of Management Journal*, 37, 4: 972-989.
- Buckley, P.J. y Casson, C. M. (1998a). Models of the Multinational Enterprise. *Journal of International Business Studies*, 29, 1: 21-44.
- Buckley, P.J. y Casson, C. M. (1998b). Analyzing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalization Approach. *Journal of International Business Studies*, 29, 3: 539-562.
- Ceciliano y Compañía (2002). Estados financieros de Banco de San José, S. A. San José, Costa Rica. (26-27). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- Citibank (2009). Citi en costa Rica. Historia Banco CMB (Costa Rica) S. A. En: (<http://www.latam.citibank.com/corporate/lacrco/spanish/global/historia.htm>).
- Currie, W. (2000). The supply-side of IT outsourcing: The trend towards mergers, acquisitions and joint ventures. *International Journal Physical, Distribution and Logistics Management*, vol.30, No.3/4.
- Ricardo, D. (1977). Principios de economía política y tributación. Hemisferio S.A, México.
- Delgado M, E. (2008). Citi obligado a amoldarse. Fortalezas y debilidades tras el proceso de fusión con Cuscatlán y Uno. En: http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2008/noviembre/09/finanzas1749549.html.
- Delgado M, E. (2009). Las dos caras del banco Citi. En: http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2009/junio/07/enportada1975547.html.
- Deloitte & Youche, S. A. (2007). Estados financieros de Banco Interfin S. A. San José, Costa Rica. (42-43). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- Drucker, P.F. (1981). The five rules of successful acquisitions. *The Wall Street Journal*, 15 de Octubre. En: Paine y Power (1984). *Merger strategy: an examination*

of drucker's five rules for successful acquisitions. Strategic management journal. Vol. 5, 99-110.

- Drucker, P.F. (1982). Why some mergers work and many more don't? Forbes, 129 (2):34-36, 18 de enero. En: Paine y Power (1984). Merger strategy: an examination of drucker's five rules for successful acquisitions. Strategic management journal. Vol. 5, 99-110.
- Fallas, H. (2008). Bancos Cuscatlán y Uno se fusionan con Citi a partir de hoy. En: http://www.nacion.com/In_ee/2008/noviembre/03/economia1755985.html
- Ferguson, C. E y Gould, J. P. (1987). Teoría microeconómica. Editorial Fondo de Cultura Económica, México.
- Goldfarb, J. y Beales, R. (2009). HSBC Is Hardier Than Most Banks. En: <HTTP://WWW.NYTIMES.COM/2009/03/02/BUSINESS/02VIEWS.HTML?R=1&SCP=17&SQ=HSBC&ST=CSE>.
- Gómez, A. (2005). IFC otorga \$40 millones a Banco Banex de Costa Rica. <http://www.ifc.org/ifcext/pressroom/ifcpressroom.nsf/PressRelease?openform&777344358A5817BF85257082005D1B65>.
- Grant, R.M. (1991). The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy formulation. California Management Review, 33, 3:114-135.
- Haspeslagh, P. y Jemison, D.B. (1991) Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal, New York: Free Press.
- Kim, W. S., y Lyn, E. O. (1990). FDI theories and the performance of foreign multinationals operating in the U.S. Journal of International Business Studies: 41-54.
- KPMG S. A. (2002). Estados financieros de Banco BCT, S. A. San José, Costa Rica. (15). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- KPMG S. A. (2003). Estados financieros de Banco de San José, S. A. San José, Costa Rica. (30-31). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>
- KPMG S. A. (2008a). Estados financieros de Banco Cuscatlán S. A. San José, Costa Rica. (58-59). <http://www.bancocuscatlán.com>.
- KPMG S. A. (2008b). Estados financieros de Banco Uno S. A. San José, Costa Rica. (53-54). <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- KPMG S. A. (2008c). Estados financieros de Banco BCT, S. A. San José, Costa Rica. (55). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- KPMG S. A. (2008d). Estados financieros de Banco Citibank, S. A. San José, Costa Rica. (61). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>
- KPMG S. A. (2009a). Estados financieros de Banco Citibank de Costa Rica S. A. San José, Costa Rica. (74-75). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- KPMG S. A. (2010). Estados financieros de Banco Citibank de Costa Rica S. A. San José, Costa Rica (2). En: <http://www.citi.co.cr>.
- KPMG S. A. (2009b). Estados financieros de Banco HSBC Costa Rica, S.

- A. San José, Costa Rica. (64). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- KPMG S. A. (2009c). Estados financieros de Banco Scotiabank S. A. San José, Costa Rica. (2 y 92-93). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- KPMG S. A. (2010). Estados financieros de Banco Scotiabank S. A. San José, Costa Rica. (1). En: www.scotiabankcr.com.
- KPMG S. A. (2010a). Estados financieros de Banco BAC San José S. A. San José, Costa Rica. (1). En: www.bac.net
- KPMG S. A. (2009d). Estados financieros de Banco BCT, S. A. San José, Costa Rica. (68). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- KPMG S. A. (2009e). Estados financieros de Banco CMB, S. A. San José, Costa Rica. (68). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- La Gaceta (1995). Ley Orgánica del Banco Central No. 7558 del 3 de noviembre de 1995. Alcance No. 55 a No. 225 de 27 de noviembre de 1995.
- La Gaceta (1953). Ley orgánica del Sistema Bancario Nacional No.1644 del 25 de setiembre de 1953. N.º 219, del 27 de setiembre de 1953.
- Leal C., D. (2006). Scotiabank compra Interfin en cerca de \$300 millones. En: http://www.nacion.com/ln_ee/2006/junio/14/economia0.html
- Leal C., D. (2007). Grupo Banex se llamará desde hoy Banco HSBC. http://www.nacion.com/ln_ee/2007/julio/23/economia1176475.htm.
- Leal C., D. (2008). Cuscatlán anuncia la absorción de Banco Uno. En: http://www.nacion.com/ln_ee/2008/abril/17/economia1501311.html.
- Lee, T-J. y Caves, R. E. (1998). Uncertain outcomes of foreign investment: Determinants of the dispersion of profits after large Acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 29,3: 563-582.
- Lin, B-W. et al. (2006). Mergers and acquisitions as a human resource strategy. Evidence from US banking firms. *International Journal of Manpower*, vol.27, No.2.
- López G, F. (2001). BanCrecen apunta al crédito. En: http://www.elfinancierocr.com/ef_archivo/2001/mayo/12/finanzas4.html
- Maijoor, Steven y van Witteloostuijn, Arjen. (1996). An Empirical Test of the Resource-Based Theory: Strategic Regulation in the Dutch Audit Industry. *Strategic Management Journal*, Vol. 17, No. 7: 549-569.
- Marx, K. (1984a). El Capital. El proceso de circulación del capital. Tomo II, Volumen 4, Libro segundo. Editorial Siglo XXI, 9ª edición, México.
- _____. (1984b). El Capital. El proceso de producción del capital. Tomo I, Volumen 2, Libro primero. Editorial Siglo XXI, 11ª edición, México.
- _____. (1985). El Capital. El proceso de producción del capital. Tomo I, Volumen 3, Libro primero. Editorial Siglo XXI, 11ª edición, México.
- _____. (1986). El Capital. El proceso global de la producción capitalista. Tomo III, Volumen 6, Libro tercero. Editorial Siglo XXI, 8ª edición, México.

- Ministerio de Economía Industria y Comercio -MEIC- (2007). Concentración de Scotiabank y Corporación Interfin. Unidad Técnica de Apoyo. Expediente CE =!-06 del 24/07/07.
- Morosini, P., Shane, S. y Singh H. (1998). National cultural distance and cross-border acquisition performance. *Journal of International Business Studies*. 29(1): 137-158.
- Navin, S. D. (2004). Quality Imperatives for Global Acquisitions and Mergers. *Total Quality Management & Business Excellence*, 15:2, 221-227.
- Paine y Power (1984). Merger strategy: an examination of drucker's five rules for successful acquisitions. *Strategic management journal*. Vol. 5, 99-110.
- Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: a resource-based view. *Strategic Management Journal*, Vol. 14, 179-191.
- Porter, M. E. (1996). Estrategia competitiva. Técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia. Co. Editorial Continental S.A, 21^{va} reimpresión, México.
- PriceWaterhouseCoopers. (2003). Estados financieros de Banco Banex Costa Rica, S. A. San José, Costa Rica. (28). En: http://www.hsbc.fi.cr/pdf/estados_financieros/estfin_pdf/EstadosFinancieros2003BcoBanex.pdf
- PriceWaterhouseCoopers. (2004). Estados financieros de Banco Banex Costa Rica, S. A. San José, Costa Rica. (20). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>.
- PriceWaterhouseCoopers. (2006). Estados financieros de Banco Banex Costa Rica, S. A. San José, Costa Rica. (26). En: <http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/entidades/default.asp?Padre=3>
- Priem, R. y Butler, J. E. (2001). Is the resource-based "view" a useful perspective for strategic management research? *The Academy of Management Review*, 26, 1: 22-40.
- Reuer J. J., Shenkar, O. y Ragozzino, R. (2004). Mitigating risk in international mergers and acquisitions: the role of contingent payouts. *Journal of International Business Studies* 35, 19-32.
- Rojas, J. E. (2006). Istmo realizó fusiones por más de \$10.000 millones en cinco años En: http://www.nacion.com/ln_ee/2006/octubre/20/economia860707.html.
- Salama, A., Holland, W. y Vinten, G. (2003). Challenges and opportunities in mergers and acquisitions: Three international case-studies -Deutsche Bank-Bankers Trust; British Petroleum-Amoco; Ford-Volvo-. *Journal of European Industrial Training*: 313-321.
- SUGEF (2008). Memoria anual 2008. En: http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/documentos/infgeneral/memoria/indice_memoria.htm.
- SUGEF (2010). En: http://www.sugef.fi.cr/pagina.asp?lang=0&pagina=servicios/documentos/infgeneral/memoria/indice_memoria.htm
- T. W. Huang, C. y H. Kleiner, B. (2004). New developments concerning managing mergers and acquisitions. *Management Research News*, vol.27, No.4/5.
- Sotomayoa, M. R. (2006). Unión de Bancos Cuscatlán. Corporation UBC International. Comunicado de hecho

- relevante. En: http://www.panabolsa.com/sys/upload/files/PDFs/informes/z_info_corporativa_1958_ubcdic06.pdf.
- UNED (1997). Historia de la banca comercial en Costa Rica desde sus inicios hasta 1996. En: <http://www.abc.fi.cr/historia.pdf>
- Vernon, R. (1966): International investment and international trade in the product cycle, *Quarterly Journal of Economics*, 80(2), 190-207
- Vilas, R. A. (1993). Teoría microeconómica. Editorial Alianza Universidad, Madrid, España.
- Villalobos, D. (2005). Una teoría de la dinámica económica del modo de producción capitalista. Programa Publicaciones, Universidad Nacional, Costa Rica.
- . (2010). Recursos depreciados y adquisiciones: Medio y modo de entrada. *Revista de Ciencias Económicas*, 28 (1), Universidad de Costa Rica -en prensa-.
- Williamson, O. E. (1999). Strategy research: governance and competence perspectives. *Strategic Management Journal* 20(12): 1087-1108.