

Pablo Sánchez-Lorda*

VALORACIÓN DEL CRECIMIENTO EXTERNO POR EL MERCADO DE CAPITALES: EVIDENCIAS DEL SECTOR DE LAS TELECOMUNICACIONES EN EUROPA

Este trabajo estudia la valoración que los mercados de capitales hacen de dos de las formas de crecimiento más utilizadas por las empresas: adquisiciones, de un lado, y alianzas estratégicas, de otro. En concreto, se estudia en qué medida los mercados de capitales valoran el que estas operaciones sean utilizadas por las compañías para internacionalizarse y/o para diversificar sus actividades. El estudio empírico de las operaciones realizadas por las operadoras europeas de telecomunicaciones entre 1986 y 2001 ha permitido comprobar que las operaciones mejor valoradas por las bolsas de valores son las adquisiciones de otras operadoras de telecomunicaciones intracomunitarias y las alianzas con empresas también comunitarias pero en este caso para coordinar actividades en sectores distintos al de las telecomunicaciones.

Palabras clave: telecomunicaciones, estrategia empresarial, fusiones y adquisiciones, alianzas estratégicas.
Clasificación JEL: F21, F23, G34, L96.

1. Introducción

Las empresas operadoras en la industria de las telecomunicaciones han sido sin duda las grandes protagonistas en los mercados bursátiles durante los últimos años.

Esto no ha sucedido por casualidad. Todas las miradas de los inversores se fijaron en estas empresas por la conjunción de diversos factores que parecían multiplicar las oportunidades de negocio que se producían en las mismas. Estas oportunidades no sólo provenían de la globalización de los mercados y las crecientes necesidades de comunicación generadas por ella. También provenían de factores como la liberalización y desregulación¹ —que

* Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad. Universidad de Oviedo.

El autor agradece las sugerencias y comentarios recibidos de un evaluador anónimo y del profesor Esteban García-Canal. Este trabajo se ha beneficiado del apoyo financiero recibido de la Unión Europea (FEDER) y del Ministerio de Ciencia y Tecnología (Proyecto SEC 2003-08069).

¹ CAMINO y MARTÍNEZ (2003) identifican tres factores que reestructuraron inicialmente el sector de las telecomunicaciones: los

propiciaban oportunidades de expansión irrepetibles—, así como de la aparición de nuevas tecnologías que daban la impresión de producir una difuminación total de las barreras entre la industria de las telecomunicaciones, los medios de comunicación y las tecnologías de procesamiento de la información —Gual (2001)—. Este cambio tecnológico parecía propiciar, en definitiva, la convergencia de estas industrias en torno a un metanegocio que se llegó a denominar como TMT —tecnología, medios y telecomunicaciones—.

El simple paso del tiempo ha rebajado las expectativas respecto del potencial de estas oportunidades de negocio y acabó evidenciando que la denominación TMT era, en el mejor de los casos, una forma de aglutinar a una pluralidad de empresas muy heterogéneas. No obstante, el transcurso de los años también ha dejado una importante evidencia empírica sobre la valoración que el mercado de capitales ha realizado de un abundante número de operaciones de combinación empresarial protagonizadas por las principales compañías operadoras de la industria de las telecomunicaciones. Muchas de estas operaciones ocuparon la primera plana de la prensa económica, como por ejemplo la adquisición de la productora holandesa Endemol realizada por Telefónica en 2000 o la alianza que la operadora española llevó a cabo con la norteamericana MCI y la británica British Telecom en 1997. No obstante, estos ejemplos no fueron más que la punta de un iceberg que incluía una plétora de operaciones a través de las cuales las compañías trataban de garantizar y/o bloquear el acceso a recursos que se consideraban críticos y de los que carecían. Estas compañías veían en los fenómenos antes comentados —globalización, desregulación, cambio tecnológico— importantes oportunidades, pero también amenazas respecto del mantenimiento del *status-quo* en sus mercados tradicionales —Alierta (2002)—. Todos estos fenómenos provocaron en el sec-

tor una convulsión, que se conoce como sacudida o *shock* competitivo. Para hacer frente a estos retos necesitaban activos y recursos diferentes a los que habían acumulado compitiendo en unos mercados en los que gozaban de una importante protección. Entre estos recursos se situaba el acceso a redes de comunicaciones en otros países o en nuevas plataformas tecnológicas, el conocimiento tecnológico en campos relacionados, o nuevos sistemas de gestión, por citar tan sólo algunos. De este modo, el crecimiento externo que permitiese el acceso a recursos en poder de otras empresas y para los que el mercado existente presentaba demasiadas imperfecciones —recursos idiosincrásicos— se conformaba como una condición necesaria para garantizar las posibilidades de seguir siendo competitivos en un entorno cambiante. Entre los mecanismos más habituales para acceder a estos recursos, las alianzas estratégicas y las fusiones y adquisiciones empresariales han sido dos de los más utilizados por las compañías para alcanzar este objetivo —Joshi *et al.* (1998); Trillas (2002)—.

Ambos mecanismos han sido profusamente estudiados desde distintas áreas de conocimiento. En concreto, existe una abundante literatura empírica que trata de analizar la valoración *ex ante* que los accionistas realizan de estos procesos. Mediante la aplicación de la metodología del estudio de acontecimientos (Brown y Warner, 1985; McWilliams y Siegel, 1997) estos trabajos tratan de analizar cómo afecta al precio de las acciones el anuncio de una alianza o una adquisición, así como el impacto específico de determinados atributos de la operación en la variación en los precios. Dos de los atributos para los cuales existe una evidencia menos concluyente son el ámbito geográfico (operaciones domésticas o internacionales) y el sectorial (operaciones en el negocio o de diversificación) de la operación². Por esta razón, el sector de las telecomunicaciones supone un contexto muy apropiado para estudiar la valoración que

cambios tecnológicos, el incremento de la variedad de servicios demandados por los clientes y los cambios en el marco regulatorio.

² Véase GARCÍA-CANAL *et al.* (2002) para una revisión de estos trabajos.

el mercado de capitales realiza tanto de alianzas como de adquisiciones como medios de crecimiento externo, debido al amplio número de operaciones que se ha realizado recientemente. No obstante, con la excepción de Trillas (2002), apenas se han realizado estudios de acontecimientos en el sector de las telecomunicaciones. Así pues, existe una oportunidad de investigación derivada de observar si la entrada en otros sectores —diversificación— y la internacionalización son valoradas de forma distinta por el mercado de capitales, dependiendo de que se realicen o bien a través de alianzas o bien a través de adquisiciones.

El presente trabajo, pretende aprovechar esta oportunidad, analizando las adquisiciones y las alianzas estratégicas que las operadoras europeas de telecomunicaciones han realizado para adaptarse a la nueva situación competitiva a la que están siendo sometidas. En concreto, se pretende encontrar el efecto que la diversificación y la internacionalización pudiesen tener sobre la cotización de las compañías que realizan adquisiciones o alianzas con estos fines.

El artículo se ha estructurado en seis apartados. En el siguiente se presenta un marco teórico para analizar desde la perspectiva de la Teoría de Recursos y Capacidades y la Teoría de Opciones Reales la reacción de los mercados de capitales ante la realización de adquisiciones y alianzas utilizadas por las compañías para internacionalizarse y/o diversificar sus actividades. A continuación, se identifican las fuentes de datos utilizadas para crear una muestra de adquisiciones y alianzas realizadas por compañías europeas de telecomunicaciones. En tercer lugar, se presentan los resultados derivados de un estudio de acontecimientos con el fin de determinar la influencia de la diversificación y la internacionalización sobre la cotización de estas compañías. El apartado cuarto recoge la discusión e implicaciones relativas al sector de las telecomunicaciones que se pueden extraer del trabajo. En el quinto apartado se presentan las principales conclusiones que pueden extraerse de este estudio. Finalmente, en el anexo se explica la metodología utilizada en el tercer apartado de este trabajo.

2. Acceso a recursos externos y reacción esperada del mercado de capitales

Han sido muchas las teorías que se han utilizado para tratar de explicar la reacción de las bolsas de valores ante adquisiciones y alianzas estratégicas y para analizar cómo distintos factores relacionados con las operaciones afectan a dicha reacción³. En este apartado se desarrolla un marco teórico basado en la Teoría de Recursos y Capacidades (Barney, 1986, 1991) y la Teoría de Opciones Reales (Brealey y Myers, 1983; Kogut, 1991), que permita explicar la reacción de los mercados de capitales ante adquisiciones y alianzas que lleven a las empresas a crecer y traspasar sus barreras teniendo en cuenta tanto el ámbito geográfico al que se dirigen como el negocio o negocios en los que entran.

Según la Teoría de Recursos y Capacidades, la condición necesaria para que una empresa que realiza una adquisición se pueda beneficiar de ella es que existan sinergias derivadas de la explotación conjunta de recursos. Así, Barney (1986) expone que estas sinergias existirán cuando los recursos de las empresas estén relacionados, es decir, cuando el valor actual neto de los *cash flows* derivados de la explotación conjunta de los recursos de ambas empresas sea superior a la suma de los valores actuales netos de los *cash flows* generados por los recursos de cada empresa por separado. Sin embargo, para que estas sinergias puedan llevar a la obtención de ventajas competitivas sostenibles es necesario que se dé al menos una condición adicional de las tres siguientes: a) que existan *cash flows* privados que sólo conozca la empresa adquirente, b) que existan *cash flows* imposibles de imitar que sólo conozca la empresa adquirente y c) suerte. Habida cuenta que la tercera condición no es controlable ya que, por definición, depende del azar, este estudio se centrará en las otras dos condiciones. En este sentido, la existencia de *cash*

³ Véase GARCÍA-CANAL *et al.* (2002) para una revisión de estas teorías y de la evidencia empírica sobre estos factores.

flows privados o inimitables *per se* es una fuente de ventaja competitiva en el sentido de que la empresa que conoce esta existencia podrá pagar una prima superior por adquirir estos recursos (Barney, 1988).

Otro factor a tener en cuenta a la hora de evaluar si una empresa podrá beneficiarse de la ventaja competitiva asociada a la explotación conjunta de recursos es la capacidad que tenga para gestionar eficientemente estos recursos. En este sentido, los recursos similares son más fáciles de gestionar porque las empresas pueden beneficiarse de su propia experiencia (Mitchell y Shaver, 2003), mientras que cuando se accede a recursos diferentes de aquéllos con los que ya cuenta la empresa, su gestión será más difícil. En primer lugar, no se cuenta con experiencia en la gestión de esos recursos. En segundo lugar, su correcta valoración es más difícil. De esta forma, la explotación eficiente de recursos distintos se hace más complicada.

Teniendo en cuenta los argumentos anteriores, en las adquisiciones de compañías del mismo sector no existe una gran dificultad en la gestión de los recursos adquiridos pero si se tiene en cuenta el ámbito geográfico de la adquisición, las operaciones con empresas extranjeras añaden la posibilidad de obtener economías de escala y —especialmente en el caso de las telecomunicaciones— economías de red derivadas del mayor ámbito geográfico y la posibilidad de dar un mejor servicio a los clientes multinacionales. En este caso, la complementariedad geográfica de las empresas implicadas en una adquisición, unida a la fácil gestión de los recursos puestos en común, hace que las adquisiciones puedan ser beneficiosas para las empresas que las realizan. No obstante, dado que las redes de telecomunicaciones deben estar interconectadas, las mayores economías de red surgen al poseer redes espacialmente adyacentes (Sarkar *et al.*, 1999), al permitir dicha contigüidad un diseño óptimo de la red. Por tanto, a medida que las empresas se alejan de su país de origen, existirán menos economías de red. Así, el que una empresa española adquiera a otra británica sería más valorado que si comprase a una empresa de Indonesia o Senegal, ya que

las economías de red que surgen en el primer caso serían mucho más importantes.

En síntesis, según los argumentos de la Teoría de Recursos y Capacidades, podríamos presentar la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1: Las adquisiciones de empresas del mismo sector y que conlleven cierto grado de complementariedad geográfica serán valoradas más positivamente por los mercados de capitales que las alianzas con este tipo de empresas.

El caso de las operaciones de diversificación es distinto, máxime en el sector de las telecomunicaciones. Aunque en este sector puedan existir economías de alcance que justifiquen su consolidación, la materialización de estas sinergias no siempre se consigue (Bel y Trillas, 2005). Mientras que en el caso de operaciones en el negocio se pueden obtener rentas derivadas del aumento del tamaño y de la explotación de economías de escala, cuando las empresas diversifican sus actividades mediante alianzas o adquisiciones deben hacer frente a una mayor incertidumbre sobre las rentas que podrán generar al combinar recursos distintos. Debido a esta incertidumbre, los mercados valorarán de forma distinta la realización de adquisiciones y de alianzas, habida cuenta de que son operaciones con características distintas que las hacen más o menos valiosas en función de las condiciones de incertidumbre bajo las que se realizan.

Así, en el caso de las adquisiciones, en primer lugar se trata de operaciones que implican un elevado grado de compromiso (Ghemawat, 1991). En segundo lugar, las adquisiciones son operaciones con un elevado grado de irreversibilidad: de un lado, porque en una adquisición la empresa adquirente paga por el valor total de los recursos a los que accede; de otro lado, en una adquisición se produce una reorganización global de los recursos de la unidad resultante de la operación y, además, el propietario de los recursos normalmente se desvincula de los mismos. Todo ello hace que este tipo de

operaciones no sea una buena opción cuando una empresa trata de acceder a recursos que no sean similares a los que ya posee, es decir, cuando adquiere compañías de otros sectores. De hecho, la evidencia empírica muestra que los mercados de capitales suelen valorar negativamente las adquisiciones que impliquen la diversificación de las actividades de una empresa. Éste es el caso de trabajos como los de Morck *et al.* (1990), Shelton (2000) o Cornett *et al.* (2003), entre otros. Otros autores encuentran evidencias de que los mercados de capitales valoran positivamente el mayor grado de relación entre los negocios de las empresas implicadas en la adquisiciones, como han puesto de manifiesto los trabajos de Balakrishnan y Koza (1993), Singh y Montgomery (1987) o DeLong (2001), por citar alguno de ellos.

Las alianzas, sin embargo, tienen ciertas características que les permiten hacer frente a la incertidumbre asociada a la diversificación de manera más eficiente. En primer lugar, según la Teoría de Opciones Reales las alianzas estratégicas pueden ofrecer a las empresas una protección frente a la incertidumbre, facilitando nuevas oportunidades de aprendizaje y reduciendo el volumen de inversión (Kogut, 1991; Kogut y Kulatilaka, 1994). Bajo este contexto, el valor de la opción refleja la flexibilidad que la empresa tiene para llevar a cabo acciones que realmente creen valor una vez se tiene información suficiente sobre los recursos que realmente son necesarios (Chi y Seth, 2002). Por otra parte, en estas operaciones las empresas que se alían no tienen que pagar por el valor total de los recursos externos que se ponen en común, lo cual dota a la empresa de una mayor flexibilidad y le resultará más fácil deshacer la operación, en caso de que sea necesario. Por tanto, la mayor flexibilidad asociada a las alianzas hace de estas operaciones mecanismos más eficientes para acceder a recursos que no son similares a los que una empresa posee, es decir, a recursos en manos de empresas de otros sectores. De hecho, un importante número de trabajos empíricos muestran que las alianzas estratégicas son valoradas negativamente cuanto mayor sea el grado de relación entre los negocios de los socios. Es el caso de trabajos como los

de Koh y Venkatraman (1991), Park y Kim (1997) o Reuer y Koza (2000), entre otros.

En resumen, parece que en las operaciones de diversificación, en las que existe un mayor grado de incertidumbre sobre las rentas que se podrán generar de la combinación eficiente de recursos dispares, la flexibilidad asociada a las alianzas hace que éstas sean opciones más adecuadas para las compañías. Por tanto, según los argumentos anteriores, presentamos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: Las alianzas para la diversificación serán más valoradas por el mercado de capitales que las adquisiciones de empresas de otros sectores.

3. Fuentes de datos

Con objeto de evaluar las hipótesis anteriores y analizar la respuesta de los mercados de capitales ante la realización de adquisiciones y alianzas estratégicas, se ha acudido a una base de datos de operaciones de este tipo realizadas por operadoras de telecomunicaciones pertenecientes a los 15 países de la Unión Europea⁴ entre 1986 y marzo de 2001. Esta base de datos fue construida en el marco de una investigación más amplia a partir de la fuente Thomson Financial SDC, utilizando a tal efecto las bases de fusiones y adquisiciones —*SDC Mergers & Acquisitions Database*—, de un lado, y la de alianzas —*SDC Joint Ventures and Strategic Alliances Database*—, de otro. Para que las operaciones encontradas en estas fuentes fuesen incluidas en la base de datos, debían cumplir dos requisitos:

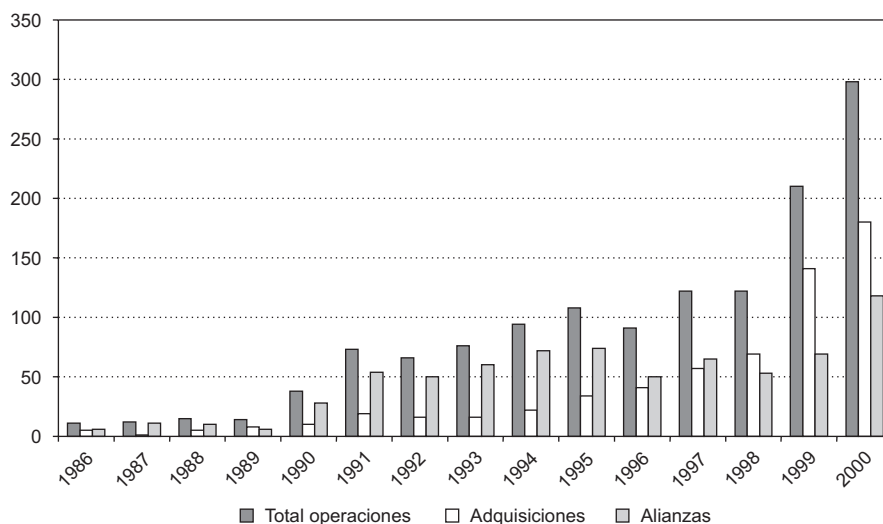
a) El código SIC de la empresa europea que realizaba la operación⁵ era el 4812 —Telefonía Móvil—, 4813

⁴ Se consideran los países que en el momento de la obtención de los datos componían la Unión Europea: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido y Suecia.

⁵ En el caso de adquisiciones, sólo se consideran aquéllas en las que es la operadora europea quien compra a otra compañía. Las

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LAS OPERACIONES DE LA MUESTRA



FUENTE: Elaboración propia.

—Telefonía Fija— o 4899 —Compañías Holding de Telefonía.

b) Todas las operaciones debían estar completadas.

Tras aplicar estos filtros, se observó que tanto en el caso de las adquisiciones como en el de las alianzas, la base de datos contenía casos que, en realidad, no debían ser considerados. Así, se detectó que algunas adquisiciones contenidas en la base SDC no eran más que compras de edificios de oficinas para situar nuevas sedes de una empresa, compras de locales comerciales para abrir tiendas. La base de alianzas recogía, por ejemplo, la compra que una empresa hacía del capital de un socio en una *joint venture*. Evidentemente, este tipo de operación debía ser considerada como una ad-

quisición y no como una alianza. Por tanto, se decidió depurar la muestra inicial comprobando uno por uno cada caso, con el fin de eliminar aquéllos que no eran reales. Una vez realizada esta depuración, se identificaron 1.379 operaciones válidas realizadas por 41 operadoras de telecomunicaciones. El Gráfico 1 recoge la evolución temporal de estas operaciones.

En el gráfico, se aprecia un claro aumento en el número de operaciones sobre todo en los últimos años de esta etapa —a partir de 1997—, el cual viene motivado, fundamentalmente, por el fuerte incremento en el número de adquisiciones realizadas por las empresas de la muestra durante esos años. Este aumento en el número de adquisiciones se debe, en gran medida, a que los distintos países analizados han liberalizado sus mercados locales de telecomunicaciones a partir de 1997 —Boylaud y Nicoletti (2001)—, lo que favorece la entrada de competidores en estos mercados mediante adquisiciones y fusiones. Con anterioridad a estas fechas, el

adquisiciones de compañías europeas realizadas por empresas no pertenecientes a la Unión Europea no se consideran para la creación de la base.

número de operaciones es menor debido a dos motivos claramente relacionados. En primer lugar, los mercados locales estaban protegidos por leyes que impedían la entrada de operadores extranjeros —véase Escribano *et al.* (2003) para una descripción del mercado español—. En segundo lugar, las operadoras de telecomunicaciones tenían menos incentivos a entrar en nuevos mercados debido a que no se daban las condiciones necesarias que hacían rentable la operación. Distinguiendo entre adquisiciones y alianzas, se aprecia cómo durante los primeros años del período estudiado es mayor el número de operaciones del segundo tipo⁶ y es precisamente a partir de 1997 cuando el número de adquisiciones realizadas por operadoras europeas de telecomunicaciones supera al de alianzas estratégicas.

Sobre la muestra de 1.379 operaciones se ha realizado un estudio de acontecimientos, cuya metodología se explica detenidamente en el anexo de este trabajo. En concreto, la muestra final sobre la que se realiza el estudio está compuesta por 271 adquisiciones y 371 experiencias de formación de alianzas, debido a los requisitos que deben cumplir las operaciones para poder ser utilizadas en el estudio de acontecimientos.

4. Reacción de los mercados de capitales ante alianzas y adquisiciones

En este apartado se recogen los resultados del estudio de acontecimientos realizado sobre la muestra final compuesta por 271 adquisiciones y 371 experiencias de formación de alianzas por parte de operadoras europeas de telecomunicaciones. Partiendo de los datos recogidos y con el objeto de evaluar las hipótesis planteadas, se ha realizado una doble clasificación de la muestra. Concretamente, se han dividido las operaciones según la nacionalidad de las empre-

sas implicadas y según el ámbito sectorial al que se dirigen. Así, según la nacionalidad de las empresas implicadas se ha distinguido entre operaciones domésticas —en las que todas las empresas pertenecen a un mismo país—, operaciones dentro de la Unión Europea —en las que todas las compañías implicadas pertenecen a cualquier país de la Unión Europea— y operaciones extracomunitarias —aquéllas en las que al menos una compañía pertenece a un país no perteneciente a la Unión Europea—. Según el ámbito sectorial al que se dirijan las operaciones, éstas se han agrupado en dos categorías, según permitan operar en el propio sector de las telecomunicaciones —operaciones en el negocio— o en otro sector —operaciones de diversificación—. En el Cuadro 1 se presenta un resumen de los casos estudiados. Según se observa en este cuadro, las adquisiciones domésticas de diversificación y extracomunitarias en el negocio son las más numerosas, seguidas de adquisiciones comunitarias —dentro y fuera del negocio—. En el caso de las alianzas, sin embargo, la mayor parte de ellas son acuerdos extracomunitarios de diversificación, seguidos de operaciones domésticas de diversificación y comunitarias de diversificación. El porcentaje de alianzas en el negocio no supera el 12 por 100 del total de casos de la muestra final.

Cabe resaltar el comportamiento de las empresas cuando adquieren a otras compañías domésticas. En este caso, se aprecia una tendencia mayor hacia adquisiciones de empresas de sectores distintos a las telecomunicaciones, lo cual se aleja de la tendencia general. Del mismo modo, existe una mayor propensión —estadísticamente significativa— hacia la adquisición de compañías de telecomunicaciones frente a las de otros sectores cuando éstas no pertenecen a la Unión Europea. En cuanto a las alianzas, la tendencia general indica un porcentaje sensiblemente elevado de operaciones de diversificación frente a alianzas en el negocio —88 por 100 frente a 12 por 100—. Porcentajes similares se observan independientemente del ámbito geográfico de la operación.

⁶ Otros trabajos, como CAMINO y TRECÚ (1995), también han situado la realización de alianzas estratégicas entre operadoras de telecomunicaciones a principios de los años noventa.

CUADRO 1
COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA*

	Adquisiciones			Alianzas		
	En el negocio	De diversificación	Total	En el negocio	De diversificación	Total
Domésticas	35% (-4,2)	65% (4,2)	104	17% (1,7)	83% (-1,7)	84
Comunitarias	51% (0,1)	49% (-0,1)	82	15% (0,8)	85% (-0,8)	46
Extracomunitarias	71% (4,4)	29% (-4,4)	85	9% (-2,0)	91% (2,0)	242
Total	51%	49%	271	12%	88%	372
Chi cuadrado	24,233 (2 g.l.) (p < 0.0001)			4,188 (2 g.l.) (p < 0.1235)		

NOTA: * Residuos corregidos entre paréntesis.

FUENTE: Elaboración propia.

Resultados

Las rentabilidades anormales observadas se han acumulado entre los tres días naturales anteriores y posteriores a la publicación de la operación. Se ha utilizado este período por ser la ventana más amplia en la que se podía garantizar la ausencia de contaminación de los casos estudiados. En los Cuadros 2 y 3 se presentan los resultados para las submuestras de adquisiciones y alianzas, respectivamente. En cada cuadrícula se presenta la rentabilidad anormal acumulada, el porcentaje de casos con rentabilidad anormal positiva y el número total de casos analizados.

Para contrastar las hipótesis de este trabajo hemos de analizar conjuntamente ambos cuadros. En primer lugar, en relación con la primera hipótesis, podemos observar que las adquisiciones de otras operadoras de telecomunicaciones de otros países de la Unión Europea son valoradas positivamente por el mercado. En efecto, los accionistas de las empresas que llevan a cabo este tipo de acciones obtendrán, en promedio, una rentabilidad anormal acumulada del 2,26 por 100, siendo este resultado estadísticamente significativo para un nivel de

confianza superior al 90 por 100. En cuanto a las alianzas dirigidas al sector de las telecomunicaciones (alianzas en el negocio) se observa que aquéllas dirigidas a otros países de la Unión Europea no generan rentabilidades anormales estadísticamente distintas de cero. A la vista de estos resultados la primera hipótesis de este trabajo se confirma: las adquisiciones de empresas del mismo sector y que conlleven cierto grado de complementariedad geográfica serán valoradas más positivamente por los mercados de capitales que las alianzas con este tipo de empresas.

En segundo lugar, en relación con la segunda hipótesis se observa que las adquisiciones de compañías de otros sectores distintos a las telecomunicaciones generan rentabilidades anormales negativas y significativas, independientemente del ámbito geográfico al que se dirijan estas operaciones. Sin embargo, las alianzas para la diversificación no siempre son negativas para los accionistas de las empresas que las realizan. De hecho, cuando estas alianzas se firman con empresas de otros países de la Unión Europea, los accionistas obtienen, en promedio, una rentabilidad anormal del 1,26 por 100 en torno a los días del anuncio de la alianza. Cuando se trata de alian-

CUADRO 2

**RENTABILIDADES ANORMALES
EN LA SUBMUESTRA DE ADQUISICIONES**

	En el negocio	De diversificación	Total
Domésticas	0,01% 47,2% 36	-0,81% * 45,6% 68	-0,53% * 46,2% 104
Comunitarias	2,26% * 57,1% 42	-0,89% ** 30,0% 40	0,72% 43,9% 82
Extracomunitarias	-0,20% 43,3% 60	-3,05% *** 24,0% 25	-1,04% * 37,6% 85
Total	0,60% 48,6% 138	-1,26% *** 36,8% 133	-0,31% ** 42,8% 271

NOTAS: En cada cuadrícula se presenta la rentabilidad anormal acumulada, el porcentaje de casos con rentabilidad anormal positiva y el número total de casos analizados.

* p < 0.1 ** p < 0.05 *** p < 0.01.

CUADRO 3

**RENTABILIDADES ANORMALES
EN LA SUBMUESTRA DE ALIANZAS**

	En el negocio	De diversificación	Total
Domésticas	-0,75% 64,3% 14	-0,25% 47,1% 70	-0,33% 50,0% 84
Comunitarias	0,09% 57,1% 7	1,26% * 51,3% 39	1,08% * 52,2% 46
Extracomunitarias	-2,40% * 36,4% 22	-0,44% * 44,5% 220	-0,62% ** 43,8% 242
Total	-1,46% 48,8% 43	-0,20% 45,9% 329	-0,34% 46,2% 372

NOTAS: En cada cuadrícula se presenta la rentabilidad anormal acumulada, el porcentaje de casos con rentabilidad anormal positiva y el número total de casos analizados.

* p < 0.1 ** p < 0.05 *** p < 0.01.

zas con socios extracomunitarios, éstas generan una rentabilidad anormal negativa del -0,44 por 100, mientras que las adquisiciones de este tipo provocan, por término medio, pérdidas a los accionistas de la empresa adquirente del 3,05 por 100. Todos estos resultados son estadísticamente significativos para niveles de confianza entre el 90 y el 99 por 100. Por tanto, según estos resultados también se confirma la segunda hipótesis de este trabajo: las alianzas para la diversificación serán más valoradas por el mercado de capitales que las adquisiciones de empresas de otros sectores.

5. Discusión e implicaciones para el sector de las telecomunicaciones

El estudio presentado ha tratado de analizar el efecto de la internacionalización y la diversificación a través de adquisiciones y alianzas estratégicas sobre la rentabili-

dad anormal de las empresas de telecomunicaciones europeas que ponen en práctica estas operaciones. Aunque existen numerosos trabajos que analizan este efecto en el caso de las adquisiciones y las alianzas, el estudio conjunto de ambas operaciones aún no ha sido realizado. La principal predicción de este estudio es que los mercados tendrán en cuenta la flexibilidad de estas operaciones, así como la incertidumbre sobre las rentas que podrán generarse mediante la combinación de los recursos que se ponen en común, a la hora de valorarlas.

Las hipótesis se han basado en la Teoría de Recursos y Capacidades y la de Opciones Reales. Apoyándose en estas teorías, se han planteado dos hipótesis: en primer lugar, se espera que las adquisiciones de otras operadoras de telecomunicaciones de otros países pertenecientes a la Unión Europea serán valoradas más positivamente por los mercados que las alianzas con este tipo de empresas. En segundo lugar, en operaciones de

diversificación, se espera que sean más valoradas las alianzas estratégicas que las adquisiciones. Estas hipótesis han sido confirmadas mediante el análisis de la respuesta de los mercados de capitales ante la realización de adquisiciones y alianzas estratégicas por parte de las principales operadoras europeas de telecomunicaciones entre 1986 y 2001. Como se comenta a continuación, la principal aportación del trabajo es que permite observar cuándo sería preferible que las empresas realizaran adquisiciones y cuándo alianzas estratégicas, teniendo en cuenta el ámbito geográfico y sectorial al que se dirigen en cada operación.

Los resultados en las submuestras de adquisiciones y de alianzas confirman la primera hipótesis que plantea que las adquisiciones de empresas del mismo sector y que conlleven cierto grado de complementariedad geográfica serán valoradas más positivamente por los mercados de capitales que las alianzas con este tipo de empresas. Cuando una empresa adquiere a otra del mismo sector, podrá valorar de forma más adecuada los recursos que está comprando, debido a que conocerá mejor cuáles son los recursos realmente necesarios para competir. Asimismo, la racionalización de los recursos adquiridos unidos a los que ya poseía será más sencilla —Capron y Mitchell (1998)—. Por otra parte, una adquisición permite asegurar el acceso a los recursos necesarios. Por tanto, la flexibilidad asociada a una alianza no será necesaria en este contexto, ya que el riesgo que se asume en este tipo de adquisición es menor, por lo que las adquisiciones son más valiosas en este caso.

La segunda hipótesis también se confirma. Cuando las empresas acceden a recursos de otros sectores, la incertidumbre sobre las rentas que se podrán generar combinando los propios recursos con aquéllos a los que se accede es mayor. En esta situación, el compromiso que supone una adquisición es menos adecuado para las empresas ya que, en el caso de que se observe que las rentas generadas no sean las que se esperaban cuando se realizó la operación, será más difícil deshacer la adquisición. Las alianzas, en cambio, son operaciones más flexibles y permiten a las empresas prote-

gerse de comportamientos oportunistas y de la incertidumbre, facilitando nuevas oportunidades de aprendizaje y reduciendo el volumen de inversión (Kogut, 1991; Kogut y Kulatilaka, 1994). Por otra parte, si el desarrollo de la alianza indica que ésta no es rentable, la operación se puede deshacer de forma más sencilla que si se tratase de una adquisición, ya que las empresas que se alían no tienen que pagar por el valor total de los recursos externos que se ponen en común.

En cuanto a las operaciones extracomunitarias para la diversificación, se observa que tanto adquisiciones como alianzas son penalizadas por los mercados. En estas situaciones, la incertidumbre sobre las rentas que se pueden generar combinando recursos tan distintos es más elevada. Por tanto, es claro que las adquisiciones no serán una opción adecuada para hacer frente a esta incertidumbre. En el caso de las alianzas, si bien permiten protegerse de esta incertidumbre, la gestión de la operación se volverá más compleja en este caso. De un lado, existirá una mayor distancia cultural entre las empresas que se unen. De otro lado, las sinergias potenciales de la explotación conjunta de recursos diferentes no son tan claras y la gestión de la alianza se vuelve más complicada. Por tanto, es de esperar que estas operaciones no aporten valor a las empresas que las realizan.

Otro elemento que aporta robustez a los resultados presentados en la sección anterior de este trabajo es el estudio de la estabilidad política del país o área geográfica a la que se accede mediante una adquisición o una alianza internacional. Esta estabilidad reducirá la incertidumbre sobre el resultado de la operación, habida cuenta de que existirá un menor riesgo de comportamiento oportunista por parte de las empresas adquiridas, en el caso de las adquisiciones, o de alguno de los socios, en el caso de las alianzas. En el caso concreto de operaciones internacionales dentro del sector de las telecomunicaciones, es de esperar que la entrada en áreas geográficas con estabilidad política elevada sea más beneficiosa mediante adquisiciones, ya que esta estabilidad política hace que la incertidumbre sobre el resulta-

CUADRO 4

**RENTABILIDADES ANORMALES
DE LAS OPERACIONES
INTERNACIONALES EN EL NEGOCIO**

	Adquisiciones	Alianzas
Estabilidad política alta	0,69% * 41,9% 43	-2,82% * 30,8% 13
Estabilidad política baja	0,89% 51,8% 56	-0,32% 53,3% 15

NOTAS: En cada cuadrícula se presenta la rentabilidad anormal acumulada, el porcentaje de casos con rentabilidad anormal positiva y el número total de casos analizados.

* $p < 0.1$ ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$.

do de la operación sea reducida y en el caso de las telecomunicaciones las sinergias derivadas de la explotación conjunta de redes son claramente beneficiosas. Sin embargo, la ventaja de las alianzas derivada de su flexibilidad no será valiosa en este contexto. Por tanto, estas operaciones es de esperar que no sean valoradas positivamente por el mercado cuando impliquen la entrada en países con alta estabilidad política. Para tratar de complementar los resultados de la sección anterior, se ha realizado una nueva prueba utilizando la metodología del anexo. En concreto, para las operaciones internacionales en el negocio se ha distinguido si el área geográfica en la que se entra presenta una estabilidad política elevada o baja. Para ello, se ha utilizado el índice de estabilidad política desarrollado por Henisz (2000). Aquellos países cuyo índice de estabilidad política superaba la mediana de todos los índices de la muestra se han considerado países de estabilidad política elevada. En caso contrario, la estabilidad política de los países se ha considerado baja. Los resultados de esta prueba se presentan en el Cuadro 4.

En este cuadro se observa que las adquisiciones de empresas de telecomunicaciones son valoradas positi-

vamente en contextos de elevada estabilidad política, mientras que en este caso las alianzas estratégicas son penalizadas por los mercados. Este resultado refuerza los argumentos de este trabajo. La flexibilidad de las alianzas no es valorada en situaciones de baja incertidumbre, valorándose en este caso las adquisiciones. Obsérvese que la estabilidad política es mayor en los países de la Unión Europea, por lo que este resultado es congruente con los presentados en los Cuadros 2 y 3 del apartado anterior.

Un trabajo como éste —centrado exclusivamente en un único sector— no podría concluir sin comentar las implicaciones que podemos extraer relativas al mismo. Estas implicaciones se exponen en los párrafos siguientes.

En primer lugar, se ha comprobado que las operadoras de telecomunicaciones han sufrido durante los últimos años un proceso de desregulación y globalización, caracterizado por la liberalización de los mercados, que ha coincidido con un rápido cambio tecnológico y la consolidación de un mercado global (Trillas, 2002). Estos cambios en el entorno de las compañías han modificado los límites de la industria y el tamaño y el alcance óptimos de las actividades de estas empresas (Laffont y Tirole, 2000). Bajo esta nueva situación, era probable que las compañías no contasen con todos los recursos necesarios para competir en el nuevo entorno, por lo que deberían llevar a cabo actividades que les permitiesen expandir sus fronteras y acceder con rapidez a los recursos que les faltaban. Era de esperar, por tanto, que las empresas redefinieran tanto su *stock* de recursos como el ámbito de sus actividades (Cuervo-Cazurra, 2001). La realización de este trabajo ha permitido comprobar que tanto las alianzas como las adquisiciones han sido comúnmente utilizadas por este tipo de compañías para alcanzar este objetivo. Además, se ha comprobado cómo, al igual que en otros sectores que han sufrido un *shock* competitivo, en la industria de las telecomunicaciones existen dos oleadas de combinaciones empresariales diferentes: una primera en la que predominan las alianzas estratégicas; y una posterior en la que son más numerosas las adquisi-

ciones. Todo ello, permite afirmar que el sector de las telecomunicaciones en Europa está sufriendo un proceso de ajuste, en el que empresas que hasta ahora disfrutaban, en muchos casos, de monopolios locales, están tratando de acceder a los recursos que necesitan para situarse al mismo nivel competitivo de otras empresas que han pasado a ser sus rivales directas, una vez sus mercados se han liberalizado. Este proceso de reestructuración, si bien ha evolucionado desde las primeras liberalizaciones de los mercados de telefonía fija — en 1985 en el Reino Unido— y móvil —en 1985 en el mismo país y en 1986 en Suecia— aún no ha concluido. Al tratarse de un sector donde la tecnología evoluciona rápidamente, las compañías se ven obligadas a cambiar su estrategia (Baden-Fuller y Stopford, 1991) y desarrollar sus recursos (Helfat, 1997) para adaptarse a las nuevas situaciones competitivas. Comoquiera que el desarrollo tecnológico y las posibilidades de negocio asociadas al mismo no han sido agotadas, todavía cabe esperar ciertos movimientos. También debe tenerse en cuenta que, aunque el sector de las telecomunicaciones está desregulado, todavía existen ciertas trabas administrativas a la realización de estas operaciones —sirva como ejemplo el intento fallido de fusión entre Telefónica y la operadora holandesa KPN, fruto, en parte, de la oposición del Gobierno español a la entrada de la operadora extranjera en el capital de Telefónica—. Todo ello nos hace afirmar que la consolidación en el sector aún no ha llegado a su fin.

En segundo lugar, la principal aportación de este trabajo es que, en el sector de las telecomunicaciones, la expansión geográfica y sectorial de las empresas mediante el uso de alianzas o adquisiciones no siempre es beneficiosa para los accionistas de las empresas que expanden sus fronteras. Así, en las operaciones con otras empresas del mismo sector, cierto grado de complementariedad geográfica es positivo cuando se realiza una adquisición. Cuando una operadora europea de telecomunicaciones adquiere a otra operadora europea, existen fuertes economías de escala derivadas de la explotación conjunta de las redes de comunicaciones y de clientes de ambas compañías y la estabilidad política de

los países de las empresas implicadas favorece la utilización de una adquisición para unir estas redes y racionalizar el uso conjunto de los activos. Sin embargo, las adquisiciones de empresas de otros países no pertenecientes a la Unión Europea no serán tan beneficiosas. De un lado, la gestión de la operación será más difícil, debido a la distancia cultural de las empresas implicadas. De otro lado, las sinergias de la operación no son tan claras. Así, el que una empresa española adquiera a otra británica sería más valorado que si comprase a una empresa de Indonesia o Senegal, ya que las economías de red que surgen en el primer caso serían mucho más importantes. Por lo que respecta a las operaciones de diversificación, las alianzas estratégicas permiten a las operadoras de telecomunicaciones protegerse frente a comportamientos oportunistas de los socios y frente a problemas de valoración de las rentas que podrán generarse mediante la combinación de recursos distintos. En este caso, las alianzas serán valoradas más positivamente que las adquisiciones.

Finalmente, la regulación existente en el sector de las telecomunicaciones hace que la estabilidad política de los países en los que entran las empresas mediante adquisiciones y alianzas con otras operadoras de telecomunicaciones afecte a la rentabilidad obtenida mediante estas operaciones. Así, cuando una empresa se dirige a un país con una elevada estabilidad política, las adquisiciones se presentan como los mecanismos más rentables ya que la incertidumbre sobre las rentas que pueden generarse con estas operaciones son bajas y las sinergias derivadas de la explotación conjunta de redes son claramente beneficiosas. Sin embargo, la flexibilidad asociada a las alianzas no será valorable en este contexto de certeza, con lo que estas operaciones no son valoradas positivamente por los mercados.

6. Conclusiones

En este trabajo se analiza en qué medida la internacionalización y la diversificación mediante adquisiciones y alianzas estratégicas afectan a la cotización de las

empresas que los ejecutan, con el fin de encontrar posibles diferencias en la respuesta de los mercados de capitales ante ambos tipos de operación.

El análisis realizado ha permitido llegar a las siguientes conclusiones:

- En las operaciones dentro del negocio de las telecomunicaciones, las adquisiciones son más valoradas por los mercados que las alianzas cuando implican cierto grado de complementariedad geográfica.
- En operaciones de diversificación, la flexibilidad asociada a las alianzas las hace ser operaciones más rentables para los accionistas de las empresas que expanden sus fronteras.
- Tanto las alianzas extracomunitarias como las adquisiciones de este tipo son valoradas negativamente por los mercados, independientemente de que sean operaciones dentro o fuera del sector de las telecomunicaciones. No obstante, el mercado penaliza en mayor medida las adquisiciones, cuando éstas suponen entrar en sectores distintos a las telecomunicaciones. Por el contrario, penaliza en mayor medida las alianzas con empresas de dicho sector.

Con todo, este trabajo tiene también limitaciones que deben ser tenidas en cuenta a la hora de valorar el alcance e implicaciones de los resultados. Por un lado, éstos pueden verse afectados por el período temporal analizado: todas las adquisiciones y alianzas recogidas en la base de datos fueron realizadas entre 1986 y 2001, período en el cual el sector —máxime en los últimos años— está afectado por una burbuja financiera. Por otro lado, en el trabajo no se analizan otros factores, además de la internacionalización y la diversificación. Si bien, éstos son dos factores para los que existen evidencias menos concluyentes en la literatura previa, existen otros factores para los que estas evidencias previas tampoco son totalmente concluyentes. Una posible investigación futura pasaría, por tanto, por analizar la influencia que la estructura de propiedad de las empresas implicadas o la forma en que se financian las operaciones podría tener sobre la cotización de las compañías que realizan adquisiciones y alianzas.

Referencias bibliográficas

- [1] AKERLOF, G. (1970): «The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and The Market Mechanism», *Quarterly Journal of Economics* 84, páginas 488-500.
- [2] ALCALDE, N. (2000): *El mercado de control societario: Características y resultados de las sociedades españolas adquiridas*, Tesis Doctoral, Universidad de Zaragoza.
- [3] ALIERTA, C. (2002): «Telefónica: de un operador local a un operador multinacional y multidoméstico», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, número 799, abril-mayo, páginas 147-155.
- [4] BADEN-FULLER, C. W. F. y STOPFORD, J. M. (1991): «Globalization Frustrated: The Case of White Goods», *Strategic Management Journal* 12, páginas 493-507.
- [5] BAIN, J. S. (1956): *Barriers to New Competition*, Harvard University Press, Cambridge.
- [6] BOYLAUD, O. y NICOLETTI, G. (2000): «Regulation, Market Structure and Performance in Telecommunications», *OECD Economics Department Working Papers* 237, OECD Economics Department.
- [7] BEL, G. y TRILLAS, F. (2005): «Privatization, Corporate Control and Regulatory Reform: The Case of Telefonica», *Telecommunications Policy* 29, páginas 25-51.
- [8] BROWN, S. J. y WARNER, J. (1985): «Using Daily Stock Returns», *Journal of Financial Economics*, número 14, páginas 3-31.
- [9] BROWN, S. J. y WEINSTEIN, M. (1985): «Derived Factors in Event Studies», *Journal of Financial Economics*, 14, páginas 491-495.
- [10] BUONO, A. F.; BOWDITCH, J. L. y LEWIS, J. W. (1985): «When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger», *Human Relations* 38 (5), páginas 477-500.
- [11] CAMINO, D. y MARTÍNEZ, M. A. (2003): «International Strategic Alliances in Telecommunications: Competition and Co-operation», trabajo presentado en la 2003 Annual Conference de la Iberoamerican Academy of Management, Brasil.
- [12] CAMINO, D. y TRECÚ, J. R. (1995): «Cooperación y competencia en el sector de las telecomunicaciones: Las alianzas estratégicas internacionales», *Información Comercial Española*, número 747, páginas 105-119.
- [13] CAPRON, L. y MITCHELL, W. (1997): «Outcomes of International Telecommunications acquisitions: Analysis of Four Cases with Implications for Acquisitions Theory», *European Management Journal* 15(3), páginas 237-251.
- [14] CAPRON, L. y MITCHELL, W. (1998): «Bilateral Resource Redeployment and Capabilities Improvement Following Horizontal Acquisitions», *Industrial and Corporate Change*, 7 (3), páginas 453-484.

- [15] CHATTERJEE, S. (1986): «Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms», *Strategic Management Journal*, 7, páginas 119-139.
- [16] COASE, R. H. (1937): «The Nature of the Firm», *Economica*, vol. 4, páginas 386-405. Traducido al castellano en CUERVO, J. A.; ORTIGUEIRA, M. y SUÁREZ, A. S. (1979): *Lecturas de introducción a la economía de la empresa*, Pirámide, Madrid, páginas 15-30.
- [17] CUERVO-CAZURRA, A. (2001): «Developing Competitiveness under Discontinuous Institutional Environment Changes: The Co-Evolution of Resources and Scope», *Working Paper*, University of Minnesota.
- [18] DELONG, G. L. (2001): «Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers», *Journal of Financial Economics*, número 59, páginas 221-252.
- [19] DURÁN, J. J. (2001): *Estrategia y economía de la empresa multinacional*, Pirámide, Madrid.
- [20] DURÁN, J. J. y GALLARDO, F. (1994): «Foreign Direct Investments in Less Development Countries: Application to the Telefónica Experience», en BOHLIN, E. y GRANSTRAND, O.: *The Race to European Eminence*, North Holland, Amsterdam.
- [21] DURÁN, J. J. y GALLARDO, F. (1997): «Pautas empresariales y estrategias adoptadas en la internacionalización de las operadoras de telecomunicaciones: El caso de Telefónica», Trabajo presentado en el VII Congreso Nacional de ACEDE, Almería.
- [22] ESCRIBANO, A., GARCÍA, A. y GONZÁLEZ, P. (2003): «Análisis Económico de las telecomunicaciones en España: fortalezas y debilidades», *Información Comercial Española. Revista de Economía* número 808, julio, páginas 71-103.
- [23] FRAME, W. S. y LASTRAPES, W. D. (1998): «Abnormal Returns in the Acquisition Market: The Case of Bank Holding Companies, 1990-1993», *Journal of Financial Services Research*, 14 (2), páginas 145-163.
- [24] GARCÍA-CANAL, E. (1999): «Cooperative Agreements in Spain after its Integration into the European Union», *European Business Review*, 99, páginas 105-114.
- [25] GARCÍA-CANAL, E., SÁNCHEZ-LORDA, P. y VIDAL, M. (2002): «Reacción del mercado de capitales ante los procesos de combinación empresarial: Un panorama», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 11 (4), páginas 111-134.
- [26] GARCÍA-PONT, C. (1999): «Desarrollando estrategias competitivas», *ICADE* 48, páginas 99-117.
- [27] GUAL, J. (2001): «Estrategias empresariales en INFOCOM: Lo nuevo de telecomunicaciones e Internet», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, número 793, agosto-septiembre, páginas 77-87.
- [28] HABERMAN, S. J. (1978): *Analysis of Qualitative Data*, Academic Press, Londres.
- [29] HAQUE, M.; HARNHIRUN, S. y SHAPIRO, D. (1995): «A Time Series Analysis of Causality Between Aggregate Merger and Stock Prices: The case of Canada», *Applied Economics*, 27 (7), 563-568.
- [30] HAY, D. A. y MORRIS, D. J. (1991): *Industrial Economics and Organization: Theory and Evidence*, Oxford University Press, Nueva York.
- [31] HELFAT, C. E. (1997): «Know-How and Asset Complementarity and Dynamic Capability Accumulation: The Case of R & D», *Strategic Management Journal*, 18, páginas 339-360.
- [32] HENNART, J. F. (1988): «A Transaction Cost Theory of Equity Joint Ventures», *Strategic Management Journal*, 9, páginas 361-374.
- [33] HENNART, J. F. y REDDY, S. (1997): «The Choice Between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The Case of Japanese Investors in the United States», *Strategic Management Journal*, 18, páginas 1-12.
- [34] JEMISON, D. B. y SITKIN, S. B. (1986): «Corporate Acquisitions: A Process Perspective», *Academy of Management Review* 11, páginas 145-163.
- [35] JENSEN, M. C. y MECKLING, W. J. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and the Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, 3, páginas 305-360.
- [36] JOSHI, M. P., KASHLAK, R. J. y SHERMAN, H. D. (1998): «How alliances are reshaping Telecommunications», *Long Range Planning*, 31 (4), páginas 542-548.
- [37] LAFFONT, J. J. y TIROLE, J. (2000): *Competition in Telecommunications. Munich Lectures in Economics*, The MIT Press, Cambridge.
- [38] LOW, A. L. (2001): «A Study of Two-Step Spin-offs», *Working Paper*, The Leonard N. Stern School of Business, Nueva York.
- [39] LUBATKIN, M. H. (1987): «Merger Strategies and Stockholder Value», *Strategic Management Journal*, 8, páginas 39-53.
- [40] McWILLIAMS, A. y SIEGEL, D. (1997): «Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues», *Academy of Management Journal* 40 (3), páginas 626-657.
- [41] MITCHELL, W. y SHAVER, J. M. (2003): «Who Buys What? How Integration Capability Affects Acquisition Incidence and Target Choice», *Strategic Organization*, 1 (2), páginas 171-202.
- [42] MORRIS, D. y HERGERT, M. (1987): «Trends in International Collaborative Agreements», *Columbia Journal of World Business*, verano, páginas 15-21.
- [43] MYERS, S. C. y MAJLUF, N. S. (1984): «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have», *Journal of Financial Economics*, 13, páginas 187-221.
- [44] OCDE/OECD (2001): *New Patterns of Industrial Globalisation: Cross-Border Mergers and Acquisitions and Strategic Alliances*, OECD, París.

- [45] REUER, J. J. y KOZA, M. P. (2000): «Asymmetric Information and Joint Venture Performance: Theory and Evidence for Domestic and International Joint Ventures», *Strategic Management Journal*, 21 (1), páginas 81-88.
- [46] REUER, J. J.; PARK, K. M. y ZOLLO, M. (2001): «Experimental Learning in International Joint Ventures: The Role of Venture Novelty and Experience Heterogeneity», *Working Paper*, INSEAD, Fontainebleau, Francia.
- [47] RIECK, O. (2002): «Value Creation in International Telecom Acquisitions», *Working Paper*, Nanyang Business School, Nanyang Technological University, Singapur.
- [48] SARKAR, S., CAVUSGIL, T. y AULAKH, P. S. (1999): «International Expansion of Telecommunication Carriers: The Influence of Market Structure, Network Characteristics, and Entry Imperfections», *Journal of International Business Studies*, 30 (2), páginas 361-382.
- [49] SCHERER, F. M. (1980): *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin Company, Boston.
- [50] SCHERER, F. M. y ROSS, D. (1990): *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin Company, Boston.
- [51] SHARPE, S. (1964): «Capital Asset Pricing: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk», *Journal of Finance*, 19, páginas 425-442.
- [52] SHUGART, W. F. y TOLLISON, R. D. (1984): «The Random Character of Merger Activity», *Rand Journal of Economics*, 15, 500-509.
- [53] SLOVIN, M., SUSHKA, M. y HUDSON, C. (1990): «External Monitoring and its Effect on Seasoned Common Stock Issues», *Journal of Accounting and Economics*, 12, páginas 397-417.
- [54] STEINER, P. O. (1975): *Mergers: Motives, Effects, Policies*, Michigan University Press, Ann Arbor.
- [55] SUBRAHMANYAM, V.; RANGAN, N. y ROSENSTEIN, S. (1997): «The Role of Outside Directors in Bank Acquisitions», *Financial Management* 26 (3), páginas 23-36.
- [56] TRILLAS, F. (2002): «Mergers, Acquisitions and the Control of Telecommunications Forms in Europe», *Telecommunications Policy* 26, Páginas 169-186.
- [57] WILLIAMSON, O. E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Wheatsheaf Books, Gran Bretaña.

ANEXO

Metodología utilizada en el estudio

Descripción: En este Anexo se recoge la metodología utilizada para la realización del estudio de acontecimientos presentado en la tercera parte del presente trabajo.

El rendimiento obtenido por las empresas que llevan a cabo adquisiciones y alianzas ha sido medido utilizando como metodología el estudio de acontecimientos, cuyo objetivo es determinar la reacción en el precio de los activos financieros ante el anuncio de determinados hechos relevantes, siguiendo el procedimiento de Brown y Warner (1985).

La respuesta en el precio de las acciones en torno a los días de anuncio de una operación se analiza a partir del cálculo de la rentabilidad anormal, que se define como la diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida en un día determinado y la rentabilidad esperada que se calcula tomando como base alguno de los modelos de valoración de activos financieros con riesgo.

$$RA_{kt} = R_{kt} - \tilde{R}_{kt} \quad [1]$$

siendo:

RA_{kt} : la rentabilidad residual, en exceso o anormal, de la acción k en el día t .

R_{kt} : la rentabilidad obtenida realmente por la acción k en el día t , una vez corregida por dividendos y ampliaciones de capital.

$\tilde{R}_{kt}$: la rentabilidad esperada de la acción k en el día t , calculada tomando como base el modelo de mercado de Sharpe¹ (1964).

La estimación del modelo de mercado se realizó utilizando datos de un intervalo de 180 días que tenía su comienzo 200 días antes de la fecha del anuncio — $t = -200$ — y finalizaba 21 días antes de esa misma fecha — $t = -21$ —. La exclusión de los 20 días anteriores al anuncio, para estimar el modelo de mercado, trata de eliminar aquellos datos que pudieran estar afectados por el suceso y cuya inclusión pudiera llevar a infraestimar las rentabilidades anormales, al estar el efecto del anuncio parcialmente incorporado en las rentabilidades esperadas.

Las rentabilidades anormales son calculadas según la fórmula [1] para cada uno de los días que componen la ventana del período de estudio. El exceso de rentabilidad acumulado se obtiene para cada título, agregando las rentabilidades anormales de los días en que tiene lugar la mayor reacción del precio de las acciones. Las reacciones experimentadas por el precio de las acciones en el caso europeo lleva a calcular las rentabilidades anormales en diferentes períodos, todos ellos comprendidos entre $a = -20$ y $b = +20$, al ser éste el período de tiempo en el que se concentran las mayores reacciones en el precio de las acciones ante los acontecimientos analizados.

Esta metodología se trató de aplicar a la muestra inicial formada por 643 adquisiciones y 736 alianzas, si bien para poder realizar este estudio de acontecimientos las operaciones debían cumplir los siguientes requisitos para ser incluidas en la muestra final:

Las cotizaciones diarias de la compañía europea se encontraban disponibles en la base *Thomson Financial DataStream*

La fecha precisa del anuncio de la operación podía ser identificada en la base Lexis-Nexis².

No se realizó ningún anuncio de cualquier operación que pudiese contaminar el efecto de la operación estudiada entre los cinco días naturales anteriores y posteriores al día del anuncio de esta operación³.

Tras eliminar los acontecimientos que no cumplían los criterios anteriores, la muestra final que se utilizó en la tercera parte de este estudio estaba compuesta por 372 alianzas y 271 adquisiciones realizadas por empresas europeas de telecomunicaciones.

¹ Otras posibilidades pasan por utilizar modelos como el *Zero-Beta Capital Asset Pricing Model*, *Arbitrage Pricing Model* —APM— o rentabilidades medias ajustadas. BROWN y WEINSTEIN (1985) plantean la utilización del modelo APM para los estudios de acontecimientos reportando una mejora únicamente marginal sobre el modelo de mercado. Asimismo, BROWN y WARNER (1985) muestran que la utilización de la rentabilidad media ajustada, utilizada, por ejemplo, por SLOVIN *et al.* (1990), puede ser tan adecuada como el modelo de mercado para la medida de las rentabilidades esperadas.

² LOW (2001) y REUER *et al.* (2001), entre otros, han mostrado que la fecha que figura en SDC no siempre coincide con el primer día del anuncio de una adquisición o una alianza. Como la medida exacta de esta fecha es crucial para la correcta aplicación de la metodología descrita en la tercera parte de este trabajo, se han verificado todas las fechas de anuncio mediante búsquedas sistemáticas en Lexis-Nexis.

³ Siguiendo a MCWILLIAMS y SIEGEL (1997), se han eliminado de la muestra original todas las observaciones en las que existían otras noticias sobre operaciones de capital, dividendos, contratos con el Estado, otras adquisiciones o alianzas distintas a las estudiadas o decisiones que supusiesen cambios en un alto ejecutivo de las compañías estudiadas.