

Análisis ex post de la influencia de las opas en el *performance* de las empresas adquiridas*

NURIA ALCALDE FRADEJAS

MANUEL ESPITIA ESCUER

Departamento de Economía y Dirección de Empresas

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de Zaragoza

1. INTRODUCCIÓN

Una de las opciones estratégicas a la que las empresas y los profesionales de la gestión dedican más atención es la del crecimiento. Las estrategias de crecimiento suponen alcanzar escalas operativas de orden superior, o bien explorar ámbitos de negocio en los que una determinada empresa no tiene presencia activa. De entre las fórmulas operativas que se han diseñado para llevar a la práctica tales estrategias de crecimiento, una que resulta de especial interés, tanto académico, como profesional, es la fórmula de la Oferta Pública de Adquisición (OPA).

Esta fórmula supone la entrada en el ámbito del organigrama de

* Este trabajo ha sido financiado por la CICYT a través del proyecto SEC 99-1087-C02-02 y por la Universidad de Zaragoza a través del proyecto 267-45. Agradecemos especialmente los comentarios y sugerencias realizados por el profesor Vicente Salas a versiones previas de este trabajo, así como por los dos evaluadores anónimos. Los errores que pueda haber son responsabilidad exclusiva de los autores.

la empresa de una división que hasta el momento era una empresa competidora o bien, totalmente ajena al interés de las actividades desarrolladas internamente. Las formas de proceder de esta empresa, ajena hasta el momento, y la de la propia empresa, se espera que generen economías derivadas del tamaño o de la diversificación que justifiquen los costes soportados por la coordinación y control incremental necesarios.

Desde otro punto de vista, las OPAs constituyen también un mecanismo de control de la labor desempeñada por los equipos gestores de las sociedades cotizadas que goza de gran relevancia fundamentalmente en países como EEUU y Reino Unido, donde el gobierno de la empresa recae en mayor medida sobre mecanismos de control externo.

De acuerdo con la teoría del mercado para el control de sociedades, sugerida originariamente por Manne (1965), cuando una empresa está siendo gestionada de forma ineficiente el precio de sus acciones desciende (asumiendo que el mercado de capitales es eficiente) y equipos directivos alternativos que se consideran más capaces se hacen con su control, desplazando al antiguo equipo y mejorando la gestión.

Tanto el desplazamiento de directivos ineficientes (y su sustitución por otros más capaces) como la posibilidad de obtener sinergias, son argumentos en base a los cuales cabría esperar una mejora de la rentabilidad de las empresas adquiridas en relación a la alcanzada antes de que se produjera la toma de control. Esta es la hipótesis que plantean Ravenscraft y Scherer (1987) y que trataremos de verificar para el caso español.

Al margen de los motivos que impulsan las tomas de control, la generación de valor a través de las fusiones y adquisiciones de empresas ha sido analizada en la literatura previa utilizando en unos casos información *ex ante* y, en otros, información *ex post*, obteniéndose resultados no siempre coincidentes. Si bien la valoración de una operación de toma de control la realiza inicialmente el mercado en las sucesivas sesiones de cotizaciones conjuntas según las expectativas formuladas “*a priori*” sobre el resultado de la adquisición, el objetivo final no puede verse cubierto hasta que haya transcurrido un lapso temporal suficientemente amplio y se hayan confirmado “*ex post*” las expectativas formuladas. En este sentido puede señalarse que si bien la oleada de fusiones y adquisiciones que se produjo

durante la década de los 80 en EEUU y Reino Unido tuvo inicialmente una acogida muy positiva en el ámbito empresarial puesto que, por un lado, favorecía la creación de unidades empresariales de dimensiones adecuadas para alcanzar un buen nivel de competitividad en una economía globalizada, y, por otro, permitía realizar la sustitución de gestores poco eficientes por otros más capaces, la experiencia acumulada en estos países hace que hoy en día se planteen algunas dudas sobre los efectos tan beneficiosos que en principio se atribuyeron a estas operaciones¹. Por un lado, muchas de las OPAs hostiles de los años 80 tuvieron un alto componente especulativo. Buscaban la obtención de resultados a corto plazo desmembrando a las empresas adquiridas y vendiendo aquellas partes de ellas que no tenían sentido para el grupo comprador dentro de su estrategia (Ravenscraft y Scherer, 1987). Por otro lado, Franks y Mayer (1996) sugieren que la mayor parte de las OPAs hostiles realizadas en el Reino Unido no tuvieron un carácter disciplinario. Muy por el contrario, las empresas adquiridas eran empresas bien gestionadas.

En España no ha existido tradicionalmente ningún período caracterizado por un elevado número de fusiones y adquisiciones (Martínez y Sanchis, 1990), si bien durante los últimos años ha aumentado la importancia de estas operaciones, registrándose transacciones de envergadura no conocida en nuestro país, en sectores como el eléctrico o el financiero. Palacín (1997) constata un incremento importante en el número de fusiones y adquisiciones durante la primera mitad de los años 90 que viene a reafirmar una tendencia iniciada ya durante la segunda mitad de los años 80 y destaca el predominio de las adquisiciones realizadas mediante oferta pública de adquisición frente a la fórmula de la fusión². A pesar de la importancia creciente de estas operaciones en nuestro país, cabe destacar la escasez de investigaciones sobre el impacto que las mismas están teniendo en las empresas implicadas. Los trabajos más relevantes realizados en este campo son los de Fernández y García (1995) y Fernández y Gómez (1999), en los que se cuantifica la valoración ex ante que el mercado realiza de las ofertas públicas de adquisición. Sin

¹ El importe de las fusiones y adquisiciones realizadas durante la década de los 80 en EEUU, se aproximó a los dos billones de dólares. El 30% de las 500 empresas FORTUNE fueron adquiridas o se fusionaron en este período (Jensen, 1996).

² El estudio toma en consideración únicamente las fusiones en las que al menos una de las sociedades intervinientes cotiza en Bolsa y las ofertas públicas de adquisición sobre sociedades cotizadas.

embargo, no se ha realizado ningún estudio sobre los efectos ex post de estas operaciones de toma de control. Con el fin, por un lado, de complementar la evidencia derivada de los trabajos que han adoptado el enfoque ex ante y de cubrir, por otro, la laguna existente en la literatura empírica española sobre las consecuencias a medio y largo plazo de las OPAs, en este trabajo adoptamos un enfoque ex post. Así, se analiza, para una muestra formada por 33 empresas no financieras que fueron objeto de OPA con éxito en nuestro país durante el período 1991-1996, la evolución de su *performance* operativo y global durante un período máximo de 7 años centrado en torno a la fecha de la operación.

Los resultados del análisis realizado indican que, con carácter general, y para el período de tiempo considerado, las tomas de control a través de oferta pública de adquisición, no se traducen en una mejora de los resultados de las sociedades adquiridas, produciéndose, por el contrario, una reducción significativa en el *performance* operativo de estas empresas, reducción que se ve mitigada en el caso de empresas adquiridas por otras pertenecientes a su mismo sector.

El trabajo se ha estructurado en seis apartados. En el segundo apartado se exponen los dos enfoques metodológicos alternativos utilizados en la literatura para contrastar la generación de valor a través de las fusiones y adquisiciones de empresas, así como las limitaciones inherentes a los mismos. La construcción de la muestra y la metodología utilizada se presentan en el tercer apartado. En el cuarto apartado se presentan los resultados del análisis de la evolución del *performance* de las empresas adquiridas. En el quinto se analiza la influencia de diversas variables potencialmente relevantes en el *performance* de estas empresas. Finalmente, en el sexto apartado, se exponen las principales conclusiones del trabajo.

2. GENERACION DE VALOR A TRAVES DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES: ESTUDIOS EX ANTE Y ESTUDIOS EX POST

Para dar respuesta a la cuestión de si las fusiones y adquisiciones de empresas generan valor o no, los trabajos realizados, referidos fundamentalmente a EEUU y Reino Unido, utilizan en unos casos información del mercado de capitales (estudios ex ante) y en otros, información contable (estudios ex post).

Los estudios *ex ante* o *event studies* se basan en el supuesto de eficiencia informacional de los mercados de valores. En estos trabajos, muy numerosos durante las décadas de los 70 y 80, el impacto de las fusiones y adquisiciones sobre la eficiencia de las empresas implicadas se evalúa a partir del análisis de los cambios experimentados por las cotizaciones de sus acciones durante un breve período en torno a la fecha del anuncio público de la operación. Los resultados obtenidos indican que, en general, las fusiones y adquisiciones generan valor y que son los accionistas de las empresas adquiridas los que obtienen la mayor parte de las ganancias. Con respecto a los accionistas de las empresas adquirentes, existe menor consenso entre los resultados de los estudios realizados, sin que pueda concluirse a partir de su revisión, la existencia de pérdidas o ganancias sistemáticas y significativas para los mismos. Dado, por tanto, que los accionistas de las empresas adquiridas obtienen ganancias significativas y que los de las adquirentes al menos no sufren pérdidas sistemáticas, la evidencia derivada de los estudios de acontecimientos indica que las fusiones y adquisiciones generan valor (véase Jensen y Ruback, 1983 y Jarrell, Brickley y Netter, 1988 en relación al caso estadounidense; Franks y Harris, 1989 sobre las fusiones y adquisiciones en Reino Unido; Eckbo y Langohr, 1989, para el caso francés) ³.

Esta metodología está sujeta, sin embargo, a algunas limitaciones. Así, Healy, Palepu y Ruback (1992) sugieren que los estudios de acontecimientos son insuficientes para determinar si las fusiones y adquisiciones generan ganancias económicas reales. Dado que estos estudios asumen la hipótesis de que los mercados de valores son eficientes, la revalorización de las acciones en torno a la fecha del anun-

³ Si bien en todos estos estudios se observan ganancias significativas para los accionistas de las empresas adquiridas, los resultados obtenidos para las empresas adquirentes presentan menor coincidencia. Así, los trabajos revisados por Jensen y Ruback (1983) sugieren que, en torno a la fecha del anuncio, los accionistas de las empresas adquirentes obtienen rendimientos extraordinarios próximos a 0 en el caso de las fusiones y pequeñas ganancias en las OPAs. De acuerdo con la revisión realizada por Jarrell, Brickley y Netter (1988), estas pequeñas ganancias observadas para los accionistas de las empresas adquirentes en OPAs, han ido decreciendo con el tiempo hasta hacerse insignificantes durante los años 80. Por su parte, Franks y Harris (1989) también observan mayores ganancias para las empresas adquirentes en OPAs que en fusiones y, además, señalan que las ganancias para las empresas adquirentes en OPAs en UK son superiores a las observadas en USA. Por el contrario, en el caso francés Eckbo y Langohr (1989) observan que durante las fechas próximas al anuncio público de la OPA, los accionistas de las empresas adquirentes obtienen rendimientos extraordinarios no significativos. Tampoco para las empresas adquirentes alemanas, Bühner (1991) observa rendimientos extraordinarios significativos en fechas próximas al anuncio. Sin embargo, este autor concluye que en Alemania las fusiones no generan valor puesto que al ampliar el horizonte temporal del estudio a los dos años posteriores a la operación, observa que los rendimientos extraordinarios acumulados son negativos y significativos.

cio de la fusión o adquisición es interpretada como la capitalización de ganancias futuras que obtendrán los accionistas como consecuencia de la operación. Sin embargo, Scherer (1988) y, en general todos aquellos autores que utilizan una metodología *ex post*, argumentan que los mercados de capitales no son perfectamente eficientes y que, por tanto, los movimientos observados en las cotizaciones de las acciones en torno a la fecha del anuncio de la toma de control pueden venir motivados por problemas de sobrevaloración e infravaloración de los títulos y no por la anticipación de ganancias económicas futuras. Por otro lado, Ballarín, Canals y Fernández (1994) critican el carácter excesivamente agregado de estos estudios, que no permite diferenciar el impacto de las decisiones analizadas en empresas individuales, y el reducido horizonte temporal que consideran ya que suelen ser estudios centrados en el corto plazo que no analizan la situación varios años después de iniciarse el proceso de fusión o adquisición.

En los estudios *ex post*, se considera que para determinar si las fusiones y adquisiciones generan valor es conveniente analizar la incidencia de estas operaciones en la evolución de las magnitudes contables de las empresas involucradas. Aunque los trabajos que analizan los efectos *ex post* de las fusiones y adquisiciones quedaron bajo la sombra de los estudios de acontecimientos durante los años 70 y 80, en la última década se ha vuelto a retomar con más fuerza este enfoque metodológico (véase Ravenscraft y Scherer, 1989, Healy, Palepu y Ruback, 1992 y Switzer, 1996, en relación al caso estadounidense, Dickerson, Gibson y Tsakalotos, 1997, para Reino Unido y Odagiri y Hase, 1989, para Japón). A diferencia de los estudios *ex ante*, los resultados de los trabajos basados en información contable son mucho menos consistentes entre sí, resultando difícil derivar unas conclusiones generales de los mismos. Diversos aspectos que pueden justificar parcialmente este hecho son, entre otros, las limitaciones inherentes a la información contable como base para medir la generación de valor, la dificultad de distinguir entre cambios específicos que afectan a la empresa estudiada y cambios o factores que afectan a todo el sector o mercado, o la posibilidad de que el tiempo que tardan en materializarse los efectos definitivos de una fusión o adquisición difiera sustancialmente de unos casos a otros, resultando, por tanto, poco adecuado analizar un número fijo de años para todas las empresas (Mandelbaum, 1993).

Por tanto, considerando conjuntamente la evidencia derivada de los trabajos que utilizan una y otra metodología, la generación de valor a través de las fusiones y adquisiciones de empresas es, todavía, una cuestión no resuelta.

Con relación al caso español, durante los últimos años han aparecido algunos trabajos que, utilizando la metodología de los estudios de acontecimientos, tratan de determinar si las fusiones y adquisiciones han generado valor (véase García (1994) sobre fusiones y adquisiciones, Fernández y García (1995) y Fernández y Gómez (1999) en relación a las OPAs y Fernández y García (2000) en relación a la compra de volúmenes significativos de acciones). Los resultados de estos trabajos coinciden, en general, con los de los estudios realizados en otros países. Aunque de menor cuantía que los observados en los mercados anglosajones, los accionistas de las empresas adquiridas obtienen rendimientos extraordinarios positivos en torno a la fecha del anuncio, mientras que los de las empresas adquirentes no obtienen ganancias ni pérdidas significativas⁴. La valoración que realiza el mercado de estas operaciones parece ser, por tanto, positiva, fundamentalmente en lo que a las OPAs se refiere. Sin embargo, resulta interesante al objeto de completar la evidencia derivada de los estudios ex ante, evaluar las consecuencias a más largo plazo de las OPAs, aplicando para ello un enfoque ex post.

La mayor parte de los estudios ex post realizados en otros países analizan el impacto de las tomas de control sobre el *performance* conjunto de empresa adquirente y adquirida, dada la dificultad existente para disponer de información individual para las empresas adquiridas tras la toma de control, puesto que muchas de ellas dejan de cotizar en Bolsa. Así, para evaluar el *performance* posterior se utilizan las cuentas anuales consolidadas de la empresa adquirente o, en su caso, las de la nueva empresa resultante de la combinación. Para que esta información resulte comparable con el *performance* previo a la toma de control, éste se calcula como la media ponderada de los resultados individuales de empresa adquirente y adquirida durante los años previos (Healy, Palepu y Ruback, 1992; Cornett y Tehranian, 1992; Clark y Ofek, 1994 y Switzer, 1996, entre otros).

Un inconveniente que surge al utilizar los resultados conjuntos

⁴ En el caso de las fusiones, García (1995) señala que durante el período post anuncio, los accionistas de las empresas absorbidas pierden las ganancias extraordinarias obtenidas anteriormente.

para evaluar las consecuencias de las tomas de control es que éstos reflejan en mayor medida el *performance* de la empresa de mayor tamaño, generalmente la empresa adquirente, y muchos de los cambios que experimenta el *performance* de la empresa adquirente pueden tener escasa relación con el éxito o fracaso de la operación objeto de estudio (Clark y Ofek, 1994)⁵.

Como una excepción a esta tendencia generalizada, puede destacarse el amplio trabajo de Ravenscraft y Scherer (1987), quienes con el fin de aislar el impacto de las tomas de control sobre el *performance* de las empresas adquiridas, utilizaron la información contable desagregada por ramas de actividad que algunas empresas estadounidenses estuvieron obligadas a presentar durante el período 1974-1977 (Line of Business Data).

En el caso español resulta algo más sencillo analizar el impacto de las tomas de control sobre el *performance* de las empresas adquiridas, ya que en nuestro mercado de control existe un número importante de OPAs parciales que aseguran la continuidad de algunas empresas objeto de OPA como entidades cotizadas independientes, de tal forma que es posible disponer de su correspondiente información económica y financiera con posterioridad a la toma de control.

3. MUESTRA Y METODOLOGÍA

3.1 Construcción de la muestra

La muestra utilizada para realizar el estudio está compuesta por 33 sociedades no financieras que durante el período 1991-1996 fueron objeto de OPA con éxito. Dado que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), fuente de la que se ha extraído la información correspondiente a las sociedades que componen la muestra, únicamente proporciona datos desde 1990, se ha escogido un período muestral (1991-1996) que permitiese obtener tanto información previa como posterior a la fecha de la operación.

Para seleccionar la muestra, en primer lugar se identificaron, a partir de los informes anuales de la CNMV, las 110 sociedades que durante el período 1991-1996 fueron objeto de toma de control por

⁵ En España, esta metodología ha sido utilizada por Apellániz, Serrano y Apellániz (1996) para evaluar el resultado de las fusiones entre cajas de ahorro.

parte de otra sociedad⁶. Puesto que el análisis se centra exclusivamente en empresas no financieras, de las 110 sociedades iniciales se eliminaron 25 pertenecientes al sector financiero. Sin embargo, dentro de estas 85 sociedades no financieras que fueron objeto de OPA de control en el período 1991-1996 existen algunas repeticiones. En concreto, diez sociedades fueron objeto de OPA en más de una ocasión a lo largo del período analizado. En unos casos, este hecho se produce porque dos sociedades compiten por el control de otra sociedad en un mismo período, lanzando sendas OPAs a lo largo del mismo. En otros, la mayoría de ellos, se trata de la misma sociedad adquirente que persigue la toma de control de la sociedad objetivo en fases consecutivas y previamente acordadas, lanzando OPAs en períodos sucesivos. En estos casos se ha considerado como fecha de lanzamiento de la OPA, la de la primera de ellas, entendiendo que a partir de ese momento ya podría constatarse alguna influencia de la empresa adquirente en la sociedad objetivo.

Una vez realizados estos ajustes, quedaban 73 sociedades no financieras diferentes sobre las que se había lanzado alguna OPA en el período 1991-1996. De éstas, se seleccionaron aquéllas para las que estaban disponibles las cuentas anuales correspondientes al menos al período anterior y a los dos posteriores a aquél en que se produjo la operación, aunque el análisis se extiende, cuando existe información, desde el año -3 al año $+3$ ⁷. Así, para el año previo (año -1) y los dos posteriores al año en que se realizó la OPA (años $+1$ y $+2$), se dispone de información correspondiente a 33 sociedades. La información relativa al año -3 está disponible para 24 sociedades, la relativa al año -2 para 31 sociedades y la correspondiente al tercer año posterior (año $+3$), para 22. Estas empresas, utilizando la clasificación sectorial de la CNMV, pertenecen a 13 sectores diferentes.

⁶ El número total de OPAs en el período 1991-1996 fue 142. De éstas, 32 fueron ofertas sobre acciones propias. Dado el carácter específico de estas operaciones y la ausencia de información posterior relativa a las empresas objeto de las mismas, el análisis se centra en las empresas objeto de OPAs de control.

⁷ Aunque es posible que en algunos casos, particularmente en aquéllos en los que se acometen reestructuraciones importantes en las empresas adquiridas, se requiera un período de tiempo muy amplio para evaluar el efecto definitivo de la toma de control, hay que considerar también el hecho de que cuanto más se aleja el período de análisis de la fecha de la operación, más probabilidad existe de que los resultados observados vengán afectados por otros hechos o acontecimientos diferentes del que se pretende analizar. Teniendo esto en cuenta, el período de análisis utilizado en trabajos previos y también las limitaciones impuestas por la base de datos utilizada, se ha considerado adecuado seleccionar un período que abarca como máximo los tres años posteriores a la toma de control.

Un resumen del proceso de selección comentado aparece recogido en el Cuadro 1.

CUADRO 1 CONSTRUCCIÓN DE LA MUESTRA

+ Total de OPAs en el período 1991-1996	142
- OPAs sobre acciones propias	32
- OPAs sobre sociedades financieras	25
- OPAs sobre sociedades que ya habían sido objeto de OPA en el mismo período	12
= sociedades no financieras diferentes sobre las que se lanzó algunas OPA de control en el período 1991-1996	73 (100%)
- sociedades para las que no se disponía de las cuentas anuales relativas como mínimo al período (-1, +2)	40 (55%)
= número de sociedades que componen la muestra	33 (45%)

La relativa brevedad del período de análisis considerado, sugiere que el *performance* de las empresas de la muestra puede verse afectado por cambios en el entorno económico o industrial. Para controlar estos efectos, se compara el *performance* de las empresas adquiridas con el de sus respectivos sectores. Para cada una de las empresas de la muestra y en cada año, se ha construido el patrón industrial de comparación utilizando los datos de las empresas que aparecen clasificadas en su mismo sector en la base de Auditorías de la CNMV. Este patrón industrial parece ser adecuado ya que en su construcción se están utilizando empresas que, al igual que las analizadas, son de cierta envergadura en cuanto a tamaño y también cotizan en Bolsa.

3.2 Medida de *performance*

Para evaluar la incidencia de la toma de control en los resultados de las sociedades adquiridas, se han utilizado dos medidas, una referida al *performance* operativo de cada sociedad, a la que denominamos PO, y otra referida a su *performance* global, a la que se denomina PG.

Con la primera de ellas se trata de recoger la influencia de la OPA sobre los resultados derivados de la actividad principal de la

sociedad adquirida. Así, la variable PO se obtiene relativizando el resultado de la explotación de la sociedad por el valor en libros de los activos que en mayor medida contribuyen a la obtención de este resultado, es decir, por el denominado activo de la explotación (inmovilizado inmaterial neto, inmovilizado material neto y activo circulante, excluidas las inversiones financieras temporales).

Sin embargo, y dado que la toma de control puede llevar, fundamentalmente durante los primeros años, a reestructuraciones dentro de la sociedad adquirida o a operaciones de carácter extraordinario que no tengan reflejo en el resultado de la explotación, resulta necesario evaluar la incidencia de la OPA no sólo sobre su *performance* operativo, sino también sobre una medida relativa a su *performance* global. Para ello se ha utilizado la variable PG, calculada como el beneficio antes de intereses e impuestos de la sociedad sobre su activo total neto⁸.

El análisis del cambio en el *performance* de las empresas objeto de tomas de control se realiza comparando el valor mediano que cada uno de los ratios utilizados presenta en los períodos previos a la toma de control con el que se obtiene para los períodos posteriores. Sin embargo, las diferencias observadas entre el *performance* post y pre OPA pueden ser debidas a factores económicos o industriales que nada tienen que ver con la toma de control, o bien, como sugieren Healy, Palepu y Ruback (1992) responder, simplemente, a una continuidad en la tendencia seguida por el *performance* de la empresa.

Para evitar el primero de los problemas planteados, los valores de los ratios PO y PG obtenidos para cada empresa se normalizan restándoles el valor de su respectiva mediana en el período y sector correspondiente. Dado que el número de empresas incluido en cada sector es diferente y con el fin también de evitar la influencia de los

⁹ En algunos estudios, como el de Healy, Palepu y Ruback (1992) y el de Switzer (1996), la medida de *performance* utilizada es el *cash flow* de operaciones relativizado por el valor de mercado del activo, calculado éste como el valor en libros de la deuda más el número de acciones multiplicado por su cotización. Esta medida presenta, a nuestro juicio, dos inconvenientes. El primero de ellos, se refiere a la falta de ajuste entre el numerador y el denominador del ratio utilizado, puesto que mientras el denominador del ratio hace referencia a toda la empresa en su conjunto, el numerador se refiere, única y exclusivamente, a la actividad principal de la sociedad. El segundo aspecto que, aunque los trabajos anteriores tratan de corregir, puede afectar a los resultados obtenidos, deriva de la sensibilidad del valor de mercado del activo a los cambios en las expectativas de los inversores sobre el *performance* de la empresa. Así, si por ejemplo el *cash flow* de una empresa se reduce en un 10% y el mercado percibe este descenso como permanente, reduciéndose el valor de mercado en un 10%, el ratio *cash flow* de la explotación sobre valor de mercado del activo no se modificará (Clark y Ofek, 1994).

outliers, se utiliza la mediana sectorial en lugar de la media. Así, el *performance* operativo ajustado por el sector (IAPO) para una empresa y período determinado se obtiene como:

$$IAPO_{it} = PO_{it} - POS_{it} \quad (1)$$

siendo,

PO_{it} el valor del ratio resultado de la explotación sobre activo de la explotación para la empresa i en el año t

POS_{it} el valor mediano del ratio resultado de la explotación sobre activo de la explotación obtenido entre las empresas pertenecientes al mismo sector que la empresa i , en el año t .

De forma análoga, el *performance* global ajustado por el sector (IAPG) para una empresa y período determinado, se obtiene como:

$$IAPG_{it} = PG_{it} - PGS_{it} \quad (2)$$

siendo,

PG_{it} el valor del ratio resultado antes de intereses e impuestos sobre activo para la empresa i en el año t

PGS_{it} el valor mediano del ratio resultado antes de intereses e impuestos sobre activo obtenido entre las empresas pertenecientes al mismo sector que la empresa i , en el año t .

Una vez solucionada esta primera cuestión, para resolver la segunda, la variación extraordinaria producida en el *performance* ajustado por el sector se obtiene a partir del término constante de una regresión en la que se utiliza como variable dependiente el *performance* post OPA ajustado por el sector y como variable independiente el *performance* pre OPA ajustado por el sector. Las ecuaciones estimadas son de la siguiente forma:

$$IAPO_{pos_i} = \alpha + \beta IAPO_{pre_i} + \varepsilon \quad (3)$$

$$IAPG_{pos_i} = \alpha + \beta IAPG_{pre_i} + \varepsilon \quad (4)$$

siendo

$IAPO_{pos_i}$ ($IAPG_{pos_i}$) la mediana del ratio IAPO (IAPG) correspondiente a la empresa i para el conjunto de años disponible durante el período posterior a la OPA

$IAPO_{pre_i}$ ($IAPG_{pre_i}$) la mediana del ratio IAPO (IAPG) corres-

pondiente a la empresa i para el conjunto de años disponible durante el período previo a la OPA

α , el término constante que captura el impacto de la OPA en la medida de *performance*

β , el término que recoge la posible existencia de una tendencia entre el *performance* previo y posterior a la OPA

4. RESULTADOS

4.1 Variación en el *performance* de las empresas de la muestra

En el Cuadro 2 aparecen reflejadas las medianas obtenidas para el *performance* operativo y global, ajustado por el sector, durante los tres años previos al de la operación (panel A) y los tres años posteriores (panel B). La última fila de cada panel recoge la mediana total del período previo a la OPA, en el caso del panel A, y del período posterior a la OPA, en el caso del panel B. Para calcular la mediana total del período previo a la OPA, en primer lugar se calcula, para cada una de las empresas, la mediana de su ratio IAPO (o IAPG, en el caso de *performance* global), en el conjunto de años del periodo previo para los que se dispone de información. La mediana total es la mediana de los valores individuales así obtenidos. Utilizando la información correspondiente al conjunto de años disponible para cada empresa en el período posterior y siguiendo el mismo procedimiento descrito, se calcula la mediana total del *performance* en el período posterior a la OPA. La variación en el *performance* de cada empresa se calcula como la diferencia entre las medianas de los períodos posterior y previo a la OPA. La mediana de estas diferencias aparece reflejada en el panel C del Cuadro 2⁹. La significatividad estadística de los resultados obtenidos se determina utilizando un contraste no paramétrico, el test de signos¹⁰.

⁹ En el apéndice se presenta la estadística descriptiva correspondiente a las medidas de performance para cada uno de los períodos analizados.

¹⁰ Aunque la prueba del rango con signo de Wilcoxon tiene más posibilidades que la prueba de los signos de detectar, si existe, una desviación respecto a la hipótesis nula, la prueba de signos es más robusta con respecto a la posible existencia de observaciones aberrantes (Lebart, Morineau y Fénelon, 1985).

CUADRO 2
PERFORMANCE AJUSTADO POR EL SECTOR EN LOS PERÍODOS
PREVIO Y POSTERIOR A LA OPA

Año relativo a la OPA	IAPO		IAPG		N
	Mediana	% Positivos	Mediana	% Positivos	
A: Performance pre-OPA					
-3	-2,75%	33%	-0,43%	42%	24
-2	0,00%	48%	0,74%	55%	31
-1	3,10%	64%	0,00%	48%	33
Mediana anual del período					
previo	0,89%	55%	0,14%	52%	33
B: Performance post-OPA					
+1	0,00%	48%	0,00%	39%	33
+2	-1,19%	39%	0,76%	36%	33
+3	-0,19%	41%	0,00%	45%	22
Mediana anual del período					
posterior	-1,55%	36%	-0,49%	36%	33
C: Diferencia entre el performance posterior y previo a la OPA					
Variación mediana	-3,19%***	24%	-1,37%*	30%	33
D: Análisis de regresión entre el performance posterior y previo a la toma de control					
$\text{IAPOpos}_i = -4,20\% + 0,59 \text{ IAPOpre}_i \quad R^2 \text{ corregido} = 17,9\% \quad F = 7,96^{***}$ $(-2,3)^{**} \quad (2,8)^{***}$					
$\text{IAPGpos}_i = -1,58\% + 0,41 \text{ IAPGpre}_i \quad R^2 \text{ corregido} = 12,8\% \quad F = 5,7^{**}$ $(-1,4) \quad (2,4)^{**}$					

*Significación <0,1; **Significación <0,05; ***Significación <0,01

Como se observa, durante el período previo a la OPA, y a excepción del año -3 en el que el *performance* ajustado de las empresas de la muestra resulta ser negativo, las empresas objetivo parecen obtener buenos resultados en relación a sus respectivos sectores. Considerando conjuntamente los años previos a la operación, el *performance* operativo de las empresas de la muestra es superior en un 0,89% al de sus sectores respectivos, mientras que el diferencial en el caso del *performance* global es algo inferior aunque también posi-

tivo, un 0,14%. A pesar de ello, no se puede afirmar que el *performance* de las empresas de la muestra sea superior al de su sector en el período previo a la OPA, puesto que las diferencias observadas no son significativamente distintas de 0. El porcentaje de empresas que obtienen un *performance* superior al de su sector en cada uno de los períodos analizados y en el conjunto del período previo no es significativamente diferente del que cabría esperar aleatoriamente (un 50%).

Considerando conjuntamente la información relativa a los años posteriores a la OPA disponibles para cada una de las empresas, el *performance* operativo y el *performance* global de las empresas objetivo es inferior en 1,55 y 0,49 puntos porcentuales, respectivamente, al de sus sectores, diferencias que tampoco resultan significativamente distintas de 0.

En el panel C del Cuadro 2 se pone de manifiesto, sin embargo, que las medianas de las variaciones experimentadas entre los períodos posterior y previo a la OPA por las medidas de *performance* ajustadas por el sector en las empresas de la muestra, resultan significativamente inferiores a 0 a un nivel de confianza del 99%, en el caso del *performance* operativo, y del 90% en el caso del *performance* global. Es decir, el *performance* ajustado por el sector de las empresas de la muestra en el período posterior a la OPA, es significativamente inferior al observado en el período previo.

En cuanto a los motivos que pueden haber impulsado estas operaciones, cabe indicar que a pesar de que existe abundante literatura en la que se señala que las OPAs pueden desempeñar un papel muy relevante como mecanismo de control de la labor desempeñada por el equipo gestor¹¹, a la luz de los resultados obtenidos, no parece que los motivos disciplinarios hayan impulsado de forma mayoritaria las OPAs en España. En un contexto en el que las OPAs se realizasen para disciplinar a directivos ineficientes, cabría esperar que los resultados corporativos de las sociedades adquiridas fuesen inferiores a los del sector durante los períodos previos a la toma de control. Los resultados obtenidos en esta investigación no ponen de manifiesto, sin embargo, que esta circunstancia se haya dado con carácter general en el mercado de control corporativo español¹².

¹¹ Véase Marris (1963), Manne (1965), Easterbrook y Fischel (1981) o Jensen (1995).

¹² También Crespi y Gispert (1999), aunque sin referencia exclusiva a las OPAs, observan que, en general, las transferencias de paquetes significativos de acciones no desempeñan un papel disciplinario en los mercados de capitales españoles.

4.2 Análisis de regresión

Para contrastar de forma más precisa el impacto de la OPA en el *performance* de las empresas objetivo, se estiman las regresiones propuestas en las ecuaciones (3) y (4).

De esta forma, es posible comprobar si la variación observada en el *performance* de estas empresas tras su toma de control es, simplemente, el resultado de una alta correlación entre su *performance* previo y posterior. En este caso, dicha variación no vendría motivada por la toma de control sino que únicamente reflejaría la continuidad de una tendencia en el *performance* de las empresas.

Para ello, se pone en relación el valor de la mediana de los ratios IAPO e IAPG en el período posterior a la toma de control con su valor en el período previo. La pendiente de la regresión recoge la correlación existente entre el *performance* previo y posterior. La constante es, por tanto, independiente del *performance* previo, y un valor de ésta significativamente distinto de 0 indicaría que la toma de control tiene influencia en el *performance* de la empresa (Healy, Palepu y Ruback, 1992; Switzer, 1996; Nohel y Tarhan, 1998).

Como se observa en el Cuadro 2, tanto en el caso del *performance* operativo como en el del *performance* global, existe una fuerte correlación entre el *performance* previo y posterior a la toma de control. En ambas regresiones, el valor estimado para el coeficiente β es positivo y menor que 1, lo que indica, por un lado, y puesto que β es positivo, que las empresas mejor situadas dentro de la muestra durante el período previo a la toma de control tienden a mantener su ventaja en el período posterior a la misma, y por otro, y puesto que el coeficiente β es menor que 1, que existe un cierto proceso de convergencia en el *performance* de las empresas de la muestra.

Por su parte, la estimación del coeficiente α , señala que si bien la toma de control no tiene una incidencia significativa sobre el *performance* global de las empresas, sí parece tenerla en sus resultados operativos ya que en este caso el valor estimado del coeficiente α es negativo y significativamente diferente de 0. Aunque es difícil saber cuáles pueden ser las causas que motivan este empeoramiento sin un análisis detallado de cada una de las empresas que componen la muestra, quizás la existencia de problemas iniciales de adaptación y coordinación entre empresa adquirente y adquirida, así como la

puesta en marcha de algún tipo de reestructuración en la empresa adquirida, puedan justificar estos resultados. Por otro lado, dichas reestructuraciones pueden tener reflejo en los resultados extraordinarios de la sociedad, de tal forma que compensen los peores resultados operativos y, por tanto, se traduzcan en un impacto no significativo de la OPA sobre el *performance* global de la sociedad. Aunque se trata únicamente de hipótesis avanzadas como posible explicación a los resultados obtenidos, las diferencias observadas entre los análisis realizados con el *performance* operativo y el *performance* global, ponen de manifiesto una cuestión de gran relevancia: la necesidad de investigar a fondo qué tipo de operaciones de carácter extraordinario se realizan en las empresas adquiridas tras la toma de control, con qué motivos se realizan y a qué tipo de activos o pasivos afectan. Algunos trabajos que han analizado las reestructuraciones que siguen a las fusiones y adquisiciones de empresas son los de Bhagat, Shleifer y Vishny (1990) y los de Healy, Palepu y Ruback (1992). Estos estudios son de carácter agregado por lo que su aportación al conocimiento de las fuentes de las ganancias o pérdidas en las fusiones y adquisiciones de empresas es limitada. Sin embargo, los estudios clínicos o estudios de caso, pueden arrojar mayor luz al respecto (véase Baker y Wruck, 1989 y Kaplan, 1989).

No obstante, y a pesar de las diferencias comentadas, la utilización de ambas medidas de *performance*, nos lleva a la conclusión de que las tomas de control no se traducen, en media, en unos resultados más favorables para las empresas adquiridas, tal y como cabría esperar, a priori, dados los rendimientos anormales positivos y significativos que en la cotización de las empresas adquiridas detectan los estudios de acontecimientos. La falta de concordancia entre los resultados obtenidos en este trabajo y los hallados por Fernández y Gómez (1999) y Fernández y García (1995) aplicando la metodología de los estudios de eventos puede resultar, cuando menos sorprendente. Sin embargo, Caves (1989) pone de manifiesto que en la literatura existente se han observado de forma recurrente numerosas contradicciones entre los resultados obtenidos en estudios ex ante y estudios ex post. Aunque todavía no se ha encontrado una explicación clara para este desacuerdo, cabe señalar que cuando el horizonte temporal considerado en los *event studies* se ha ampliado a varios años después de la toma de control, los resultados obtenidos en un buen número de trabajos (Dodd y Ruback, 1977; Agrawal, Jaffe y

Mandelker, 1992, Gregory, 1997, entre otros) indican que las revalorizaciones obtenidas en torno a la fecha del anuncio se desvanecen con posterioridad. Chatterjee y Meeks (1996) avanzan dos hipótesis que, a la luz de estos resultados, podrían justificar la discrepancia entre los resultados de los estudios de eventos y los de los estudios *ex post*. En primer lugar, si la eficiencia del mercado de capitales es semifuerte, éste descuenta la información pública disponible en el momento del anuncio, pero tras la operación puede aparecer información adicional y desconocida en el momento del anuncio, que dé lugar a una revisión a la baja de los precios. Una segunda hipótesis, ya avanzada por Jensen y Ruback (1983), indica que los cambios observados en las cotizaciones en las fechas próximas al anuncio pueden sobreestimar las ganancias futuras esperadas. Esta sobreestimación de las ganancias futuras podría venir, a su vez, explicada por la hipótesis de *hubris* (Roll, 1986), según la cual el optimismo de los inversores lleva a éstos a pagar demasiado. Un exceso de confianza en sí mismos, llevaría a los directivos de las empresas adquirentes a sobreestimar las ganancias vinculadas a la operación y a pagar en exceso.

5. DETERMINANTES DEL PERFORMANCE

Los resultados obtenidos indican que tras la oferta pública de adquisición no se detecta ninguna mejora en el *performance* global de las empresas adquiridas y que, incluso, parece producirse, en media, un empeoramiento significativo de su *performance* operativo.

Aunque esto ocurre en un elevado porcentaje de casos, aproximadamente un tercio y un cuarto de las empresas de la muestra, experimenta una mejora en su *performance* global y operativo, respectivamente, durante el período posterior a la toma de control. La cuestión que se plantea en el presente epígrafe es, por tanto, la siguiente: ¿qué factores pueden explicar estas diferencias entre unas empresas y otras?, ¿por qué unas mejoran y otras empeoran?

Como ya se ha puesto de manifiesto previamente, la respuesta a estas cuestiones sólo podría obtenerse a partir de un minucioso examen de las empresas adquiridas o del desarrollo de modelos estructurales que expliquen la variación en el *performance* de las empresas objeto de tomas de control. En este apartado se presenta, únicamente, el análisis empírico de la influencia de algunas variables que pueden

resultar potencialmente relevantes. En concreto, se han considerado el tamaño de la empresa adquirida, la coincidencia o no entre los sectores en que desarrollan su actividad empresa adquirente y adquirida y el hecho de que con posterioridad a la toma de control se produzcan o no reestructuraciones en la empresa adquirida (sustitución del equipo gestor y reducción de plantilla).

- Tamaño

En primer lugar, se considera el tamaño de la empresa adquirida. Las dificultades con las que pueden encontrarse los nuevos propietarios de la empresa, particularmente, si su intención es acometer reestructuraciones importantes en la misma, aumentarán con el tamaño de la empresa adquirida (Clark y Ofek, 1994). Otra razón para incluir el tamaño como variable explicativa puede encontrarse en la literatura sobre organización industrial, en la que, habitualmente, se considera el tamaño de la empresa como un factor determinante de su *performance* (Neumann, Bobel y Haid, 1983; Bothwell, Cooley y Hall, 1984; Cable, 1985). La variable TÑO se mide como el logaritmo neperiano del activo total neto de la empresa en el período previo a la oferta pública de adquisición.

- Coincidencia de sectores

En muchos casos, las adquisiciones de empresas se justifican por la existencia de sinergias entre empresa adquirente y adquirida que permiten situar el valor conjunto de ambas empresas por encima de la suma de sus valores por separado. La consecución de sinergias operativas, a través de economías de escala, alcance o poder de mercado, requiere un mayor solapamiento entre las actividades, productos o mercados de las empresas que se unen, por lo que pueden alcanzarse más fácilmente en adquisiciones relacionadas (Salter y Weinhold, 1979; Porter, 1980; Lubatkin, 1983 y Singh y Montgomery, 1987, entre otros). Por otro lado, las fusiones o adquisiciones en las que la empresa adquirente pertenece a la misma industria que la empresa objetivo tienen más probabilidad de conducir a una reducción de las ineficiencias de los directivos de la empresa objetivo. La mayor experiencia del equipo gestor de la empresa adquirente en los negocios de la empresa adquirida permite reconocer y corregir más fácilmente dichas ineficiencias (Pitts, 1976; Walsh, 1988; Cannella y Hambrick, 1993). Todo ello, lleva a considerar la pertenencia de las empresas adquirente y adquirida al mismo sector como una variable que puede influir significativamente en el *performance* obtenido por

las empresas adquiridas durante el período posterior a la oferta pública de adquisición. La variable IND toma el valor 1 para aquellas empresas de la muestra que han sido adquiridas por empresas clasificadas en su mismo sector por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y el valor 0 en caso contrario. La clasificación sectorial de empresas adquirentes extranjeras o que no cotizaban en Bolsa se ha realizado a partir de los directorios de empresas Duns, Duns Europa y, en su defecto (tres casos), mediante el rastreo, a partir de la base de datos Baratz, de noticias en prensa relacionadas con la empresa en cuestión.

- Reemplazo del equipo gestor y reducción de plantilla

Cuando los nuevos propietarios tienen como objetivo reestructurar la empresa adquirida, suelen ser medidas habituales el reemplazo del equipo gestor (Walsh, 1988, 1989; Walsh y Ellwood, 1991; Martin y McConnell, 1991; Cannella y Hambrick, 1993; Gómez, 1998) y la reducción del número de empleados (Lichtenberg y Siegel, 1990; Bhagat, Shelifer y Vishny, 1990), entre otras. Si bien, el reemplazo del equipo gestor aparece asociado generalmente a tomas de control disciplinarias, la reducción de plantilla puede producirse por motivos diversos. La reducción en el número de empleados de la empresa adquirida puede tener como origen la intención de eliminar costes redundantes surgidos como consecuencia del logro de economías de escala o alcance, la reestructuración de empresas mal gestionadas o la necesidad de reducir el exceso de capacidad en empresas adquiridas situadas en industrias en declive (O’shaughnessy y Flanagan, 1998).

La variable CD toma el valor 1 para aquellas empresas adquiridas en las que el presidente del Consejo de Administración o el director general han sido reemplazados en el plazo de un año desde la fecha en que se produjo la operación y 0 para el resto de empresas. Los cambios producidos han sido identificados a partir de la información suministrada por los directorios Duns, Dicodi, las memorias anuales de las empresas y la base de datos Baratz. En 17 de las 33 empresas de la muestra, el presidente del Consejo, el director general o ambos son reemplazados durante el año siguiente a la toma de control. Sin embargo, de acuerdo con las noticias aparecidas en prensa, en cinco casos, el cambio no parece atribuible directamente a la nueva estructura de propiedad, alegándose otros motivos como la jubilación de la persona que ocupaba el cargo o su dimisión por causas no relacionadas con la toma de control, por lo que a estas empresas se les ha

asignado un valor 0 en la variable CD.

El número de empleados de cada una de las empresas de la muestra se ha obtenido a partir de sus memorias anuales. Con datos relativos a 29 de las empresas de la muestra (no se han tenido en cuenta cuatro empresas en las que los datos sobre plantilla que aparecen en sus memorias no resultan comparables) y evaluando la variación en el número medio de empleados desde el año previo a la toma de control hasta el tercer año posterior como máximo (para 11 empresas la información se refiere al año +2), la plantilla media se ha reducido en 22 sociedades. La variación media en el número de empleados, considerando las 29 sociedades, ha sido del $-13,72\%$ ¹³. Clasificando el personal de cada empresa en directivos y personal de estructura, por un lado, y personal operativo, por otro, la variación media del primer grupo ha sido $-8,76\%$ y la del segundo, $-13,05\%$.

A partir de la información sobre el número de empleados, se ha construido la variable DE, que toma el valor 1 para aquellas empresas de la muestra en las que la variación media en el número de empleados durante el período posterior a la toma de control es negativa e inferior a la variación media producida durante los años previos. De esta forma, la variable DE, calculada para 29 empresas de la muestra, toma el valor 1 para 17 de ellas y 0 para el resto.

CUADRO 3
MATRIZ DE CORRELACIONES*

	IAPopr	IAPGpr	TÑO	IND	DE	CD
IAPopr	1,000 (0,000)	0,669** (0,000)	-0,197 (0,272)	-0,082 (0,65)	0,154 (0,426)	-0,127 (0,48)
IAPGpr		1,000 (0,000)	-0,078 (0,666)	-0,099 (0,583)	0,187 (0,331)	0,123 (0,496)
TÑO			1,000 (0,000)	0,354** (0,043)	-0,040 (0,838)	-0,223 (0,212)
IND				1,000 (0,000)	-0,110 (0,571)	-0,050 (0,783)
DE					1,000 (0,000)	0,368** (0,049)
CD						1,000 (0,000)

* Coeficiente de correlación de Pearson. Nivel de significación bilateral entre paréntesis.

** Correlación estadísticamente significativa al nivel del 5% (bilateral).

¹³ Es preciso señalar que la reducción de plantilla no siempre tiene porqué traducirse en despidos ya que puede producirse como consecuencia del traspaso de los empleados a otras empresas.

La matriz de correlaciones entre las variables explicativas utilizadas aparece recogida en el Cuadro 3. Como se observa, las dos medidas de *performance* utilizadas están altamente correlacionadas entre sí, si bien ninguna de ellas mantiene una correlación significativa con las restantes variables explicativas. El tamaño de la empresa objetivo guarda una correlación positiva y estadísticamente significativa con la variable IND, lo que sugiere que las transacciones de mayor tamaño se efectúan entre empresas del mismo sector. Por otro lado, el reemplazo del equipo gestor suele venir acompañado de reducciones en la plantilla de la empresa, como indica la elevada correlación entre las variables CD y DE.

En el Cuadro 4 se presentan los resultados de los análisis de regresión en los que, controlando siempre por el *performance* previo de las empresas adquiridas, se analiza la influencia que en su *performance* posterior, operativo en el panel A y global en el panel B, tienen los factores considerados potencialmente relevantes. Es decir, se han vuelto a estimar las regresiones propuestas en las expresiones (3) y (4), incorporando adicionalmente como variables explicativas las representativas de los factores comentados en este epígrafe. Dado el reducido tamaño de la muestra, la influencia de las variables explicativas se analiza en regresiones separadas (modelos 1 a 4), si bien se incluyen también los resultados de una última regresión en los que aparecen todas las variables explicativas consideradas (modelo 5).

CUADRO 4
DETERMINANTES DEL PERFORMANCE

	Panel A:					Panel B:				
	Variable dependiente: IAPOp _{it}					Variable dependiente: IAPGpos _{it}				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	-14,5% (-1,08)	-8,6%*** (-2,69)	-2,9% (-1,28)	-3,1% (-1,04)	-6,33% (-0,40)	-6,7% (-0,81)	-4,1%** (-2,07)	-1,5% (-1,06)	-1,3% (-0,75)	-1,5% (-0,18)
IAPOp _{it}	0,63*** (2,90)	0,62*** (3,03)	0,57*** (2,68)	0,66*** (2,77)	0,64** (2,54)					
IAPGpre _{it}						0,42** (2,41)	0,44** (2,58)	0,41** (2,35)	0,62*** (3,26)	0,68*** (3,78)
TÑO	0,009 (0,77)				-0,002 (-0,11)	0,005 (0,62)				-0,004 (-0,49)
IND		6,18%* (1,67)			6,78% (1,54)		3,6% (1,53)			5,4% (1,6)
CD			-3,2% (-0,87)		-0,16% (-0,03)			-0,24% (-0,1)		2,69% (1,12)
DE				-3,5% (-0,89)	-2,71% (-0,62)				-1,19% (-0,52)	-1,82% (-0,77)
F	4,22 (0,02)	5,59 (0,01)	4,32 (0,02)	3,97 (0,03)	2,06 (0,10)	2,99 (0,06)	4,15 (0,03)	2,77 (0,08)	5,33 (0,01)	3,607 (0,01)
N	33	33	33	29	29	33	33	33	29	29
R ² corregido	16,8%	22,3%	17,2%	17,5%	15,9%	11,1%	16,5%	10%	23,6%	31,8%

* Análisis de regresión para estimar la influencia del tamaño de la empresa adquirida, la relación entre los negocios de la empresa adquirente y adquirida, el reemplazo del equipo gestor y la reducción de plantilla en el *performance* posterior ajustado por la industria de las empresas adquiridas. (El valor del estadístico t de Student aparece entre paréntesis).
*Significación < 0,1; **Significación < 0,05; ***Significación < 0,01

Atendiendo a los resultados del Cuadro 4, se observa que el efecto positivo y estadísticamente significativo del *performance* previo sobre el *performance* posterior se mantiene en todas las regresiones realizadas.

Con respecto a las variables de control, la única que presenta un efecto estadísticamente significativo, aunque sólo de forma marginal, sobre los resultados operativos de las empresas adquiridas es la variable IND. Controlando por el *performance* previo, las empresas adquiridas por otras pertenecientes a su mismo sector, muestran un *performance* posterior superior al de las demás empresas adquiridas¹⁴. El efecto positivo de esta variable ha sido observado en trabajos previos como los de Healy, Palepu y Ruback (1992) y Ravenscraft y Scherer (1987).

Al utilizar como variable dependiente el *performance* global de la empresa adquirida, aunque también la variable IND mantiene un signo positivo y un estadístico t de *Student* más elevado que los correspondientes a los coeficientes de las restantes variables de control, su influencia ya no resulta estadísticamente significativa. Parece razonable pensar, sin embargo, que la mayor probabilidad de alcanzar sinergias o poder de mercado asociada al hecho de que la empresa adquirente pertenezca al mismo sector que la adquirida, debería reflejarse en mayor medida sobre el *performance* operativo, ligado a la actividad principal de la sociedad, que sobre el *performance* global, tal y como indican los resultados obtenidos.

El resto de las variables de control no manifiesta un efecto estadísticamente significativo en ninguna de las regresiones¹⁵.

La falta de significatividad del tamaño de la empresa adquirida es coincidente con el resultado obtenido por Healy, Palepu y Ruback (1992). Por el contrario, Switzer (1996) observa que el *performance*

¹⁴ Esta variable se ha mostrado, de forma recurrente, estadísticamente significativa o muy próxima a la significatividad en numerosas pruebas realizadas con diversas medidas de rentabilidad. Estos resultados tampoco son coincidentes con los obtenidos en los estudios de acontecimientos realizados en España. Fernández y Gómez (1999) observan que el carácter relacionado o no de la oferta no influye en los efectos de riqueza asociados a las OPAs. Fernández y García (2000) observan, en relación a la compra de paquetes significativos de acciones, que la inversión en actividades relacionadas viene asociada a mayores ganancias para las empresas adquirentes, aunque no ocurre lo mismo para las empresas adquiridas.

¹⁵ Se han realizado diversas pruebas, incluyendo otras variables de control como la nacionalidad del oferente (español o extranjero), la participación previa de la empresa adquirente en el capital de la empresa adquirida o la participación finalmente alcanzada. La influencia de estas variables tampoco resulta estadísticamente significativa.

post fusión se ve influido positivamente por el importe de la oferta realizada, variable que puede considerarse proxy del tamaño de la empresa adquirida.

Con respecto a la variable DE, los resultados obtenidos sugieren que la reducción en el número de empleados no da lugar a una mejora de la eficiencia operativa de las empresas adquiridas a través de una posible reducción en los costes laborales o de un mix capital-trabajo más eficiente. Podría interpretarse que dichas reducciones en la plantilla responden a una redistribución de riqueza desde los empleados a los accionistas, de tal forma que permiten financiar parte de la prima pagada a los accionistas de las empresas adquiridas. No obstante, diversos trabajos como los de Pontiff, Shleifer y Weisbach (1990), Rossett (1990) y Bhagat, Shleifer y Vishny (1990) indican que los recortes en costes de personal contribuyen de forma muy marginal a explicar las primas pagadas.

La sustitución del presidente o director general tampoco ejerce una influencia significativa sobre el *performance* post OPA. A pesar de que desde un punto de vista teórico se han dado argumentos que en unos casos sugieren que el reemplazo del equipo gestor es un factor clave y necesario para la evolución favorable del *performance* de las empresas adquiridas (Manne, 1965; Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983) y en otros, que el equipo directivo es un activo fundamental a retener para el éxito de la adquisición (Pitts, 1976; Jemison, y Sitkin, 1986), existen pocos trabajos que hayan analizado empíricamente esta cuestión. La evidencia sugiere que, en general y al margen de las tomas de control, la sustitución del equipo directivo tiene efectos no significativos en el *performance* subsiguiente de la empresa (Virany, Tushman y Romanelli, 1992, ofrecen una revisión de los trabajos realizados). Con relación al efecto que la sustitución del equipo gestor tiene en el *performance* de las empresas adquiridas, Cannella y Hambrick (1993) observan un impacto negativo. En todo caso, parece que la influencia de esta variable y de todas las consideradas en el estudio depende en gran medida de los motivos subyacentes a la toma de control. Dada la gran variedad de razones que pueden impulsar las tomas de control, es difícil que estudios agregados como el que hemos realizado puedan explicar con claridad las variables o factores que influyen en los resultados alcanzados en estas operaciones.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo se ha analizado la incidencia que sobre el *performance* de las empresas adquiridas tiene la modificación de su estructura de propiedad como consecuencia de la OPA. Si bien existen estudios que demuestran que se produce una revalorización significativa de las acciones de las sociedades adquiridas en torno al anuncio público de la operación (Fernández y García, 1995; Fernández y Gómez, 1999) es conveniente analizar la evolución posterior de estas sociedades para comprobar si los rendimientos extraordinarios observados constituyen la anticipación de ganancias económicas reales.

Para realizar el análisis se ha utilizado una muestra formada por 33 empresas objeto de OPA en el período 1991-1996. Utilizando dos medidas de *performance*, una referida a la empresa en su conjunto y otra relativa a su actividad de la explotación y un período máximo de siete años centrado en torno a la fecha de la OPA, el análisis pone de relieve diversas cuestiones. En primer lugar, se observa que el *performance* de las empresas objetivo no difiere significativamente del del sector al que pertenecen ni durante el período previo ni durante el período posterior a la toma de control. En segundo lugar, cabe destacar que para el 70% y 76% de las empresas de la muestra se observa un empeoramiento en su *performance*, global y operativo, respectivamente, ajustado por el sector. En tercer lugar, el análisis de regresión pone de manifiesto que, al controlar por la correlación existente entre el *performance* previo y posterior, la OPA no se traduce, en media, en una mejora del *performance* global de las empresas adquiridas, produciéndose, incluso, un empeoramiento significativo en su *performance* operativo.

Tras este primer análisis se ha considerado adecuado tratar de identificar qué factores pueden contribuir a explicar las diferencias observadas entre las empresas de la muestra en cuanto a la evolución de sus resultados. De las diferentes variables consideradas potencialmente influyentes -tamaño de la empresa adquirida, pertenencia de empresa adquirente y adquirida al mismo sector, reemplazo del presidente del Consejo de Administración o director general de la sociedad adquirida y reducciones significativas de su plantilla- únicamente la coincidencia entre el sector en el que desarrollan su actividad empresa adquirente y adquirida parece tener una influencia positiva y significativa sobre el *performance* posterior de la empresa adquirida,

de tal forma que la evolución posterior del *performance* operativo de estas empresas resulta más favorable cuando la empresa adquirente pertenece al mismo sector.

Aunque es necesario tomar estos resultados con cautela dado que el tamaño de la muestra es reducido, el análisis realizado indica que las revalorizaciones experimentadas por la cotización de las acciones de las empresas adquiridas en torno a la fecha del anuncio de la OPA, no se ven materializadas, con carácter general, en una mejora posterior de sus resultados, ni operativos, ni globales, al menos en un período de 2 o 3 años. Aunque cabe la posibilidad de que se produzcan mejoras a más largo plazo e, incluso, de que éstas pudiesen materializarse en otras partidas de la cuentas de resultados distintas a las aquí consideradas, como los resultados financieros o los impuestos, el análisis realizado sugiere la necesidad de ir más allá del estudio de la evolución de las cotizaciones en torno a la fecha del anuncio de la operación, para poder valorar de forma adecuada la eficiencia de las tomas de control.

Por otro lado, y en cuanto a los motivos que impulsan estas operaciones, cabe decir que si bien ésta es una cuestión que requeriría de un contraste más directo, las OPAs en España no parecen haber tenido, en general, un carácter disciplinario, ya que las empresas adquiridas no presentan en los períodos previos a la toma de control un *performance* significativamente inferior al de su sector. Estos resultados son contrarios a los que, de acuerdo con la Teoría de Agencia, cabría esperar. Sin embargo, el concepto de mercado de control societario predominante en la literatura, y desarrollado a partir de la Teoría de Agencia, corresponde al de un modelo de gobierno empresarial de mercado, pero la estructura y función del mercado de control en un modelo organizativo como el predominante en nuestro país puede ser muy diferente. En este sentido, Pérez-Soba (2.000) señala que la mayoría de las OPAs realizadas en España entre 1.989 y 1.996 han tenido carácter defensivo, buscando en muchos casos un incremento del control ya poseído. En nuestra opinión, este contexto contribuye también a justificar los resultados obtenidos en el presente trabajo.

APÉNDICE
CUADRO A.1: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LA VARIABLE PO^a

Año relativo a la OPA	Mediana	Media	Desviación típica	N
A: <i>Performance</i> pre-OPA				
-3	5,45%	11,14%	17,22%	24
-2	7,30%	10,33%	10,35%	31
-1	7,78%	10,73%	11,08%	33
<i>Performance</i> anual en el período previo	7,53%	11,39%	11,79%	33
B: <i>Performance</i> post-OPA				
+1	5,22%	5,66%	9,16%	33
+2	6,38%	4,81%	17,90%	33
+3	8,43%	6,87%	14,42%	22
<i>Performance</i> anual en el período posterior	5,22%	5,20%	11,94%	33
C: Diferencia entre el <i>performance</i> posterior y previo a la OPA				
Variación en el <i>performance</i>	-2,11%	-6,19%	12,43%	33

^a La variable PO se define como resultado de la explotación sobre activo de la explotación

CUADRO A.2: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LA VARIABLE IAPO^a

Año relativo a la OPA	Mediana	Media	Desviación típica	N
A: <i>Performance</i> pre-OPA				
-3	-2,57%	-0,79%	13,29%	24
-2	0,00%	2,65%	8,61%	31
-1	3,10%	3,57%	9,37%	33
<i>Performance</i> anual en el período previo	0,89%	2,68%	8,42%	33
B: <i>Performance</i> post-OPA				
+1	0,00%	-1,27%	7,67%	33
+2	-1,16%	-2,79%	17,37%	33
+3	-0,19%	-2,25%	12,46%	22
<i>Performance</i> anual en el período posterior	-1,55%	-2,61%	11,10%	33
C: Diferencia entre el <i>performance</i> posterior y previo a la OPA				
Variación en el <i>performance</i>	-3,19%	-5,29%	10,47%	33

^a La variable IAPO se obtiene como la diferencia entre el valor de la variable PO para cada empresa y el de la mediana sectorial correspondiente

APÉNDICE
CUADRO A.3: ESTADISTICOS DESCRIPTIVOS DE LA VARIABLE PG^a

Año relativo a la OPA	Mediana	Media	Desviación típica	N
A: <i>Performance</i> pre-OPA				
-3	3,64%	5,52%	9,72%	24
-2	5,36%	4,61%	8,93%	31
-1	4,03%	4,73%	9,86%	33
<i>Performance</i> anual en el período previo	4,57%	5,52%	8,34%	33
B: <i>Performance</i> post-OPA				
+1	4,68%	3,64%	5,86%	33
+2	4,61%	3,49%	8,19%	33
+3	5,91%	1,69%	18,68%	22
<i>Performance</i> anual en el período posterior	4,61%	3,67%	7,45%	33
C: Diferencia entre el <i>performance</i> posterior y previo a la OPA				
Variación en el <i>performance</i>	-0,78%	-1,85%	8,68%	33

^a La variable PG se define como resultado antes de intereses e impuestos sobre activo total neto

CUADRO A.4: ESTADISTICOS DESCRIPTIVOS DE LA VARIABLE IAPG^a

Año relativo a la OPA	Mediana	Media	Desviación típica	N
A: <i>Performance</i> pre-OPA				
-3	-0,43%	-0,83%	7,53%	24
-2	0,74%	-0,20%	6,96%	31
-1	0,00%	0,67%	8,89%	33
<i>Performance</i> anual en el período previo	-0,14%	0,69%	6,51%	33
B: <i>Performance</i> post-OPA				
+1	0,00%	0,97%	5,39%	33
+2	-0,76%	-1,41%	7,61%	33
+3	0,00%	-3,32%	17,58%	22
<i>Performance</i> anual en el período posterior	-0,49%	-1,29%	6,77%	33
C: Diferencia entre el <i>performance</i> posterior y previo a la OPA				
Variación en el <i>performance</i>	-1,37%	-1,98%	7,31%	33

^a La variable IAPG se obtiene como la diferencia entre el valor de la variable PG para cada empresa y el de la mediana sectorial correspondiente

BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, A., J.F. Jaffe y G.N. Mandelker (1992), "The Post merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly", *Journal of Finance*, 47, 1605-1622.
- Apellániz, P., C. Serrano y T. Apellániz, (1996), "Evaluación de los Resultados de las Fusiones a partir de la Información Contable", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(87), 429-457.
- Baker, G. y K. Wruck (1989), "Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buyouts: The case of The O.M. Scott & Sons Company", *Journal of Financial Economics*, 25, 163-190.
- Ballarín, E., J. Canals y P. Fernández (1994), *Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Un Enfoque Integrador*, Alianza Economía, Madrid.
- Bhagat, S., A. Shleifer y R. Vishny (1990), "Hostile Takeovers in the 80s: The Return to Corporate Specialization", *Brookings Papers: Microeconomics*, 1-85.
- Buhner, R. (1991), "The Success of Mergers in Germany", *International Journal of Industrial Organization*, 9, 513-532.
- Bothwell, J.L., T.F. Cooley y T.E. Hall (1984), "A New View of the Market-structure Performance Debate", *Journal of Industrial Economics*, 32, 397-417.
- Cable, J. (1985), "Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks", *Economic Journal*, 85, 118-132.
- Cannella, A. y D. Hambrick (1993), "Effects of Executive Departures on the Performance of Acquired Firms", *Strategic Management Journal*, 14, 137-152.
- Caves, R.E. (1989), "Mergers, Takeovers and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 151-174.
- Clark, K. y E. Ofek (1994), "Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4), 541-565.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Informes Anuales* (1990-1998). Madrid.
- Cornett, M.M. y H. Tehranian (1992), "Changes in Corporate Performance Associated with Bank Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 31(2), 211-234.
- Crespí, R. y C. Gispert (1999), "Block Transfers. Implications for the Governance of Spanish Corporations", trabajo presentado en el *III Foro de Finanzas* de Segovia.
- Chatterjee, R. y G. Meeks (1996), "The Financial Effects of Takeover: Accounting Rates of Return and Accounting Regulation", *Journal of Business, Finance and Accounting*, 23(5), 851-868.
- Dickerson, A. P., H.D. Gibson y E. Tsakalotos (1997), "The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms", *Oxford Economic Papers*, 49, 344-361.
- Dodd, P. y R.S. Ruback (1977), "Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 5, 351-374.
- Easterbrook, F.H. y D. R. Fischel (1981), "The Proper Role of Target's Management in Responding to a Tender Offer", *Harvard Law Review*, 94, 1161-1204.
- Eckbo, B.E. y H. Langohr (1989), "Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums. Public and Private Tender Offers in France", *Journal of Financial Economics*, 21, 363-403.
- Fama, E. F. y M.C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fernández, M. Y C.J. García (1995), "El Efecto de la Publicación de una OPA sobre la Rentabilidad de las Acciones", *Revista Española de Economía*, 12 (2), 219-240.
- Fernández, M. Y C.J. García (2000), "La Compra de Volúmenes Significativos de Acciones en el Mercado Español", *Investigaciones Económicas*, XXIV(1), 237-267.
- Fernández, A.I. y S. Gómez (1999), "Un Estudio de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Mercado de Valores Español", *Investigaciones Económicas*, XXIII(3), 471-495.

- Franks, J. y C. Mayer (1996), "Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure", *Journal of Financial Economics*, 40, 163-181.
- Franks, J. y R. Harris (1989), "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers. The UK Experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics*, 23, 225-249.
- García, C.J. (1994), *Fusiones y Adquisiciones de Empresas: Efectos sobre la Rentabilidad del Accionista*. Tesis Doctoral no publicada. Universidad de Valencia.
- García, C.J. (1995), "El Mercado de Control de Empresas: Evidencia Empírica", *Esic-Market*, Oct-Dic, 161-196.
- Gómez, S. (1998), "Determinantes del Reemplazo del Equipo Gestor en el Mercado de Control Corporativo Español", trabajo presentado en el *II Foro de Finanzas* de Segovia.
- Gregory, A. (1997), "An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms", *Journal of Business, Finance and Accounting*, 24(7), 971-1002.
- Healy, P., K. Palepu y R. Ruback (1992), "Does Corporate Performance Improve after Merger?", *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Jarrell, G.A., J. A. Brickley y J. M. Netter (1988), "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980", *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 49-68.
- Jemison, D.B. y S.B. Sitkin (1986), "Corporate Acquisitions: A Process Perspective", *Academy of Management Review*, 11, 5-50.
- Jensen, M.C. (1995), "Exito y Fracaso de los Sistemas de Control Interno", *Harvard Deusto Business Review*, 66, 68-85.
- Jensen, M.C. (1996), "Propietarios y Gerentes frente al Cash-Flow Libre: La Experiencia Americana" en Arena, J., Cardbury, A., Eguidazu, S. et al. (eds.) *Gobierno de la Empresa*, AB Asesores, Madrid.
- Jensen, M.C. y W.H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. y R. S. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Kaplan, S. (1989), "Campeau's Acquisition of Federated: Value Destroyed or Value Added?", *Journal of Financial Economics*, 25, 191-212.
- Lebart, L., A. Morineau y J. Fénelon (1985), *Tratamiento Estadístico de Datos*, Boixareu Editores, Barcelona.
- Lichtenberg, F.R. y D.L. Siegel (1990), "The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior", *Strategic Management Journal*, 27, 165-194.
- Lubatkin, M. (1983), "Mergers and the Performance of the Acquiring Firm", *Academy of Management Journal*, 8, 218-225.
- Mandelbaum, A. (1993), "Economic Aspects of Takeovers Regulation with Particular Reference to New Zealand" en Farrar, J. (ed.) *Takeovers, Institutional Investors and the Modernization of Corporate Laws*. Oxford University Press, 203-255.
- Manne, H.G. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73, 110-120.
- Marris, R. (1963), "A Model of the Managerial Enterprise", *Quarterly Journal of Economics*, 77, 185-209.
- Martin y McConnell (1991), "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover", *The Journal of Finance*, 46(2), 671-687.
- Martínez, J.A. y A. Sanchis (1990), "Tendencias Recientes en las Fusiones y Adquisiciones de Empresas Industriales", *Economía Industrial*, marzo-abril, 125-135.
- Neumann, M., I. Bobel y A. Haid (1983), "Business Cycle and Industrial Market Power: an Empirical Investigation for West German Industries, 1965-77", *Journal of Industrial Economics*, 32, 187-196.
- Nohel, T. y V. Tarhan (1998), "Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow", *Journal of Financial Economics*, 49, 187-222.

- Odagiri, H. y T. Hase (1989), "Are Mergers and Acquisitions Going to Be Popular in Japan Too? An Empirical Study", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 49-72.
- O'shaughnessy, K.C. y D.J. Flanagan (1998), "Determinants of Layoff Announcements following M&As: An Empirical Investigation", *Strategic Management Journal*, 19, 989-999.
- Palacín, M.J. (1997), *El Mercado de Control de Empresas. El Caso Español*, Ariel Economía, Barcelona.
- Pérez-Soba, I. (2000), "Las Ofertas Públicas de Adquisición en España 1989-1996. El Modelo de Gobierno Empresarial Organizativo", Tesis Doctoral no publicada. Universidad Complutense de Madrid.
- Pitts, R.A. (1976), "Diversification Strategies and Organizational Policies of Large Diversified Firms", *Journal of Economics and Business*, 28, 181-188.
- Pontiff, J., A. Shleifer y M.S. Weisbach (1990), "Reversions of Excess Pension Assets after Takeovers", *Rand Journal of Economics*, 21(4), 600-613.
- Porter, M. (1980), *Competitive Strategy*, New York: The Free Press.
- Ravenscraft, D. J. y F.M. Scherer (1987), *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Washington: Brookings Institution.
- Ravenscraft, D. J. y F.M. Scherer (1989), "The Profitability of Mergers", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 101-116.
- Roll, R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *The Journal of Business*, 59, 197-216.
- Rosett, J.G. (1990), "Do Union Wealth Concessions Explain Takeover Premiums? The Evidence on Contract Wages", *Journal of Financial Economics*, 27, 263-282.
- Salter, M. y W. Weinhold (1979), *Diversification through Acquisitions*, New York: The Free Press.
- Scherer, F.M. (1988), "Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments", *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 69-82.
- Singh, H. y C. Montgomery (1987), "Corporate Acquisitions Strategies and Economic Performance", *Strategic Management Journal*, 8, 377-386.
- Switzer, J.A. (1996), "Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions", *Journal of Economics and Business*, 48, 443-460.
- Virany, B., M.L. Tushman y E. Romanelli (1992), "Executive Succession and Organization Outcomes in Turbulent Environments: An Organizational learning Approach", *Organization Science*, 3, 72-91.
- Walsh, J.P. (1988), "Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions", *Strategic Management Journal*, 10 (4), 173-183.
- Walsh, J.P. y J.W. Ellwood (1991), "Mergers, Acquisitions and the Pruning of Managerial Deadwood", *Strategic Management Journal*, 12, 201-217.

Abstract

This study examines the change in performance of 33 non financial firms acquired as a result of tender offers which occurred in Spain between 1991 and 1996. There is no indication that on average the acquirers raised their target's profitability. These results are in contrast with evidence from event studies and suggest a need for more evidence on whether or not takeovers are value creating activities.