



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

# EL EFECTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LAS OPERACIONES DE F&A

Autor: Alfonso Treviño Santamaría

Director: Ignacio Cervera Conte

Madrid

Abril 2018

Alfonso  
Treviño  
Santamaría

**EL EFECTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LAS OPERACIONES DE F&A**



## Resumen

En este trabajo se analiza la relación entre las fusiones y adquisiciones de empresas y los movimientos en los tipos de interés. Se ha realizado un comentario sobre las principales herramientas y tipos de política monetaria para comprender cómo y por qué se mueven los tipos. Con el objetivo de establecer una relación con los tipos de interés, se ha procedido a un estudio de la evolución histórica y las motivaciones de los procesos de F&A. Después de la correspondiente revisión de la literatura más importante acerca de la materia, se pone de relieve el potencial efecto que tienen los tipos de interés en las operaciones y el mercado F&A. Dicho efecto se ha comparado con la situación actual del mercado de F&A en distintos países. Se concluye que el nivel de los tipos de interés reales tiene y ha tenido un efecto indirecto tanto en la forma como en el mercado de las operaciones de F&A.

**Palabras clave:** F&A, tipos de interés, política monetaria, ola de F&A, normalización, compra apalancada, comprador financiero.

## Abstract

This paper analyses the relationship between mergers and acquisitions and movements in interest rates. The principal types of monetary policy and its tools have been presented to understand how and why interest rates move. In addition, with the objective of finding a relationship with interest rates, historical evolution and the principal drivers of M&A activity have been studied. After the correspondent literature review, the potential effect of interest rates on the M&A market has been highlighted. This effect has been compared with the actual situation of the M&A market in different countries. As a conclusion, the level of real interest rates has an indirect impact on the M&A market and the morphology of deals.

**Key words:** M&A, interest rates, monetary policy, merger wave, normalization, leveraged buyout, financial buyer.

# Tabla de Contenido

<b>1. Introducción.....</b>	<b>6</b>
1.1 Propuesta de investigación.....	6
1.2 Contexto.....	7
1.3 Justificación del tema escogido.....	10
1.4 Estructura del trabajo.....	10
<b>2. Metodología.....</b>	<b>11</b>
<b>3. Las políticas monetarias.....</b>	<b>12</b>
3.1 Introducción.....	12
3.2 Objetivos de las políticas monetarias: limitaciones y capacidades.....	14
3.3 Tipos de políticas monetarias.....	17
3.4 Herramientas.....	18
3.5 Situación actual de los tipos de Interés.....	22
3.5.1 Europa.....	23
3.5.2 Estados Unidos.....	25
3.5.3 China.....	27
<b>4.F&amp;A: Historia, motivaciones y potenciales efectos de la política monetaria.....</b>	<b>28</b>
4.1 introducción.....	28
4.2 Las Olas de F&A.....	29
4.2.1 Primera Ola 1893-1904.....	30
4.2.2 Segunda Ola 1916-1929.....	31
4.2.3 Tercera Ola 1965-1969.....	32
4.2.4 Cuarta Ola 1981-1989.....	33
4.2.5 Quinta Ola 1992-2000.....	34
4.2.6 Sexta Ola 2003-2007.....	35
4.2.7 Conclusiones, relación histórica entre los tipos de interés y el mercado de F&A.....	36
4.3 Las motivaciones y el método de financiación.....	38
4.3.1 Motivaciones directas.....	38
4.3.2 Método de financiación.....	41
4.3.3 Conclusiones sobre el efecto de los tipos de interés en la motivación y la financiación de las operaciones de F&A.....	44
<b>5. Situación actual del mercado de F&amp;A.....</b>	<b>45</b>
5.1 Estados Unidos.....	45
5.2 Europa.....	47
5.3 China.....	48
<b>6. Conclusiones.....</b>	<b>49</b>
<b>7. Bibliografía.....</b>	<b>52</b>

## Tabla de figuras

FIGURA 1: EVOLUCIÓN ANUAL DEL NÚMERO Y VALOR AGREGADO DE LAS OPERACIONES DE F&A EN EUROPA .....	7
FIGURA 2: EVOLUCIÓN ANUAL DEL NÚMERO Y VALOR AGREGADO DE LAS OPERACIONES DE F&A EN ESTADOS UNIDOS .....	9
FIGURA 3: EL EFECTO DEL AUMENTO DE LA OFERTA MONETARIA EN EL TIPO DE INTERÉS.....	13
FIGURA 4: POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA, MODELO MUNDELL-FLEMING .....	17
FIGURA 5: FUNCIONAMIENTO DE UNA OPERACIÓN TEMPORAL.....	20
FIGURA 6: RESUMEN DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO .....	21
FIGURA 7: MID YIELD DE LOS BONOS A 10 AÑOS EN CHINA, ESTADOS UNIDOS Y ZONA EURO .....	23
FIGURA 8: TASA DE INTERÉS ACTIVA EN ESTADOS UNIDOS (1970-1998).....	34
FIGURA 9: EFECTO DEL APALANCAMIENTO SOBRE EL RETORNO PARA EL ACCIONISTA.....	43

# 1. Introducción

## 1.1 Propuesta de investigación

En este trabajo, se propone estudiar el impacto que pudieran tener los tipos de interés en las fusiones y adquisiciones<sup>1</sup> de empresas, más concretamente se busca observar si existe algún tipo de efecto en el número y tipo de las operaciones llevadas a cabo en ciertos mercados y cómo pueden cambiar las motivaciones de las operaciones si cambian los tipos de interés.

Se hará un comentario sobre la evolución, las funciones y el impacto de las políticas monetarias. El objetivo de esta parte del trabajo será construir una base que sirva para poner en contexto aquello más relevante sobre los tipos de interés para así intentar buscar una relación entre los mismos y las F&A.

La segunda parte del trabajo consistirá en un análisis general sobre las F&A y su evolución histórica, basado en la teoría aceptada por autores financiero-económicos de las *merger wave*. Con esto se intentará dejar claro si existe algún tipo de relación entre la evolución histórica de los tipos de interés y la evolución histórica de la actividad en F&A. Además, se comentarán las principales motivaciones de este tipo de operaciones y se tratará de ver cómo estas pueden verse afectadas por cambios en los tipos de interés. También, se llevará a cabo un análisis sobre la situación del mercado de operaciones de F&A en las principales economías (estadounidense, europea y china) para tratar de establecer potenciales relaciones entre el mercado y los movimientos de los bancos centrales en dichas economías.

Por tanto, el objetivo del trabajo es estudiar las potenciales relaciones entre las operaciones de F&A y los tipos de interés. Se busca descubrir si existe una conexión histórica que pueda confirmar una relación entre la actividad del mercado de F&A y los tipos de interés, además de buscar cómo podrían variar las motivaciones de este tipo de operaciones según varíen los tipos. Tras haber sacado una serie de conclusiones sobre dichas relaciones, se tratará de contrastarlas con la situación actual de las economías

---

<sup>1</sup> De ahora en adelante, a lo largo del trabajo se utilizará la abreviatura F&A para referirse a Fusiones y Adquisiciones

anteriormente mencionadas para intentar confirmarlas. De corroborar que existe un efecto, y si este es medible, se podría abrir una línea de investigación dirigida a cuantificar dicho efecto llegando incluso a la creación de modelos que permitan predecir a las instituciones financieras el efecto de las decisiones de los bancos centrales sobre la actividad en F&A.

## 1.2 Contexto

La progresiva recuperación económica en Europa está empezando a tener su efecto sobre las actividades de F&A. Como se puede contemplar en la figura 1, existe un progresivo aumento tanto del número de operaciones como del valor de las mismas. Este aumento, solo se ve mermado en 2016 debido a la inestabilidad política en Europa durante ese periodo de tiempo (Mergermarket, 2017).

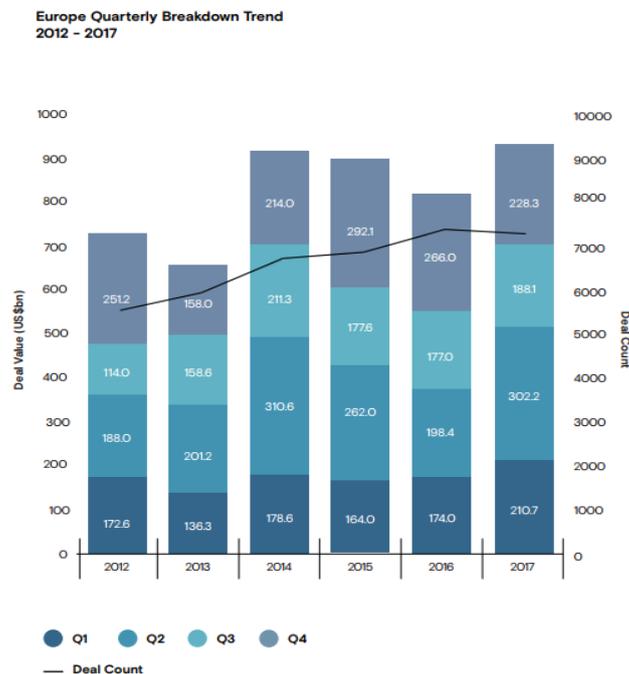


Figura 1: Evolución anual del número y valor agregado de las operaciones de F&A en Europa

Fuente: Mergermarket. (2017). *Global & Regional M&A Report Q4 2017*. London: Mergermarket

En este contexto y en la actualidad, se pueden identificar tres motivaciones principales de la aceleración en F&A : a) la creciente actividad de F&A china, sobre todo dirigida

hacia compañías extranjeras; b) los *private equities* que pese a que las valoraciones están en máximos. Durante el último año se han registrado cifras de récord en número de operaciones realizadas por este tipo de empresas; c) el importante crecimiento de las operaciones que tienen como objetivo una empresa tecnológica. (Tal es el crecimiento de las operaciones con empresas tecnológicas, que BCG habla de una potencial segunda burbuja tecnológica como la de principios del siglo XXI), (The Boston Consulting Group, 2017).

Con respecto a la situación actual de los tipos de interés, hay opiniones muy interesantes que dicen que Estados Unidos y Europa no tendrían márgenes de maniobra suficientes en políticas monetarias como para hacer frente a una nueva crisis debido a la lenta normalización de los tipos de interés (Eichengreen, 2018).

Esta novedosa situación para las operaciones corporativas, se ve secundada por varios autores y prensa especializada, que hablan de una nueva “ola” de F&A propiciada por la crisis y la posterior recuperación económica. Las olas de F&A suelen empezar y acabar con *shocks* disruptivos que afectan a muchas industrias al mismo tiempo, y en la actualidad estamos, según varios autores, en la mitad de una ola iniciada tras la crisis.

Muchos de los factores que han producido la nueva *ola*<sup>2</sup> tienen una importante carga y relación con factores macroeconómicos y más concretamente con los tipos de interés “*The low financing rates and rich cash balances that resulted in liquidity awash, as well as the fact that acquirers were less overvalued relative to targets during this wave, led to more pronounced cash (and less equity) financing. The drivers of the sixth merger wave are therefore more consistent with neoclassical explanations of merger waves*”<sup>3</sup> (Alexandridis, Mavrovitis , & Travlos, 2012).

En este escenario tan novedoso, que en parte viene propiciado por una situación macroeconómica muy específica, resulta relevante analizar cómo la macroeconomía y más específicamente los tipos de interés afectan al sector de F&A.

---

<sup>2</sup> Hay una corriente de estudios financieros que identifica hasta 6 *waves* u olas distintas en la historia de las operaciones corporativas.

<sup>3</sup> “Los tipos de interés bajos en financiación y los balances ricos en tesorería han resultado en un flujo de liquidez. También hay que tener en cuenta que, en esta era, las empresas compradoras están menos sobrevaloradas que las adquiridas. Esto produce un incremento de la tesorería frente a la emisión de acciones como fuente de la financiación de las operaciones. Los percutores de la sexta ola de fusiones están por tanto más en línea con las explicaciones de corrientes neoclásicas” (traducción propia).

Esta relevancia la acusa el hecho de que el Banco Central Europeo planea subir los tipos y acabar con las políticas de compra de activos que los están manteniendo a niveles próximos a 0%. Europa lleva funcionando varios años con tipos cercanos a cero, lo que permite acceder a financiación más barata, entre otras cosas, pero todo esto puede cambiar. Además, se tiene como ejemplo la situación de Estados Unidos, país que ya ha subido los tipos tras una situación muy similar a la de Europa (Wolf, 2018) y cuyo mercado de F&A durante los últimos años ha visto una evolución distinta a la de Europa como se puede apreciar en la figura 2 si se compara con la figura 1. Aparte de la típica comparación Europa-Estados Unidos, también es interesante evaluar el caso de China cuya política monetaria está encaminada hacia un lugar totalmente distinto y que puede aportar algo de luz y contraste al análisis.

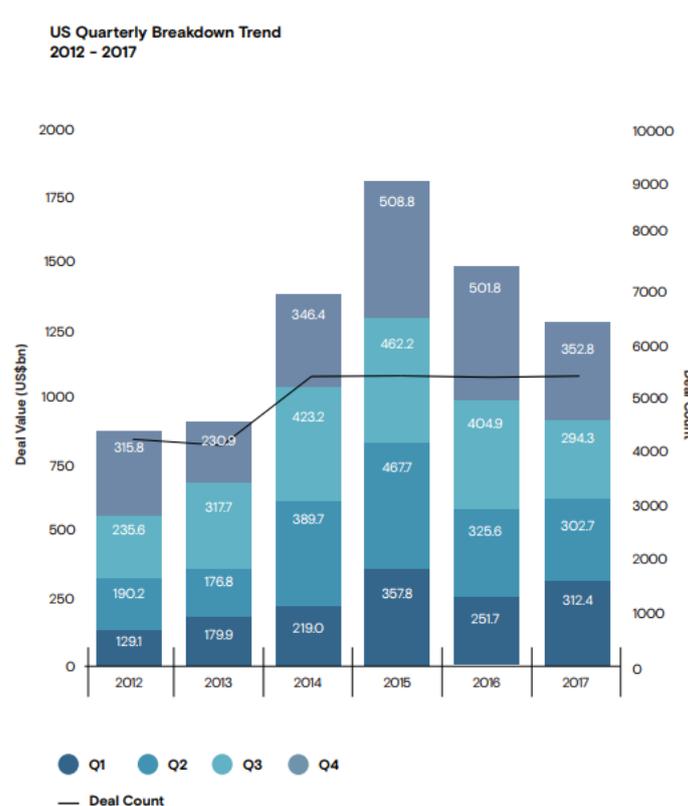


Figura 2: Evolución anual del número y valor agregado de las operaciones de F&A en Estados Unidos

Fuente: Mergermarket. (2017). *Global & Regional M&A Report Q4 2017*. London: Mergermarket

Por último, el riesgo es otro factor que hace interesante este estudio en el contexto actual. En la actualidad existen ciertos autores que piensan que la peculiar situación de las políticas monetarias hace que la esperada normalización de estas, pueda tener como consecuencia el desastre económico “*A spectre haunts the world economy. As the*

*exceptional monetary policies of the past decade tighten, many fear asset prices will collapse, and the financial system implode. Prophets of doom predict (or hope) that the world will at last suffer for the sins of activist central bankers”<sup>4</sup> (Wolf, 2018).*

En definitiva, un contexto en el que el mercado de las operaciones corporativas está en auge, unido a una situación macroeconómica en recuperación, pero con ápices de incertidumbre directamente relacionados con los tipos de interés, hacen relevante este trabajo.

### 1.3 Justificación del tema escogido

La justificación académica viene de la mano del contexto antes expuesto y del hecho de que en muy pocas publicaciones se habla de la potencial relación entre un fenómeno macroeconómico como las políticas monetarias y un fenómeno corporativo como las operaciones de F&A.

Como justificación personal que el alumno le da a la elección de este tema para el Trabajo de Fin de Grado, destacan su formación en ICADE y Lancaster University y sus aspiraciones profesionales. En ambas universidades de las que es estudiante ha tenido muy buenos profesores de economía y finanzas cuyas clases han tenido un poderoso impacto en su curiosidad personal. Además, se ha de destacar su interés general y aspiraciones en el mundo del *corporate finance* y de F&A. Son estas aspiraciones y esta formación previa las que invitan al alumno a expandir sus conocimientos sobre el tema propuesto a través de este trabajo.

### 1.4 Estructura del trabajo

1. Introducción: Se presenta la idea, se plantean los objetivos, motivos de interés y se pone en contexto la misma para dar pie al trabajo *per se*.

---

<sup>4</sup> “Un espectro acecha la economía mundial. Mientras las extraordinarias políticas monetarias llevadas a cabo durante los últimos 10 años se endurecen, muchos creen que los precios de los activos caerán y que el sistema financiero implosionará. Los profetas de la pérdida predicen (o esperan) que el mundo por fin sufra los pecados de los banqueros centrales activistas.” (traducción propia).

2. Metodología: se hace una explicación concisa del procedimiento utilizado para investigar, escribir y articular las ideas incluidas en el trabajo.
3. Cuerpo del trabajo: se subdividirá en dos partes: una relacionada con los tipos de interés en la que se hará una breve presentación sobre los principales efectos, funciones y herramientas de las políticas monetarias, además de un comentario sobre la situación actual de la política monetaria en China, Estados Unidos y la Eurozona. En la segunda parte, se expondrá la evolución histórica de la actividad en F&A. También, se utilizará la revisión de literatura relacionada con el tema para exponer las principales motivaciones de las operaciones de F&A y se comentará cómo pueden cambiar si varían los tipos de interés. Por último, en esta segunda parte del cuerpo del trabajo se analizará la situación del mercado de este tipo de operaciones por economías, para tratar de contrastar los cambios producidos por los tipos de interés en las operaciones de F&A.
4. Conclusiones: se tratará de defender el efecto que pudieran tener los cambios en los tipos de interés en: a) la morfología de una operación (cambios en la estructura de la financiación) b) El mercado y la actividad general de F&A.

## 2. Metodología

Para la obtención de los objetivos deseados y el planteamiento de potenciales hipótesis, se ha hecho una revisión de literatura académica relevante relacionada con la materia. Además, se han utilizado publicaciones de empresas directamente relacionadas con el sector para la obtención de datos y de ideas. Entre ellas destacan los bancos de inversión y consultoras estratégicas. Por último, la influencia que puedan tener ciertos artículos de prensa relacionados con el tema y comentarios en entrevistas de directivos de empresas también es destacable. Para la obtención de dicha literatura, se han consultado bases de datos académicas como *Google Scholar*, *Academic Search complete*, *Web of Science* y *Dialnet*, entre otras. Además, se ha acudido a la hemeroteca, el motor de búsqueda y trabajos previos de la Universidad Pontificia de Comillas y de Lancaster University. También se han utilizado los medios de prensa financiera con el acceso gratuito que ofrece ser estudiante de las dos universidades antes mencionadas.

Tras la obtención de los datos y la revisión de la literatura necesaria para llevar a cabo la parte analítica del trabajo, se han establecido una serie de conclusiones extrapoladas del cuerpo del trabajo que permiten entender cómo y en qué medida afectan los tipos de interés a la dinámica interna y de mercado en F&A.

Adicionalmente, habrá fuentes que potencialmente hayan tenido un impacto indirecto en el trabajo como profesionales del sector tratado o artículos de prensa. Estos, no serán citados por no influir directamente en el trabajo, pero merece la pena mencionarlos.

### 3. Las políticas monetarias

#### 3.1 Introducción

El objetivo principal de los bancos centrales es mantener estabilidad en los precios (controlar la inflación) y responder de forma efectiva a las fluctuaciones de otras variables macroeconómicas como el desempleo o el consumo. Este objetivo se consigue mayoritariamente a través de las políticas monetarias que se llevan a cabo mediante el ajuste de la oferta de dinero. Dicho ajuste se hace generalmente a través de las llamadas operaciones de mercado abierto. Por ejemplo, un banco central podría comprar de manera masiva bonos del Estado incrementando en última instancia la cantidad de dinero en el sistema financiero de dicho Estado. Por tanto, el efecto del control sobre la oferta monetaria se traduce en el movimiento de los tipos de interés. (International Monetary Fund, 2017)

De manera intuitiva se puede razonar que, a más cantidad de un activo en su mercado, menor el precio y viceversa. En el caso del mercado monetario ocurre lo mismo, como demuestra en el célebre modelo IS-LM desarrollado por Roy Harrod, John R. Hicks y James Meade que trata de explicar mediante un modelo matemático *La teoría general del empleo, el interés y el dinero* de John Maynard Keynes. En la figura 3 se observa la conocida relación entre la oferta monetaria y los tipos de interés definida por este modelo.

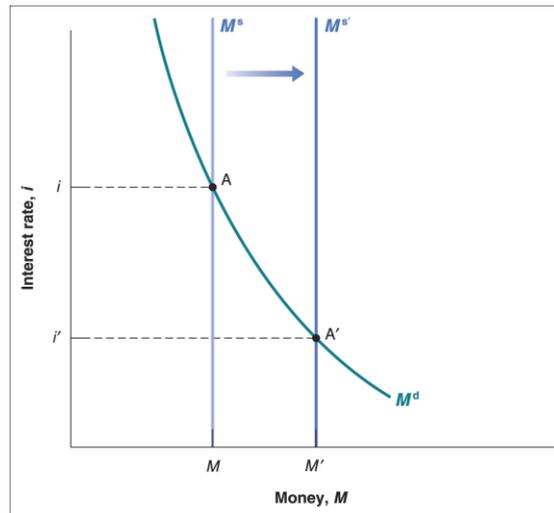


Figura 3: El efecto del aumento de la oferta monetaria en el tipo de interés

Fuente: Blanchard, Amighini, & Giavazzi. (2010). *Macroeconomics: A European Perspective*. Pearson Education Limited

Los tipos de interés son uno de los pilares básicos que sostienen cualquier sistema económico-financiero pues afectan a las decisiones de consumo, inversión, ahorro, exportación e importación (Board of the Federal Reserve, 2018). Además, existe la conocida paridad de tipos de interés, por la cual, el rendimiento esperado de los activos financieros domésticos es igual al de los extranjeros ajustados por el tipo de cambio. Esta relación explica la conexión entre tipos de interés y tipo de cambio. Este efecto es más que notable y afecta de manera directa en el día a día de las personas. El ejemplo más claro es: tras un aumento de la oferta monetaria y una reducción de los tipos de interés de los bonos del Estado y del mercado interbancario, los bancos tendrán menos incentivos para invertir y trasladarán la reducción del coste de su propia financiación a la concesión de crédito a individuos, manteniendo, eso sí, un margen de beneficio.

Por tanto, tras haber comentado la relación entre política monetaria y tipos de interés y la importancia de esta para la economía general se procederán a explicar los objetivos de los bancos centrales, las distintas herramientas con las que cuentan los bancos centrales para llevar estas políticas a cabo, los tipos de políticas monetarias y cómo estas afectan al mundo de la empresa.

## 3.2 Objetivos de las políticas monetarias: limitaciones y capacidades

Antes de comentar los principales objetivos que empujan a los bancos centrales a llevar a cabo políticas monetarias, merece la pena analizar hasta dónde llega el efecto de estas. Para ello se expondrá el pensamiento de Milton Friedman, padre del monetarismo y firme defensor de la política monetaria como medio para resolver problemas macroeconómicos. Friedman en respuesta al pensamiento de John Stuart Mill, que sostenía que el dinero era una máquina<sup>5</sup> como cualquier otra, acepta que el dinero es una máquina que sirve al hombre, pero una máquina que, de desajustarse, desajusta el resto de las máquinas de la economía. Con esta premisa, Friedman expone tres razones por las cuales el dinero y su control (política monetaria) por parte de una entidad independiente del gobierno (banco central) son útiles para la economía.

La primera es que el control del dinero hace que el propio dinero no sea un problema. Tras un análisis de las crisis históricas de Estados Unidos, Friedman llega a la conclusión de que las crisis económicas hasta entonces siempre habían estado causadas por un mal manejo de la cantidad de dinero en un sistema monetario y que por tanto las políticas monetarias permitían controlar el problema que causaba el descontrol del dinero.

*“In the United States, the 1907 episode and earlier banking panics are examples of how the monetary machine can get out of order largely on its own. There is therefore a positive and important task for the monetary authority”*<sup>6</sup> (Friedman, 1968).

Lo segundo es que el control de la cantidad de dinero da un contexto muy favorable para el desarrollo de la economía. Continuando con la analogía de Stuart Mill, el control de la máquina del dinero permite que el resto de las máquinas de la economía estén engrasadas. Es lógico pensar que un sistema económico funcionara mejor si sus trabajadores, empresarios, productores y consumidores saben que el nivel de precios va a permanecer estable. La forma de que los precios permanezcan estables es controlar la relación entre precios reales y nominales mediante el ajuste de la cantidad de oferta

---

<sup>5</sup> Stuart Mill y Friedman utilizan la palabra *machine* para referirse a los motores de los que se sirve el hombre para avanzar. Otro ejemplo sería la industria o la agricultura.

<sup>6</sup> “En Estados Unidos, el episodio de 1907 y situaciones de pánico bancario anteriores demuestran como la máquina del dinero se puede desajustar por sí sola. Por tanto, es importante el control sobre la oferta de dinero a través de la política monetaria” (traducción propia)

monetaria. Como se verá más adelante, el control del nivel de precios comentado por Friedman es el principal foco de atención de los bancos centrales en la actualidad.

Lo último que permite el control de la cantidad de dinero es responder ante afrentas repentinas y externas a la economía como una guerra. El control de la oferta monetaria permite controlar la inflación en un escenario de posguerra, manteniendo la economía saneada.

Pese a esto, Friedman entiende que las políticas monetarias tienen una serie de limitaciones: la fijación de los tipos de interés por un periodo largo de tiempo y el control del desempleo. El motivo por el que no se pueden fijar los tipos de interés a largo plazo es que las políticas monetarias tienen un efecto inicial inmediato y uno retardado. En una situación simplificada, el efecto inmediato de un aumento de la oferta monetaria sería la bajada de los tipos de interés como se ve en la Figura 3. Este aumento se produce porque los bancos tienen más reservas de capital y por tanto están dispuestos a ofrecer crédito por un menor interés. Esto hace que los consumidores y los inversores se lancen a consumir e invertir con crédito, lo que desencadena el efecto retardado de las políticas monetarias. Este efecto retardado se basa en que el consumo de una persona es la renta de otra. A mayor consumo, mayor renta y a mayor renta, mayor deseo de liquidez para consumir, lo que dispara la demanda de créditos (demanda de dinero) y hace que suban los tipos de interés.

La segunda limitación reside en la influencia que tiene la política monetaria sobre el desempleo por un motivo similar al de la fijación de los tipos de interés. Un control de la inflación a través de la política monetaria permite a los bancos centrales cambiar los salarios nominales, aumentando la oferta de trabajo (porque el coste relativo de contratar se reduce y el consumo aumenta), pero esto tendría un efecto retardado que llevaría la tasa de desempleo a una cifra similar a la del inicio.

Tras haber dejado claro cuáles son las limitaciones y el alcance de la política monetaria, analizaremos cuáles son los objetivos de los bancos centrales en la actualidad y cuáles deberían ser los objetivos de estos en teoría.

El objetivo principal de una política monetaria, según Friedman, es controlar la inflación. Esto está completamente en línea con los objetivos de los bancos centrales. Esta focalización es más evidente en Europa, el BCE lo deja claro en todos sus comunicados públicos y viene recogido en el tratado de Lisboa. (ECB, 2015)

“El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo *SEBC*, será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 119” (BCE, 2008).

También existe una voluntad directa por parte de la Reserva Federal recogida en el código de Estados Unidos por controlar la inflación, pero no es tan evidente como la del caso europeo. *“The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates”*<sup>7</sup> (Federal Reserve of the US, 1977).

Por tanto, se identifica como objetivo principal de las políticas monetarias tanto en teoría como en la práctica el control de la inflación.

Como objetivos complementarios se pueden identificar el control del desempleo y de los tipos de interés a largo plazo. Estos dos objetivos son los limitados por la teoría de Friedman, y por tanto los más difíciles de conseguir, prueba de ello es la desigual tasa de desempleo por países en de la zona-euro, lo que indica que en el desempleo influyen más factores fuera del alcance de la política monetaria. O el cambio escalonado de los tipos de intereses que no permite mantenerlos a un nivel moderado a largo plazo.

En conclusión, teniendo en cuenta las limitaciones de las políticas monetarias, se puede asumir que el objetivo principal de las mismas es controlar la inflación y, en la medida de lo posible y sin descuidar la inflación, alcanzar el máximo empleo y unos tipos de interés estables.

---

<sup>7</sup> “los directores de la mesa de la Reserva Federal y del comité federal del mercado abierto habrán de mantener un crecimiento monetario y del crédito conmensurado por el crecimiento de la economía a largo plazo que permita alcanzar el nivel máximo de empleo, estabilidad de precios y tipos de interés estables a largo plazo” (traducción propia).

### 3.3 Tipos de políticas monetarias

Existen dos tipos de políticas monetarias distintas y opuestas, las expansivas y las restrictivas. A grandes rasgos las políticas monetarias expansivas consisten en aumentar la oferta monetaria bajando los tipos de interés y la restrictiva consiste en lo contrario.

**Política monetaria expansiva:** como se acaba de mencionar, esta consiste en aumentar la oferta monetaria desencadenando una serie de reacciones en un sistema económico. Si se considera un escenario con alta movilidad de capitales y aplicamos el modelo de Mundell-Fleming, el primer efecto de una política monetaria expansiva sería el aumento de la renta y la bajada de los tipos de interés. Este aumento de la renta se produce por el incentivo que tienen los individuos para consumir y las empresas para invertir en lugar de ahorrar. Esta disminución de los tipos de interés reducirá el tipo de cambio de la moneda local como se ha visto antes con la condición de paridad de tipos de interés. Esto producirá una entrada de capital extranjero que reduce el impacto de la política en la renta nacional y afecta negativamente a la balanza de pagos. La explicación gráfica se encuentra en la Figura 5.

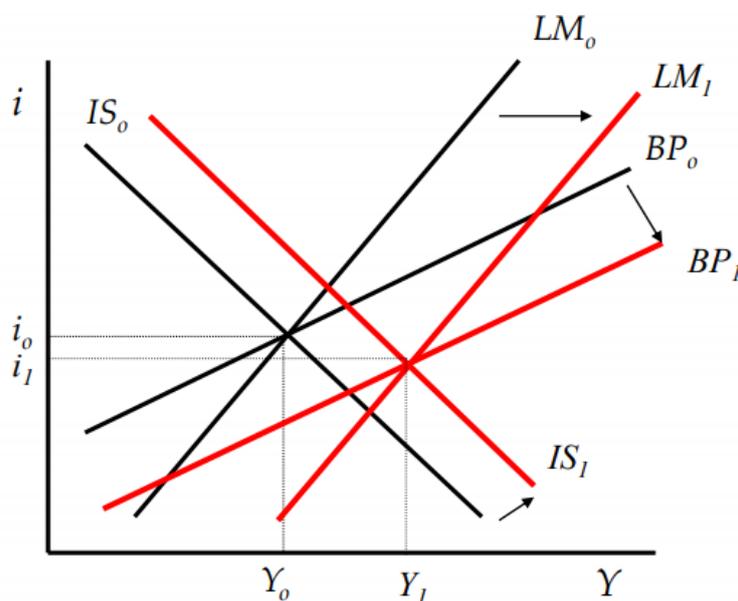


Figura 4: Política monetaria expansiva, modelo Mundell-Fleming

Fuente: Notas de la asignatura Teoría Económica Internacional impartida por la profesora Noemi Dans en ICADE

El ejemplo más claro y reciente de política monetaria expansiva es el de la actuación del BCE a partir de 2012 mediante la compra masiva de bonos públicos y privados a razón

de 60.000 Millones de Euros al mes insuflando así dinero al sistema. Durante este periodo, los tipos de interés alcanzaron su mínimo histórico, llegando incluso a ser negativos en algunas zonas de Europa.

### **Política monetaria restrictiva:**

Consiste en reducir la oferta monetaria del sistema financiero de un país o unión monetaria, aumentando así su escasez y también los tipos de interés. Utilizando el Modelo de Mundell-Fleming en una situación igual a la antes expuesta, el primer efecto de esta política sería una reducción de la renta y un aumento del ahorro. Esta reducción de la renta producida por la mayor dificultad para obtener liquidez se ve compensada por la entrada de capitales masiva producida por inversores extranjeros debido a la apreciación de la moneda, lo que en última instancia dejaría al país local con una balanza de pagos positiva. El esquema sería igual, pero al contrario que el expuesto en la figura 5. El ejemplo más reciente, que de hecho está pasando en la actualidad, es la subida de tipos que está llevando a cabo Estados Unidos. Tras la recuperación económica promovida por una previa política monetaria expansiva que abrió la puerta del crédito barato para las empresas, el país busca volver a la normalidad en cuanto a tipos de interés y planea mantener su subida a corto-medio plazo (Stark, 2018).

## 3.4 Herramientas

Entre los instrumentos de los que disponen los bancos centrales destacan dos grupos; los tradicionales y los *non-standard*<sup>8</sup>. Los instrumentos tradicionales no fueron suficientes para implementar las políticas deseadas por los bancos centrales durante la más reciente crisis y por tanto se complementaron con los *non-standard*. De esta última categoría de instrumentos destaca los programas de compra de activos (ECB, 2015).

El grupo de instrumentos tradicionales se divide en tres: las operaciones de mercado abierto, imposición del coeficiente de caja y las facilidades permanentes.

**Las operaciones de mercado abierto** son el principal tipo de herramienta de los bancos centrales para el control de la oferta monetaria. Este tipo de operaciones incluye

---

<sup>8</sup> Expresión utilizada en los informes de la Fed y del BCE para referirse a los instrumentos de política monetaria no comunes.

todas aquellas aceptadas por el BCE en las que se realice una compra o venta de activos financieros en el mercado secundario entre una entidad apta<sup>9</sup> y el banco central. Hay cuatro tipos de operaciones de mercado abierto definidas por los propios bancos centrales:

- Operaciones principales de financiación: operaciones de mercado abierto más importantes que consisten en inyectar liquidez con una periodicidad semanal y vencimiento de una semana.
- Operaciones principales de financiación a más largo plazo: iguales que las de la categoría anterior pero con vencimiento tres meses y regularidad de un mes.
- Operaciones estructurales: tienen como objetivo fijar la posición de liquidez del banco central frente al sector financiero. No tienen un plazo definido y sirven tanto para drenar como para inyectar liquidez. Consisten en controlar directamente la cantidad de oferta monetaria a través de la compra o venta de valores, repos o emisiones de deuda.
- Operaciones de ajuste: pueden realizarse *ad-hoc* y sirven para suavizar los efectos que tienen los cambios en la liquidez y los tipos de interés para las entidades financieras en momentos puntuales.

Para llevar a cabo este tipo de operaciones, el mercado utiliza principalmente 5 instrumentos financieros. Entre los que destacan los siguientes:

- Operaciones temporales: más conocidas como `repos`. Consisten en una compra o venta temporal de activos financieros. La temporalidad de este tipo de operaciones se fundamenta en que pasado un periodo de tiempo acordado, se realiza la operación contraria a la inicial, el vendedor de activos financieros vuelve a recibir los mismos. Lo único que cambia es la cantidad de dinero que se ajusta al tipo de interés que desea tomar o traspasar el banco central. En la figura 6 se observa de manera esquemática en qué consiste una repo.

---

<sup>9</sup> Para que una entidad sea apta para llevar a cabo operaciones de mercado abierto con un banco central, ha de estar sujeta a la imposición de un coeficiente mínimo de caja. (ECB, 2015)

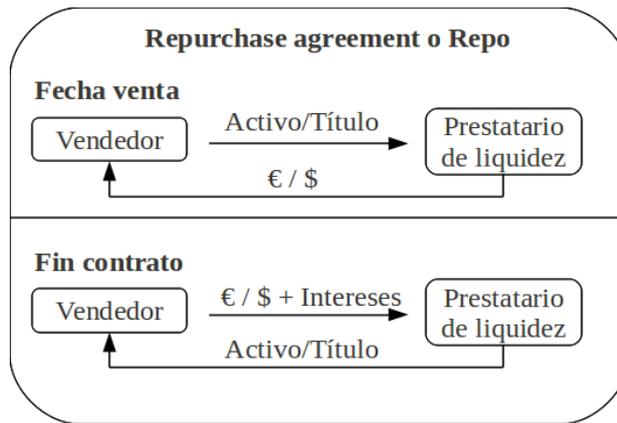


Figura 5: Funcionamiento de una operación temporal.

Fuente: <https://alexrayon.es/2011/01/02/tomaduras-de-pelo-ernst-young-audita-lehman-brothers/>

- Compras o ventas de activos a vencimiento: compras o ventas simples en el mercado abierto, conocidas como *quantitative easing*.
- Emisión de certificados de deuda: como se ha mencionado antes, el banco central puede modificar las condiciones de la emisión de su deuda para así manejar la liquidez del mercado.
- Swaps de divisas: como su nombre indica son operaciones simultaneas en las que se cambian divisas.
- Captación de depósitos a plazo: el banco central puede actuar como depositario durante un plazo fijo remunerando así a los depositantes y definiendo un tipo de interés base.

Se puede observar que las operaciones de mercado abierto son el instrumento más complejo y completo de los bancos centrales para la gestión de sus políticas monetarias, en la figura 7 se resumen los distintos tipos de operaciones de mercado abierto y las herramientas utilizadas.

Instrumentos de política monetaria	Tipo de operación		Vencimiento de la operación	Frecuencia de la operación	Procedimiento de selección de la contraparte
	Inyección de liquidez	Drenaje de liquidez			
<b>Operaciones de mercado abierto</b>					
Operaciones principales de financiación	Operaciones temporales		Una semana desde 9-3-04	Semanal	Subasta ordinaria
Operaciones de financiación a más largo plazo	Operaciones temporales		Tres meses	Mensual	Subasta ordinaria
Operaciones de ajuste ( <i>fine-tuning</i> )	Operaciones temporales Swaps de divisas	Operaciones temporales Swaps de divisas Captación de depósitos a plazo fijo	No estandarizado	No regular  No regular	Subasta rápida Procedimientos bilaterales
Operaciones estructurales	Operaciones temporales Compra de valores en firme	Emisión de certificados de deuda Venta de valores en firme	Estandarizado/no estandarizado	Regular y no regular	Subasta ordinaria  Procedimientos bilaterales

Figura 6: Resumen de las operaciones de mercado abierto

Fuente: <http://economipedia.com/definiciones/operaciones-de-mercado-abierto.html>

**Imposición del coeficiente de caja:** definidas por el Banco de España de la siguiente manera, “Depósitos que las entidades de contrapartida deben mantener obligatoriamente en los bancos centrales nacionales. Son un instrumento de política monetaria que afecta a las necesidades estructurales de liquidez del mercado y permite estabilizar los tipos de interés a corto plazo. En el Eurosistema, las reservas mínimas se calculan aplicando un coeficiente, actualmente el 1%, llamado coeficiente de reservas o coeficiente de caja, a los saldos, a fin de mes, de determinados pasivos de las entidades de crédito, generalmente a plazos inferiores a dos años que, en conjunto, forman lo que se denomina base de reservas. Las reservas así determinadas se deben mantener durante un período de un mes y se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. El período de mantenimiento de reservas se inicia a partir del día de la liquidación de la primera operación principal de financiación posterior a la reunión del Consejo en la que tomen decisiones de política monetaria. Una entidad cumple las exigencias de mantenimiento de reservas durante ese mes si la media de los saldos diarios en su cuenta en el banco central no es inferior a la cantidad exigida” (Banco de España, 2018).

**Facilidades permanentes:** son similares a las captaciones de depósito a plazo antes mencionadas. Consisten en facilidades que otorgan los bancos centrales (bancos centrales nacionales en el caso de la Zona Euro) a las entidades financieras de sus respectivos países tanto para depositar como para tomar prestada liquidez con un plazo

de tiempo muy corto. Este tipo de herramientas son orientativas para conocer en qué margen se mueven los tipos de interés. En el caso de la Eurozona, el EONIA está siempre por debajo del tipo de la facilidad permanente de préstamo y por encima de la facilidad permanente de depósito. El EONIA es el tipo medio del euro teniendo en cuenta las operaciones interbancarias llevadas a cabo durante un día. El EONIA es la base de los tipos que cobran los bancos a sus clientes o de tipos los bonos del Estado.

Por último, se procederá a analizar en qué consisten las herramientas *non-standard* dada su importancia y su utilización tanto en la Zona Euro como en Estados Unidos durante las últimas políticas monetarias llevadas a cabo por sus respectivos bancos centrales (Giannone, Lenza, Pill, & Reichlin, 2011). Entre estas destacan:

**LTROs** (*Longer-term refinancing operations*): Creados e implementados por el BCE en 2011. Consisten en crédito que se da a las empresas a un plazo de 1 año y con opción a pronto pago sin penalidad. En casos extremos, se pueden conceder con un plazo de hasta 3 años. Esta herramienta es una de las más utilizadas por el BCE, y se utilizó como medida de urgencia en el periodo de 2011 a 2012 para inyectar liquidez en el sistema financiero europeo que por aquel entonces estaba devastado por la crisis soberana europea.

**APP** (*asset purchase program*): este nuevo programa consiste en añadir más tipos de activos al balance del banco central como medida excepcional. Se añade a la compra de activos financieros, bonos corporativos tanto de empresas privadas como públicas no financieras. Esto permite beneficiarse de las políticas monetarias no solo a las entidades financieras sino a entidades privadas y públicas.

### 3.5 Situación actual de los tipos de Interés.

Con la esperanza de ver de qué manera afectan las políticas monetarias a los tipos de interés, se analizará la situación presente de tres bancos centrales distintos con situaciones diferenciadas para comprobar cómo se aplica la teoría previamente expuesta. Los tres países que se analizan son: Estados Unidos, por su corriente proceso de subida de tipos tras la implementación de una potente política monetaria expansiva; la Zona Euro, por estar en una situación compleja, a punto de iniciar un proceso de normalización de su política monetaria tras otra fase expansiva; China, por ser una

economía emergente con relevancia estratégica y estar en una situación de tipos totalmente distinta a la de Estados Unidos y la Zona Euro. Las diferencias actuales de estas tres potencias en cuanto a política monetaria se hacen evidentes en la figura 8, donde se ve la evolución histórica del tipo de interés de los bonos a 10 años. Se ha elegido el bono a 10 años por ser concebido por la literatura de valoración como el activo libre de riesgo y porque como se ha expuesto con anterioridad, la emisión de bonos y letras del estado es una de las herramientas principales de política monetaria.

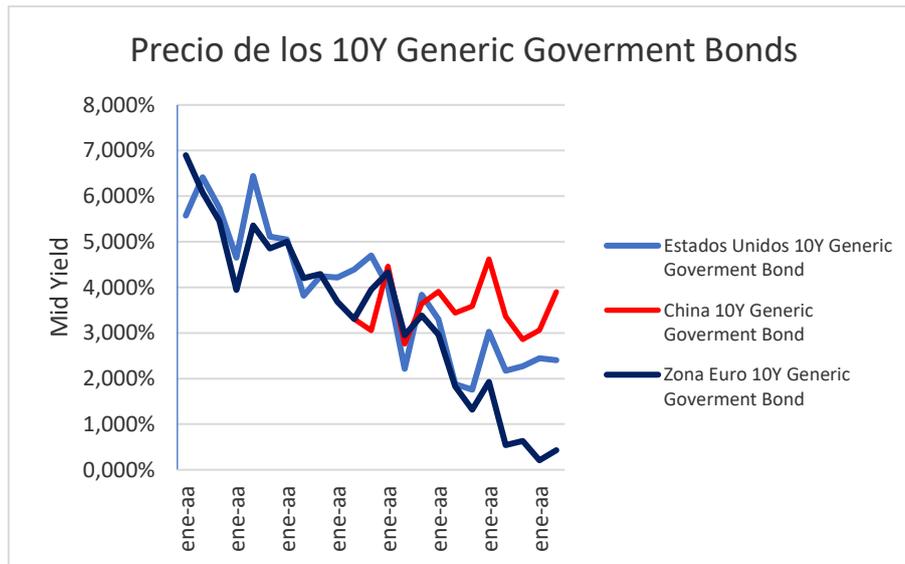


Figura 7: Mid yield de los bonos a 10 años en China, Estados Unidos y Zona Euro

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

### 3.5.1 Europa

La situación actual de la Eurozona es fruto de las medidas tomadas por los banqueros centrales del BCE en respuesta a la crisis de deuda. Estas medidas se ven plasmadas en el llamado ‘plan Dhragi’ que consistió en un rescate bancario de 490 Billones de euros y en el comienzo del plan masivo de compra de activos monetarios. Este plan se inició en 2011 y se complementa con el programa de compra de activos mensual (APP). El programa consistía en una compra por valor de 60 billones de euros mensuales en activos financieros pertenecientes a compañías y gobiernos de la Zona Euro. Con esto, el BCE consiguió mantener el crédito dentro de la Zona Euro bajo control, permitiendo así que la crisis financiera no hundiera al conjunto de los consumidores y empresas.

El plan de compra de activos del BCE tuvo un punto de inflexión en octubre de 2017, el Banco Central decidió empezar un proceso de normalización que redujo la compra de activos a la mitad a partir de 2018 y que planea acabar con ella para septiembre del mismo año. Según el BCE, la normalización se llevará a cabo progresivamente viendo cómo afecta a la inflación, por tanto, la duración del proceso no está definida. Tampoco está definida la situación económica que deparará a la Zona Euro a medio plazo y hay distintas voces que alarman de potenciales problemas que pueden surgir del proceso de normalización.

Gracias a las políticas monetarias del BCE, la Zona Euro ha conseguido crecer un 1,7% en 2017 y se espera que crezca un 1,8% en 2018. Pese a esto, no todos los países van o pueden afrontar un crecimiento de los tipos de igual manera pues, otras variables macroeconómicas como el desempleo o el endeudamiento son diferentes entre países. La política monetaria expansiva, aparte de conseguir que el crédito sea más asequible potencia las exportaciones, lo que produce un aumento de la balanza de cuenta corriente de los países de la Zona Euro y consigue que se produzca una reducción de la deuda debido al superávit comercial. Uno de los riesgos derivados de la normalización es que no afectará de la misma manera a todos los países que conforman la Eurozona (Gros, 2018). Otro de los riesgos de este proceso de normalización de la política monetaria reside en el hecho de que la compra de activos se ha prolongado durante demasiado tiempo. El hecho de que la Zona Euro haya gozado de una situación tan cómoda indudablemente ha ayudado a la recuperación de los países de la unión monetaria, pero puede que haya tenido consecuencias muy negativas que se desenmascaren cuando se normalice la situación. Según Jürgen Stark, antiguo miembro ejecutivo del BCE, la actual política monetaria ha producido que el precio del riesgo no tenga un valor realista y que por tanto las empresas y los bancos de la Zona Euro hayan errado en la gestión de riesgos. Esto producirá un problema para dichas empresas cuándo se normalice la situación (Stark, 2018).

Es indudable que la utilización de herramientas extraordinarias por parte del BCE para llevar a cabo su política monetaria expansiva ha resultado en una mejora de las condiciones económicas para los países de la Unión monetaria. Pese a esto, y debido a la novedad de las herramientas antes mencionadas, hay mucha incertidumbre y potenciales problemas sobre lo que va a pasar a medio plazo a medida que el BCE lleve a cabo el proceso de normalización. No hay que perder de vista que el objetivo de este

trabajo no es comentar la situación macroeconómica sino ver qué efectos puede tener esta sobre las operaciones de F&A. Por tanto, hay que fijarse especialmente en el efecto que la macroeconomía tendrá sobre las empresas. Como veremos más adelante, tanto la incertidumbre a la que se enfrenta Europa como la relativa estabilidad que se ha tenido hasta ahora han afectado y afectarán a la morfología de las operaciones y las tendencias del mercado de F&A.

### 3.5.2 Estados Unidos

La situación macroeconómica en Estados Unidos se diferencia de la de Europa, tras llevar a cabo políticas monetarias similares a las europeas los estadounidenses se encuentran en un proceso de subida de tipos de interés. En cierta medida podemos utilizar la situación de Estados Unidos, que se encuentra en una fase del ciclo económico más avanzada (subida de tipos), como precursor de lo que potencialmente pasará en Europa.

En una situación de partida similar a la de la Zona Euro, la Reserva Federal de Estados Unidos inició un proceso de política monetaria no convencional basado en la compra de activos financieros. Este proceso se inició en 2008 e incrementó el balance de la Reserva Federal de los 900 billones de dólares a 3.5 trillones.

La situación de la Reserva Federal difiere de la del BCE por varios motivos: a) la Reserva Federal no tiene como único objetivo el control de la inflación; b) la Reserva Federal vela por Estados Unidos que es un país, no como la Zona Euro; c) la Reserva Federal tiene el control directo sobre los tipos de interés a corto plazo (que por efecto contagio afectan a los tipos a más largo plazo); d) las políticas monetarias expansivas se introdujeron antes en Estados Unidos (2008 frente a 2011).

Tras haber finalizado este proceso de política monetaria expansiva, en la actualidad, se puede argumentar que el desempleo está controlado pues el nivel de desempleo estadounidense es estructural según los economistas. Además, la inflación se acerca a los niveles deseados por la Reserva Federal del 2%, lo que anima al futuro presidente de la institución a subir el objetivo de inflación a un nivel de entre un 2% y un 5% (Dye, 2018).

Debido a esta situación de recuperación económica producida por las políticas monetarias, la Reserva Federal inició en diciembre de 2015 un proceso de subida de tipos que se mantiene hasta ahora. Desde esa fecha, los tipos han subido de manera escalonada desde niveles próximos al 0% a niveles cercanos al 1,5%. Esta situación de subida de tipos no ha terminado, y para el año 2018 se esperan tres o incluso cuatro subidas más según analistas como David Kelly, jefe de estrategia global de J.P Morgan. Según los principales periódicos financieros, el futuro presidente de la Reserva Federal tiene como objetivo subir los tipos a finales de año a niveles próximos al 2,9%. Como expresa el profesor Martin Feldstein, la subida rápida de los tipos de interés tiene un importante efecto sobre la economía del país y sobre los mercados de capitales.

*“High and rising interest rates have important effects on the economy, especially on the prices of stocks and of homes. Because extremely low interest rates during the past decade caused equity prices to rise to unprecedentedly high levels, the shift to higher interest rates will slow and depress share prices. The level of real interest rates is particularly important for share prices, because higher inflation raises nominal profits in a way that offsets the inflation component of higher interest rates”<sup>10</sup> (Feldstein, 2018)*

Como viene recogido en el anterior pasaje, las subidas de tipos de interés tienen un efecto importante sobre el precio de las casas y sobre el valor de las acciones. Es este último efecto el que más nos interesa para la realización de este trabajo, pues el valor de mercado de las compañías de un país está directamente relacionado con el mercado de F&A del mismo.

La situación de Estados Unidos, que se encuentra en una situación económica de bonanza y en un proceso de subida de tipos, ayudará a establecer relaciones entre tipos de interés y F&A. La política monetaria restrictiva que está llevando a cabo la Reserva Federal nos ofrece una situación idónea para ver en qué se diferencian las operaciones europeas con las estadounidenses para así sacar conclusiones.

---

<sup>10</sup> “los altos y crecientes tipos de interés tienen un importante efecto en la economía, especialmente en el precio de las casas y de las acciones. Debido a los extremadamente bajos tipos de interés que se han vivido durante la última década, los precios de las acciones han llegado a máximos sin precedente histórico, y por tanto su incremento mermará el precio de estas. El nivel de los tipos de interés reales es particularmente importante porque el incremento de la inflación aumenta las ganancias nominales de tal manera que no se aprecia el efecto de los tipos de interés” (traducción propia).

### 3.5.3 China

Para evaluar la situación macroeconómica china hay que tener especial cuidado debido al alto nivel de intervencionismo del gobierno en los asuntos económicos. El órgano que ejerce de banco central y se encarga de regular las políticas monetarias es el Banco Popular de China.

La situación macroeconómica china es extraordinaria, pues de acuerdo con el pensamiento del expresidente de la sociedad china de economía mundial, se podría considerar la excepción que confirma la regla propuesta por el modelo de Mundell-Fleming utilizado con anterioridad para medir los efectos de las políticas monetarias. El objetivo del banco central chino es mantener su moneda a un nivel bajo y protegerla de apreciaciones que hagan al país menos competitivo. A este objetivo se le suma la necesidad de mantener los tipos de interés a un nivel concreto (el deseado por el banco central) tarea que no es fácil teniendo en cuenta que China es un país que sistemáticamente cuenta con superávit por cuenta corriente en la balanza de pagos. Según el modelo de Mundell-Fleming un superávit en la balanza de pagos produce una apreciación de la moneda local por la entrada de capital extranjero, y la única manera de remediar esta apreciación es mediante el aumento de la oferta monetaria que en última instancia conlleva a la inflación. China a través de una serie de políticas monetarias llamadas políticas de esterilización absorbe los excesos de liquidez que provoca su superávit externo. Para ello utiliza herramientas como la imposición de coeficientes mínimos de caja (21% de los activos de los bancos han de guardarse en el banco central) o la venta de bonos.

Pese a que, como se acaba de exponer, el principal problema del banco central chino viene de la mano de la apreciación de su moneda en el periodo 2015-2017 debido a la apreciación acelerada del yuan, el banco popular de China se ha visto obligado a implantar por primera vez medidas como la venta de reservas de divisas (Yongding, 2018).

En breve, la situación económica china, no tanto por su expectativa de variación en niveles de tipos de interés, sino por su condición de país emergente, su continuado crecimiento y su efectiva política monetaria ofrece un muy buen escenario para analizar

que más factores macroeconómicos (a parte de los movimientos de los tipos de interés) pueden afectar al mercado de F&A. Además, el caso de las empresas en China es de especial interés, pues como hemos visto en la introducción y como se explicará posteriormente se encuentran en un proceso de compra intensiva de empresas tecnológicas.

## **4.F&A: Historia, motivaciones y potenciales efectos de la política monetaria.**

### **4.1 Introducción**

El principal objetivo de esta parte del trabajo es establecer enlaces causales entre movimientos de las políticas monetarias y cambios en el mercado de F&A. Para ello se realizará un comentario y análisis sobre las distintas etapas históricas de F&A propuestas por la literatura financiera. Además, se analizarán las principales motivaciones de las operaciones y se tratará de ver como el movimiento en los tipos de interés afecta a las operaciones. Por último, se revisará la literatura más reciente sobre la situación actual del mercado de F&A y se pondrá en contraste con la peculiar situación en términos de política monetaria que se está viviendo en China, Estados Unidos y la Eurozona.

Antes de proceder al análisis, es necesario definir qué es una fusión. Una fusión es la combinación de dos o más entidades en una sola, siendo los efectos deseados de la misma no solo la acumulación de los activos y pasivos de las partes sino la integración de estas en una sola unidad (Nishith Desi Associates, 2016). Generalmente, dos empresas fusionadas dejan de existir y pasan a formar una sola y nueva empresa. Una adquisición, consiste en la compra por parte de una entidad de todo el capital propio de otra empresa o del suficiente para obtener el control de la misma. Una adquisición puede ser amistosa u hostil, y se puede ver afectada por acuerdos alcanzados entre el comprador y los accionistas minoritarios de la empresa objetivo. Una adquisición es simplemente el proceso de compra de un negocio ajeno (Daniel & Metcalf, 2001). En términos de consolidación, pese a que ambos tipos de operaciones consistan en la adquisición de los negocios de otra entidad, se considera fusión si la empresa comprada

se disuelve y se integra en la empresa compradora o si se crea una nueva empresa tras la operación. Por otra parte, se considera a una operación como adquisición cuando no se integra o disuelve la empresa comprada.

Por último, existen distintos tipos de F&A, está comunmente aceptado por los investigadores de esta materia que existen 5 tipos distintos de Fusiones:

-Conglomeradas: aquellas fusiones en las que las actividades de negocio no estén relacionadas. Un ejemplo podría ser la empresa Procter & Gamble.

-Cogenéricas: aquellas fusiones en las que se busca aumentar el producto del comprador. Normalmente la empresa objetivo trabaja el mismo sector que la compradora pero ofrece un distinto producto. Un ejemplo muy claro de este tipo de fusiones es la compra de *Fintecs* por parte de los bancos.

-De extensión de mercado: aquellas en las que ambas empresas trabajan la misma industria pero en distintos mercados y a través de la cual la empresa compradora accede al mercado de la empresa comprada. Un ejemplo es la compra de Hologic por parte de Grifolls.

- Verticales: este tipo de fusiones se producen entre empresas que se encuentran en la cadena de valor de un mismo producto, como por ejemplo la compra de embotelladoras por parte de Coca-Cola.

-Horizontales: son las más comunes, y consisten en la fusión de dos competidores directos con un nivel parecido de capacidad industrial. Normalmente, una fusión horizontal acerca a la empresa resultante al monopolio del mercado.

## 4.2 Las Olas de F&A

Los investigadores que centran su trabajo en el estudio del mercado de F&A y su evolución histórica identifican periodos de actividad intensa en este tipo de operaciones, denominadas olas. Según Varizani, la actividad en fusiones de empresas siempre ha seguido un patrón cíclico, con picos de actividad y sus correspondientes valles. Normalmente, estos picos u olas de actividad en fusiones acaban o con una guerra de proporciones mundiales o con una severa depresión. Por el otro lado, los desencadenantes son distintos, dependiendo de la etapa u ola. Pese a esto, hay ramas de

investigación como la de los autores Klaus Gugler, Dennis C. Muller, Michael Weichselbaumer y B. Burcin Yurtoglu que identifican un denominador común en el desencadenamiento de las olas de fusiones, el optimismo en el mercado. Esta es una idea muy interesante para nuestro análisis pues el optimismo de mercado se suele sustentar en perspectivas macroeconómicas optimistas y políticas monetarias expansivas.

Por lo general, se estudian 6 olas distintas de F&A producidas durante este siglo y el anterior. No todas ellas corresponden a picos globales en la actividad de F&A, de hecho, varias olas solo corresponden a la situación histórica de Estados Unidos, y por extensión, al resto del mundo.

El comentario y la explicación de los precedentes y características de cada ola puede ayudarnos a conocer si de verdad los cambios en políticas económicas y por extensión, los cambios en los tipos de interés han tenido efecto sobre la actividad global del mercado de F&A.

En el presente trabajo, se hará una división de las olas en dos grupos que posteriormente se utilizará para sacar conclusiones. Las olas se dividirán atendiendo a la motivación subyacente de las empresas participantes en cada una de ellas.

#### 4.2.1 Primera Ola 1893-1904

La primera ola se conoce como la ola de la integración horizontal, y solo corresponde al caso concreto de Estados Unidos. Esta ola se inició con el crecimiento económico producido tras la crisis de 1883 conocida como la gran depresión, y consistió en un aumento generalizado de las fusiones entre empresas iguales, más concretamente del sector minero, industrial y de transportes. El resultado de esta ola es la aparición de empresas gigantes con mucha cuota de mercado que llegaba en algunas ocasiones al monopolio de este. El motivo principal de la aparición de esta ola es desconocido, pero subyace el hecho de que la mayoría de las operaciones se cerraron de forma amistosa y se pagaron en metálico (Nouwen, 2011).

Además, hay que tener en cuenta para entender esta ola de fusiones que la regulación sobre la competencia en aquella época, era laxa y no había vías legales definidas para prevenir la creación de monopolios.

En cuanto a los tipos de interés, pese a la lejanía en el tiempo de la primera ola, autores como el prominente investigador de los ciclos económicos Wesley Claire Mitchell han escrito sobre su evolución en aquella época. Según este autor, el precio del crédito creció desde el final de la crisis de manera pormenorizada hasta alcanzar su punto máximo en septiembre de 1907 (Mitchell, 1960).

En todo caso, esta ola perdió fuerza con la implementación de leyes más sólidas que regulaban la creación de monopolios en 1905 y terminó de manera definitiva con el estallido de la primera guerra mundial (Nouwen, 2011). Se puede considerar a esta ola una ola estratégica pues la motivación de las empresas era la de aumentar la cuota de mercado y así obtener ventajas estratégicas.

#### 4.2.2 Segunda Ola 1916-1929

Esta ola tuvo menor repercusión que la anterior, y es conocida como la ola del aumento de la integración. Se originó en Estados Unidos y fue causada por la entrada del país en la primera guerra mundial y la creciente actividad económica de la postguerra en la década de 1920. Esta ola se caracteriza por continuar la línea de la anterior y aumentar la integración de las empresas estadounidenses, no solo de manera horizontal sino también verticalmente. De manera similar al periodo anterior, las principales industrias que vivieron este fenómeno fueron la metalúrgica, transportes y de teléfonos. En este contexto, se consolidó la empresa Ford tras la integración de empresas metalúrgicas y ferroviarias (Lipton, 2006). Durante este periodo de actividad, destacaron las empresas pequeñas que no tenían las capacidades tan acotadas por las leyes antimonopolísticas que terminaron con la anterior ola. El resultado de esta ola es la creación de oligopolios en las principales industrias americanas. Según Nouwen, el carácter amistoso de la anterior ola se mantuvo, pero la forma de financiación pasó del pago en metálico al pago en acciones.

Con respecto a la forma de pago y a los tipos de interés, la situación es distinta a la de la ola anterior. Durante la década de 1920 en Estados Unidos, el precio de crédito se mantuvo estable mientras que el mercado de la renta variable creció de manera desmesurada (New World Economics, 2012). Este hecho nos invita a pensar que, puesto que las acciones de las empresas estaban sobrevaloradas, se prefería la emisión de

nuevas acciones para financiar la actividad en F&A. Esta afirmación nos ayuda a comprender que los tipos de interés no tienen por qué ser un detonante directo de la actividad en F&A.

La segunda ola terminó con la gran depresión originada en Estados Unidos en 1929 tras la caída abrupta de los mercados y con la incorporación de nuevos sistemas legales para prevenir la aparición de empresas con tintes de monopolio (DePamphilis, 2012). Esta ola también tiene un corte claramente estratégico, las empresas buscaron aprovecharse de la situación concreta de la época para ampliar su actividad.

#### 4.2.3 Tercera Ola 1965-1969

Conocida como la ola de la conglomeración, se caracterizó por el incremento de la importancia de la ingeniería financiera en la toma de decisiones. Esta ola se inició tras el periodo de crecimiento económico más prolongado hasta la fecha coincidente con una creciente presión regulatoria sobre los monopolios. Esta presión legal provocó que las empresas buscaran nuevas formas de crecer, y apareció la necesidad de diversificación y por tanto de los conglomerados industriales. Durante esta ola, la actividad en industrias no relacionadas creció del 9% al 21% en las empresas del índice S&P 500 (Nouwen, 2011). Como se ha mencionado antes las fusiones de conglomerados son compras de empresas con actividades no relacionadas a la del comprador.

En este contexto de crecimiento de mercado, la valoración de mercado de las empresas era muy alta, produciendo altos múltiplos de PER. Con valoraciones a niveles altos, las empresas buscaban aumentar el beneficio por acción no a través de la reinversión en la propia empresa, sino a través de la inversión en empresas con menor PER (Vazirani, 2015).

Durante la tercera ola, Estados Unidos se encontraba en el momento más crucial de la guerra de Vietnam y en una situación de inflación descontrolada, por lo que la Reserva Federal lanzó una serie de políticas monetarias expansivas para mantener el nivel de desempleo en cotas mínimas y para controlar la inflación (Navins, 2018). Durante este periodo, el interés del crédito se redujo dramáticamente coincidiendo con un incremento de la actividad en F&A. La tercera ola terminó de manera definitiva con la crisis del petróleo de principios de 1970. La presente ola también tiene un corte claramente

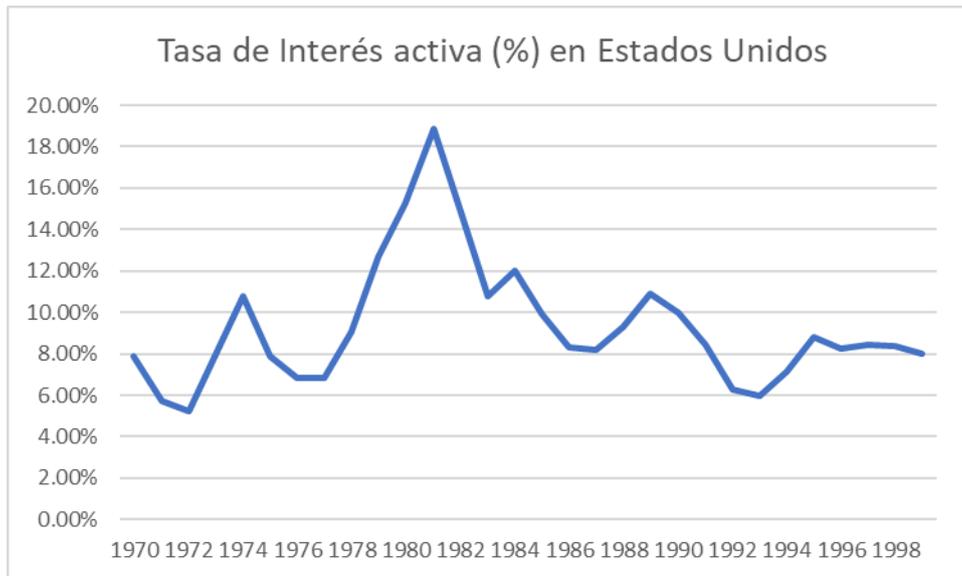
estratégico, cómo se ha mencionado antes, las empresas tuvieron que buscar soluciones estratégicas a la creciente presión regulatoria.

#### 4.2.4 Cuarta Ola 1981-1989

La cuarta ola es conocida como la ola de las OPAs hostiles, y se caracterizó por desintegración de los conglomerados creados en la anterior y la eminencia de las compras motivadas por causas financieras. De hecho, se produjo tras la desregularización de los mercados financieros durante la presidencia de Ronald Reagan en Estados Unidos. La gran mayoría de estas compras se realizó mediante OPAs hostiles, que por entonces eran bastante poco comunes. También incrementó de manera acusada la utilización de métodos de compra apalancada y por tanto la actividad de las empresas de capital de inversión o *private equities* (Lipton, 2006).

Durante este periodo, cambiaron las motivaciones subyacentes al crecimiento de la actividad de F&A, se pasó de motivaciones estratégicas en las primeras olas a motivaciones financieras en esta. Además, y en parte a causa del cambio de motivación, incrementó el número de operaciones internacionales.

Es también característico de esta ola el método de financiación de las operaciones, que en su mayoría fueron compras apalancadas que se realizaron a través de emisiones de deuda. Esta ola es muy representativa para el presente análisis dada la importancia de la deuda y los tipos de interés en su desarrollo. Al principio de este periodo de actividad, los tipos de interés nominales estaban a un nivel alto en comparación con su media histórica, en 1980 registró el tipo de interés más alto en la historia de Estados Unidos. Pese a que tras 1980 los tipos nominales se redujeron seguían a niveles altos, lo que a priori hace difícil reconocer por qué las empresas emitían deuda si teóricamente su precio estaba disparado. La realidad es que, pese a que los tipos de interés eran altos, durante el mismo periodo la inflación incrementó a niveles considerables y esto ayudó a paliar el efecto del encarecimiento. Por tanto, el tipo de interés real asumido por los emisores de deuda durante la cuarta ola se redujo de manera continuada, incentivando potencialmente las emisiones de deuda. Esta reducción durante el periodo 1981-1989 se aprecia en la figura 8 que muestra la tasa de interés activa, tasa media a la que los bancos prestan dinero a personas o empresas.



*Figura 8: Tasa de Interés activa en Estados Unidos (1970-1998)*

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Worldbank.*

Además, las empresas que realizan compras apalancadas normalmente aseguran la deuda con los activos de la empresa adquirida, reduciendo así su exposición al crecimiento de los precios. Por tanto, durante esta ola se podría confirmar que los niveles de los tipos de interés, más concretamente los reales, tienen cierto efecto sobre las olas de F&A.

La cuarta ola terminó con la crisis de 1989 desencadenada por la fallida compra apalancada de United Airlines. Esta situación desencadenó pánico en el mercado que produjo un colapso en el mercado de los activos de deuda. Por el tipo de empresas financieras y la forma de pago de las operaciones, se considera a esta ola financiera.

#### 4.2.5 Quinta Ola 1992-2000

Pese a que la actividad en F&A se estancó tras la cuarta ola, durante la década de 1990 se produjo una quinta ola. Esta ola se caracteriza por la participación de empresas de gran tamaño cuyo objetivo era crecer a toda costa presionadas por el mercado de renta variable. La mayoría de las operaciones de F&A más grandes de la historia se produjeron en el periodo de 1998-2000. El detonante de estas fue el crecimiento económico notable que se dio en los 1990 no solo en Estados Unidos sino también en

Europa, donde por primera vez en la historia la actividad en F&A se acercó mucho en volumen a la de Estados Unidos. A este contexto de bonanza económica hay que añadirle el efecto de la globalización que se empezó a tener en cuenta en las decisiones estratégicas de las principales empresas del mundo (Lipton, 2006).

Este periodo se caracteriza por la aplicación de distintas políticas monetarias durante la misma década, a principios de década y tras la crisis anterior, la Reserva Federal y por extensión el resto de los bancos centrales disminuyó los tipos de interés para asegurar liquidez al mercado. Esta política duró poco pues a mediados de década se produjo una contracción de la oferta monetaria y por tanto un incremento de los tipos de interés destinado a controlar la inflación generada por el crecimiento económico (Mankiw, 2001). En el punto álgido de la quinta ola, los tipos de interés se encontraban a niveles altos y según Lipton, la gran mayoría de las actividades se financiaron a través de emisiones de capital. Esta situación, relativiza el efecto de los tipos de interés sobre las olas. Las políticas monetarias que moldean los tipos de interés están dirigidas a incentivar o paliar los efectos negativos de los ciclos económicos y las olas de F&A se dan en fases expansivas de dichos ciclos. Por tanto, los movimientos en los tipos de interés y las olas de F&A tienen una motivación común, el ciclo económico.

La quinta ola de F&A terminó por el desequilibrio generalizado que causó la crisis de principios de milenio y los ataques terroristas a la ciudad de Nueva York en septiembre de 2001. Debido a que la motivación de las empresas durante este periodo era la de crecer y expandirse globalmente, en el presente trabajo será considerada como una ola estratégica.

#### 4.2.6 Sexta Ola 2003-2007

Esta ola corresponde al periodo más reciente de auge en las operaciones de F&A y por tanto no hay tanto análisis ni literatura sobre la misma como lo hay del resto de olas.

Esta ola se inicia con el crecimiento económico de principios del milenio y se caracteriza por su motivación financiera y su extensión global. La ola se extiende desde el 2003 hasta el 2007 y tiene su punto álgido en 2006, año en el que el valor de todas las operaciones de F&A de Estados Unidos alcanzó el trillón de dólares, llegando a superar todos los registros hasta la fecha. Esta ola es, en cierta medida, similar a la cuarta en

tanto que ambas tienen una motivación financiera, que la forma de pago es eminentemente en metálico y que los actores principales son fondos de capital de inversión (Vazirani, 2015).

Los métodos utilizados para financiar las operaciones de esta ola son también similares, destacan las compras apalancadas y la emisión de deuda sindicada. La deuda emitida por los compradores creció en complejidad y se crearon las primeras obligaciones colateralizadas por deuda. Creándose así un gran mercado en torno a los productos financieros utilizados para financiar las operaciones.

En cuanto a la situación de tipos de interés, la liquidez en el mercado era notable y por tanto los tipos estaban bajos en comparación con la media histórica (Alexandridis, Mavrovitis , & Travlos, 2011). Un aumento de liquidez y la facilidad de obtener créditos produjeron un aumento de la utilización de la deuda para la financiación de las operaciones. Esta ola también está producida por el crecimiento económico, pero su motivación en vez de ser estratégica es financiera.

La ola terminó con la crisis financiera global iniciada en 2007 que no solo impactó a los mercados bursátiles, sino que casi extinguió el valor del mercado de CDO's (utilizados para financiar las operaciones de esta ola). Además, la crisis financiera produjo una crisis de liquidez global, anulándose así el incentivo principal de esta ola. Por motivos similares a los utilizados durante la cuarta ola, en el presente trabajo se considera a esta ola una ola de tipo financiero.

#### 4.2.7 Conclusiones, relación histórica entre los tipos de interés y el mercado de F&A.

El comentario de los detonantes, motivaciones, formas de pago, extensión y final de cada una de las olas ayuda a sacar ciertas conclusiones sobre las olas y a establecer una serie de conexiones entre los tipos de interés y la evolución histórica de las operaciones de F&A.

Tanto el principio como el final de todas las olas son comunes. Todas ellas empiezan o se producen durante un periodo de crecimiento económico acelerado, y finalizan debido a una crisis financiera o una guerra.

La motivación subyacente a las olas de F&A se puede dividir en dos: estratégicas y financieras. De entre las olas estratégicas; la primera y la segunda se produjeron con el objetivo de copar el mercado y aprovecharse de la laxa regulación, la tercera se produjo por empresas buscando la diversificación y la quinta por un deseo de crecimiento global. De las olas con motivaciones financieras, destaca el parecido de ambas, tanto la tercera como la sexta comparten la forma de financiación, el deseo de explotación de oportunidades en el mercado y el tipo de empresas participantes.

La financiación varía según las olas, y claramente depende de la situación de mercado en la que se da cada una de ellas, cuando las empresas están sobrevaloradas se utilizan ampliaciones de capital y cuando los tipos de interés reales, que tienen en cuenta la inflación, están bajos se tiende a utilizar deuda. También destaca la relación entre una regulación financiera más laxa y las olas con motivaciones financieras.

Las anteriores conclusiones sobre las olas de F&A no nos confirman que exista un efecto directo de los tipos de interés sobre la actividad histórica en F&A principalmente por qué se han dado olas con situaciones de tipos distintas. Pese a esto, cabe destacar que el ciclo económico es lo que motiva tanto a la aparición de olas de F&A como los movimientos en políticas monetarias y por extensión de los tipos de interés.

Pese a que la situación de los tipos de interés no sea el detonante de las olas, sí existe un efecto indirecto evidente del nivel de tipos en las mismas. Se puede extrapolar, especialmente tomando como ejemplo las cuatro últimas olas, que la situación de los tipos de interés ha definido no solo la forma de financiación de las olas, sino que también la motivación de estas. Dándose las condiciones necesarias para que se produzca una ola, unos tipos bajos en términos reales que facilitan el acceso a la financiación producirían que la motivación de la ola sea financiera. Como se ha visto las empresas participantes de las olas financieras son distintas a las de las estratégicas, y estas se aprovechan de las situaciones de tipos y son las que realizan las operaciones, por tanto, sí se podría confirmar un efecto indirecto entre la situación de tipos de interés y la evolución histórica de las operaciones de F&A.

## 4.3 Las motivaciones y el método de financiación

Habiendo establecido una relación histórica entre los tipos de interés y los movimientos de mercado de F&A, se procederá a explicar cuáles son las motivaciones principales y más directas de dichas operaciones y cómo pueden variar según varíen los tipos de interés. El objetivo de esta parte del trabajo es ver cómo la situación de tipos de interés afecta a la decisión de realizar o no una operación. Además, se comentará cómo la situación de tipos de interés afecta a la financiación de las empresas con el objetivo de comprobar de qué manera cambian de forma las operaciones de F&A según cambian los tipos.

### 4.3.1 Motivaciones directas

#### 4.3.1.1 Sinergias

Las sinergias son según muchos autores el principal aliciente para que las empresas lleven a cabo operaciones de F&A. La sinergia en una fusión es, según el autor Mark Sirower: *“increases in competitiveness and resulting cash flows beyond what the two companies are expected to accomplish independently”*<sup>11</sup> (Sirower, 1997). Según Donald DePamphilis, se pueden identificar dos tipos de sinergias distintas, las sinergias financieras y las sinergias operativas (DePamphilis, 2012).

**Sinergias operativas:** se consiguen en mayor medida gracias a la aparición de economías de escala, economías de enfoque y mejoras en la gestión operativa de la empresa. Las sinergias operativas tienen mucha importancia para ciertos autores, pues según ellos son la principal fuente de generación de valor para los accionistas tras una fusión (DeLong, 2003).

- Economías de escala: consisten en la reducción del coste medio total por unidad producida que se produce al aumentar la producción. Este fenómeno se produce debido a que el porcentaje de coste fijo unitario se reduce según aumenta la producción. En una fusión los costes fijos más importantes, según

---

<sup>11</sup> “Incrementos en competitividad y flujos de caja que están por encima de los que se pudiera esperar que las dos compañías llevaran a cabo por sí solas” (traducción propia).

DePamphilis, son la amortización, depreciación, contratos con proveedores, gasto de mantenimiento, y pago de deuda.

- Economías de enfoque: consisten en la reducción del coste medio de producción en las empresas que producen dos o más productos causada porque es más económico producir dos productos relacionados en una sola empresa que no en dos. Las fuentes de economía de enfoque más importantes son la utilización de un solo departamento de recursos humanos o departamento comercial para llevar a cabo la actividad de la empresa post fusión.

**Sinergias financieras:** se producen debido a la reducción del coste de financiación de las empresas después de producirse una operación de F&A. Estas pueden ocurrir tras la fusión de dos empresas con flujos de caja no correlacionados, por cambios en la estructura de capital de la empresa fusionada o por ahorro de costes en la emisión de deuda o de acciones.

Las sinergias tal y como las definen DePamphilis no se ven afectadas por los cambios en los tipos de interés de manera directa. Las sinergias operativas no están ligadas a los tipos de interés y dependen de la gestión operativa de la empresa. Por el otro lado las sinergias financieras podrían verse influidas en cierta medida por los tipos de interés sobre todo si se trata de una operación internacional con niveles de tipos distintos en cada localización. Pese a esto, no se puede asegurar que los cambios en los tipos de interés alienten a las operaciones de F&A motivadas por sinergias.

#### 4.3.1.2 Diversificación

La búsqueda de nuevas líneas de negocio, mercados o zona geográfica de influencia a través de una operación de F&A es muy común. Según DePamphilis hay dos principales motivos por los que las operaciones motivadas por la diversificación deberían llevarse a cabo: pueden producir sinergias financieras reduciendo el coste de capital y pueden ayudar a la empresa a cambiar su posicionamiento de mercado.

La principal desventaja de las operaciones motivadas por la voluntad de diversificar es que mediante la compra de empresas con negocios no relacionados es muy difícil que se den sinergias operativas.

La voluntad de diversificación plasmada en una operación de F&A puede tener un tinte operativo o financiero. Una empresa puede realizar una operación diversificada para aprovechar la capacidad competitiva de la empresa comprada o para aprovechar una situación de mercado o incluso de tipos favorable.

#### 4.3.1.3 Realineación estratégica

Las empresas pueden buscar realinearse ante cambios en el mercado o en lo que rodea a su mercado a través de una operación de F&A. Los factores principales que causan la necesidad de realinearse estratégicamente son los cambios regulatorios y los avances tecnológicos. Según DePamphilis, debido a que la desregulación elimina barreras invisibles de competencia entre empresas, estimula la competencia y hace necesaria una realineación estratégica. En cualquier caso, esta motivación para llevar a cabo una fusión o adquisición no se ve influida por los tipos de interés sino por la tecnología y la regulación.

#### 4.3.1.4 Compra de activos infravalorados

La compra de empresas infravaloradas es una de las principales actividades que llevan a cabo muchos tipos de entidades financieras en la actualidad. Si el valor de mercado de una empresa no concuerda con el valor intrínseco analizado por la empresa compradora, esta puede aprovechar la oportunidad para realizar una compra. Además, se puede dar el caso contrario en el que el mercado valore tan bajo una empresa que a otra empresa le salga más rentable adquirir activos a través de una operación de F&A que de manera directa. En cualquier caso, existe una relación entre los precios de las acciones que determinan el valor de mercado de las empresas y los precios de los bonos, determinados por los tipos de interés. *“The equity-bond correlation has been negative since the early 2000s. A certain conventional wisdom has developed that this negative correlation is natural and enduring<sup>12</sup>”*(Fan & Mitchell, 2017). La relación es por tanto negativa, existiendo así una relación entre las operaciones motivadas por la búsqueda de

---

<sup>12</sup> “La correlación acción-bono ha sido históricamente negativa desde principios de los años 2000. Por convención social se persiste en que esta relación es neutral y duradera” (traducción propia).

activos infravalorados. Cuando los tipos de interés se encuentran a niveles bajos, los precios de las acciones tienden a estar sobrevalorados y viceversa. Un ejemplo claro de esta relación es la situación de mínimos de los tipos en Estados Unidos durante 2017 mientras que en el mismo periodo se registraron las mayores valoraciones de la historia en el índice S&P 500.

#### 4.3.1.5 Beneficios fiscales

Una operación de F&A puede reportar una serie de beneficios fiscales para la empresa compradora que pueden llegar a ser un fin y no solo un beneficio de la operación. Las dos fuentes principales de beneficios fiscales producidos por este tipo de operaciones derivan de las diferencias entre criterios contables o créditos fiscales por pérdidas de la empresa adquirida. En cualquier caso, ni las diferencias entre criterios contables ni los créditos fiscales producidos por pérdidas en ejercicios anteriores están relacionados con los tipos de interés.

#### 4.3.1.6 Obtención de cuota de mercado

La obtención de poder en el mercado sitúa a las compañías en posiciones muy beneficiosas de cara a sus clientes y proveedores. Estratégicamente, es lógico pensar que a una empresa que puede satisfacer las necesidades de cierto bien en todo un mercado preferirá un control monopolístico sobre ese mercado. El control otorga la capacidad de tener poder de negociación con proveedores y de fijación de precios con consumidores. Como se ha visto en anteriores apartados, tres olas de F&A estaban motivadas por, entre otras cosas, el deseo de obtención de poder en el mercado. Pese a esto, los tipos de interés juegan un papel menor en la toma de decisiones que busca el poder en el mercado.

#### 4.3.2 Método de financiación

Klaus Gugler, Dennis C. Mueller, Michael Weichselbaumer y B. Burcin Yurtoglu, en su estudio sobre la relación entre el optimismo de mercado y las operaciones de F&A,

simplifican el proceso de fusión o adquisición de una empresa en tres fases: motivación, financiación e integración. Esta división es útil para el análisis pues nos permite estudiar de una manera más generalizada dicho proceso. Solo se valorarán las partes de motivación (en el apartado 4.3.1) y financiación puesto que la integración no nos es útil para analizar en qué medida cambian las operaciones de F&A con los tipos de interés. La división propuesta por Donald Depamphilis del proceso de una operación de F&A en 10 fases ofrece un marco más completo, que no es necesario en este trabajo.

Habiéndose tomado la decisión de llevar a cabo una operación de F&A, el siguiente paso es ver cómo financiarla. Si la decisión de llevar a cabo la operación está motivada por cuestiones financieras, la financiación tendrá peso en la decisión de llevarla a cabo o no. Por el otro lado, pese a qué la posibilidad de financiar una operación es clave para llevarla a cabo, el método de financiación no es tan importante en las operaciones con motivación estratégica. Independientemente de cuál sea la motivación de la operación, existen tres formas generales de financiar una operación de F&A: con caja, emitiendo acciones o emitiendo deuda (Gugler, Mueller, & Weichselbaumer, 2012).

La emisión de acciones es una opción atractiva si las acciones de la empresa están sobrevaloradas por el mercado, y dicha sobrevaloración es percibida por los gestores de la empresa. Si las acciones de la empresa compradora están sobrevaloradas, asumiendo que en algún momento el mercado corregirá dicha sobrevaloración, se reduce el coste de compra de manera efectiva. Por tanto, en el caso de pagar una operación a través de una emisión de acciones, los gestores de las empresas pueden aprovecharse del sentimiento del mercado. Pese a esto, existen dos grandes desventajas de pagar una operación con acciones: a) el retorno esperado por los accionistas (el coste de las acciones) es generalmente mayor que el tipo de interés de la deuda debido a que las acciones son por lo general una inversión más arriesgada que la deuda; b) emitiendo acciones, se puede diluir el control de los propietarios de la empresa si estos no acuden a la emisión, es lógico pensar que si aumenta el número de acciones en una empresa una acción nueva otorgará menos control que antes de la ampliación.

Por norma general, si la empresa cuenta con caja suficiente para llevar a cabo una operación este método es el mejor percibido por el mercado y el menos costoso para la empresa.

La emisión de bonos o la utilización de un préstamo bancario son por norma general menos atractivos, sobre todo si la empresa ya está muy apalancada, debido a que el mercado puede percibir un aumento de la deuda de la compañía como un riesgo. Pese a esto, este método de financiación es el más relacionado con el tema de este trabajo pues el coste de la deuda depende directamente de los tipos de interés y por tanto de la política monetaria de la operación. Sabiendo que apalancar una compañía en exceso puede producir riesgo crediticio, hay que tener en cuenta los beneficios de la deuda: su menor coste en comparación con la emisión de acciones, su efecto sobre los impuestos y la no dilución de la participación de la empresa emisora y el ‘efecto palanca’ sobre los retornos de la inversión que derivan de la utilización de deuda. Dicho efecto, entre otros beneficios de la utilización de la deuda se puede observar en la figura 9. Aunque solo se han mencionado la emisión de bonos o préstamos bancarios como formas de conseguir capital a través de deuda, existen más instrumentos de deuda para dicho propósito como los bonos colateralizados mencionados anteriormente.

	Compra 100% caja	Compra 50% caja, 50% deuda	Compra 20% caja 80% deuda
<b>Precio de compra</b>	100 €	100 €	100 €
<b>Equity (inversión en caja)</b>	100 €	50 €	20 €
<b>Deuda</b>	0 €	50 €	80 €
<b>EBITDA</b>	20 €	20 €	20 €
<b>Intereses @ 10%</b>		5 €	8 €
<b>Depreciación y amortización</b>	2 €	2 €	2 €
<b>BAI</b>	18 €	13 €	10 €
<b>Impuestos @ 40%</b>	7 €	5 €	4 €
<b>Beneficio neto</b>	11 €	8 €	6 €
<b>Retorno para el accionista</b>	10.80%	15.60%	30%

*Figura 9: Efecto del apalancamiento sobre el retorno para el accionista*

*Fuente: Adaptación personal de datos de Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities.*

Conociendo los tres métodos de financiación principales, y poniéndolos en relación con los tipos de interés se, puede llegar a la conclusión de que los tipos condicionan más la actividad en F&A de las empresas que realizan operaciones por motivos financieros. Pese a que un coste menor de deuda también beneficie a los compradores estratégicos a la hora de financiar una operación, este menor coste no supone una motivación principal para llevar dicha operación a cabo. Por lo general, debido a los aspectos negativos de la emisión de deuda, los compradores estratégicos tienden a apalancar las compañías a un nivel similar al del mercado para que la deuda no suponga un problema para los planes estratégicos de la empresa. Por el otro lado, los compradores financieros entre los cuales destacan los fondos de capital propio tienen más en cuenta el coste de la deuda, pues

toman decisiones buscando un retorno (para cuyo cálculo el coste de la deuda es crucial) y se pueden permitir apalancar las compañías que compran utilizando estrategias de compra apalancada, muy típicas en este tipo de empresas. Según DePamphilis *“An LBO investor is frequently called a financial buyer or financial sponsor. Such investors are inclined to use a large amount of debt to finance as much of the target’s purchase price as possible. Leverage makes the potential returns to equity much more attractive than in unleveraged transactions”*<sup>13</sup> (DePamphilis, 2012).

#### 4.3.3 Conclusiones sobre el efecto de los tipos de interés en la motivación y la financiación de las operaciones de F&A

La conclusión principal de esta parte del análisis es que el nivel de tipos de interés no afecta por igual a los diferentes tipos de empresas compradoras en operaciones de F&A.

En el estudio de las motivaciones principales para llevar a cabo una operación de F&A nos ha ayudado a identificar dos tipos de compradores: a) los estratégicos que buscan a través de la compra de otra empresa alcanzar un objetivo de carácter estratégico como puede ser ganar cuota de mercado o diversificarse y b) los financieros, que buscan aprovecharse de las condiciones del mercado y de las empresas compradas para obtener el máximo retorno. El nivel de los tipos de interés no afecta de igual manera a los compradores estratégicos que a los financieros. Independientemente del nivel de los tipos, un comprador estratégico compra una empresa con el objetivo de llevar a cabo una estrategia. Por el otro lado para un comprador financiero, no está interesado en ninguna estrategia más que en la de obtener beneficio, los tipos de interés juegan un papel principal en la toma de decisiones con respecto a llevar a cabo o no una operación de F&A.

Similarmente, los tipos de interés afectan de manera distinta a la ‘forma’ de las operaciones, el cómo están financiadas, según cual sea la motivación del comprador.

---

<sup>13</sup> “Un inversor de compras apalancadas, es comúnmente conocido como inversor financiero o sponsor financiero. Este tipo de inversores están inclinados hacia la utilización de la máxima cantidad de deuda posible para pagar el precio de una compañía. La deuda hace que el retorno potencial para el accionista sea mucho más atractivo” (traducción propia).

Por norma general, un comprador estratégico solo puede apalancarse para comprar una compañía hasta cierto punto puesto que el apalancamiento supone un riesgo y por tanto no puede beneficiarse tanto de un nivel bajo de coste de apalancamiento. Por el otro lado, los compradores financieros que en su mayoría son fondos de capital propio, tienen como estrategia principal la utilización de la máxima deuda posible para realizar operaciones de F&A y por tanto el nivel de tipos supone un incentivo real para realizar o no una operación.

Por tanto, se alcanza una conclusión general relacionada con la alcanzada en el apartado 4.2, un nivel bajo de tipos incentiva más a los compradores financieros que a los estratégicos y por tanto la cantidad de operaciones del tipo de las realizadas por los compradores financieros aumentará. Esto no penaliza el número de operaciones estratégicas que también obtendrán beneficio de un menor coste de deuda, aunque la deuda no suponga una motivación principal.

## **5. Situación actual del mercado de F&A**

Tras haber propuesto una solución a la pregunta de cómo afectan los tipos de interés tanto al mercado de F&A como a las motivaciones para llevar a cabo una operación y la forma que esta tiene, se intentarán contrastar estas conclusiones. Se hará analizando la situación actual del mercado de F&A de China, Estados Unidos y la Eurozona, teniendo en cuenta su situación de tipos comentada en la sección 3.4.

### **5.1 Estados Unidos**

Como se ha expuesto en la sección 3.4.2, Estados Unidos se encuentra en un momento del ciclo económico en el que, tras un periodo de política monetaria expansiva, la Reserva Federal, desde 2015, ha decidido comenzar a subir los tipos de interés. La subida de tipos no ha terminado en este país, y se esperan hasta 3 subidas más durante 2018.

En cuanto al mercado de F&A, según los datos ofrecidos por *Mergermarket*, Estados Unidos ha registrado un decrecimiento tanto en valor de las operaciones llevadas a cabo

como en número de operaciones en 2017. El valor de las operaciones en 2017 fue de 1,3 trillones de dólares y el número de operaciones fue de 5326. Este decrecimiento es continuado, pues se inició en 2015, cuando la Reserva Federal empezó a reducir la oferta monetaria del país (Mergermarket, 2017).

Esto no significa que se pueda establecer una relación de causalidad directa pues la decisión de llevar a cabo o no una operación no solo se ve afectada por la política monetaria. Entran en juego cuestiones políticas y fiscales. Con el presidente Donald Trump al mando de la Casa Blanca, según los analistas, las empresas están siendo más cuidadosas a la hora de tomar la decisión de llevar a cabo una operación de F&A. Pese a ello, durante el mandato del presidente Trump, el Congreso de los Estados Unidos aprobó un nuevo plan fiscal que reducirá la cantidad de impuestos a pagar por las empresas estadounidenses, lo que da más poder de compra a las mismas. También cabe destacar que en el panorama de F&A americano impera un fuerte sentimiento de nacionalismo que ha llevado al gobierno a ejercer su derecho a veto sobre fusiones entre empresas estadounidenses y empresas extranjeras (Platt & Fontanella-Khan, 2018). Ejemplo de ello es el derecho a veto ejercido por el gobierno en la oferta de la empresa Broacomm por la empresa Qualcomm.

Pese a que el mercado de F&A haya caído en el país por segundo año consecutivo, se espera que la nueva política fiscal anime a las empresas a llevar a cabo más operaciones de F&A con motivaciones estratégicas y que por tanto el mercado deje de decrecer (Fontanella-Khan, Platt, & Massoudi, 2018).

La combinación de política fiscal expansiva (bajada de impuestos a las empresas) y de política monetaria restrictiva (subida de tipos) empaña nuestro análisis, y pese a que sería demasiado ambicioso decir que la caída del mercado de F&A durante los años 2016 y 2017 se deba a la subida de tipos, se puede admitir cierta influencia. Pese a esto, las nuevas políticas adoptadas por el gobierno de Estados Unidos, acompañadas de crecimiento económico hacen parecer según los expertos que veremos resurgir la actividad durante los próximos años. Esta actividad será eminentemente estratégica, que como se ha visto durante el análisis parece estar menos influida por el nivel de tipos.

## 5.2 Europa

Como se ha mencionado en secciones anteriores, Europa se encuentra en una situación de tipos de interés cercanos al 0%. Con la reducción del APP (*Asset Purchase Program*) en marcha, se habla de potenciales subidas de tipos de interés a finales de década (Stark, 2018). Esta situación tan prologada de tipos a niveles bajos, unida con un crecimiento económico sólido que se está dando en Europa nos sitúa en un instante temporal muy interesante para analizar el mercado de F&A.

En cuanto al mercado de F&A, este ha aumentado su valor un 14% durante 2017, alcanzando un nivel muy similar al alcanzado en 2012, además se alcanzó un valor medio por operación sin precedentes. En la actualidad el mercado de F&A europeo representa el 29,6% del mercado global, y esto se debe a una serie de razones. Entre estas razones, se puede destacar el hecho de que durante el año 2017 se han producido un anormal número de *Megadeals* y que el continente está recuperándose económicamente. El número de operaciones fue de 7.235 y su valor de 929,3 Billones de dólares (Mergermarket, 2017).

Además, hay que destacar el crecimiento de las operaciones financieras en F&A, durante 2017 se alcanzó el mayor número de operaciones de este tipo desde 2014. El valor de estas fue un 25,6% más que el de 2016. Esta situación se produce en un momento de mercado en el que, como se ha comentado en la introducción, la valoración de las empresas es por lo general alta. Según *Mergermarkets*, este aumento de la actividad en operaciones financieras ha provocado una situación de competencia que hace que las operaciones de este tipo se realicen sobre empresas más grandes.

Pese a que como en el caso de Estados Unidos no se puede establecer causalidad entre los bajos tipos de interés europeos y el crecimiento de mercado de F&A, sí se puede hipotetizar sobre un potencial efecto indirecto. El hecho de que la cantidad de operaciones llevadas a cabo con motivaciones financieras en un momento que a priori parece tan poco atractivo nos invita a recuperar una idea planteada anteriormente y llegar a pensar que los bajos tipos de interés no sólo benefician casualmente a los compradores financieros, sino que dichos compradores están siendo incentivados a llevar a cabo operaciones por el bajo coste de estas.

### 5.3 China

En el caso del mercado en China, como se ha comentado en el apartado 3.4.3, el alto nivel de intervencionismo del estado sobre políticas monetarias, y al carácter fijo de sus tipos de interés, obliga a tener más cuidado al comentar la situación en su mercado de F&A. El banco central chino actúa para frenar potenciales apreciaciones de su moneda, no como en Europa o en Estados Unidos donde la inflación es en lo que se fijan los banqueros centrales. Además, la opacidad de los datos obtenidos del país y su condición de país emergente nos obliga a tener más cautela a la hora de interpretar su situación (Yongding, 2018)

Durante el año 2017, el valor del mercado de F&A decreció un 11% comparado con su valor en 2016. Pese a esto, el número de operaciones aumentó un 4%. Este dato se debe principalmente a la reducción de las operaciones con motivación financiera (que se redujeron un 30%) y la reducción de las operaciones ente China y países extranjeros (que redujeron un 42%). Es destacado de la situación del mercado en China, que, pese a que se haya reducido el número de operaciones realizadas por compradores estratégicos en un 30%, durante el año 2017 la cantidad de fondos de los que disponían estos inversores aumentó hasta situarse en 1,5 trillones de dólares (PwC, 2018).

En la empresa PwC se habla de una reducción del mercado influida por el gobierno chino que ha pasado de buscar que las empresas chinas realicen compras financieras (que alcanzaron una cifra de récord en 2016) en “empresas-trofeo” foráneas a buscar que sus empresas utilicen las operaciones de F&A con objetivos más estratégicos. Por último, del mercado chino cabe destacar el anteriormente mencionado enfoque que aparentemente tienen las empresas chinas sobre las empresas tecnológicas extranjeras. Según PwC, esto se debe al deseo del gobierno chino de traer nueva tecnología de la que se pueda beneficiar el país y produce que el mayor foco de actividad de las empresas chinas en F&A se encuentre en Estados Unidos y Europa.

## 6. Conclusiones

El principal objetivo de este trabajo era comprobar y comentar si potencialmente existía un efecto causado por el nivel de tipos de interés sobre el mercado de operaciones de F&A, además de comprobar cómo podrían cambiar morfológicamente las operaciones ante dichos cambios. Para ello se ha tratado de ver si existen precedentes históricos de dichos efectos y se han revisado tanto las principales motivaciones de las operaciones de F&A como las distintas formas de financiación de dichas operaciones. Además, se ha buscado comprender si en alguna medida la situación actual del mercado de F&A en China, Europa y Estados Unidos se ha visto afectada por los tipos de interés. La magnitud del presente tema lo hace demasiado amplio para ser abordado con un trabajo de estas características, por lo que el trabajo no tiene mayor alarde que el de intentar conectar variables de ambos campos tras una pertinente revisión de la literatura.

Se ha comenzado con una descripción generalizada de cómo y por qué los tipos de interés varían según varíe la política económica. El objetivo de esta parte el trabajo es presentar las distintas herramientas de las que disponen los bancos centrales para llevar a cabo dichas políticas. Además, se han analizado cuáles son las principales motivaciones de los bancos centrales y cuáles son las distintas políticas monetarias que se pueden aplicar. Se ha comentado cuál es la presente situación económica y de política monetaria tanto en China como en Europa y Estado Unidos y se ha llegado a la conclusión de que la diferencia de situación en cuanto al ciclo económico de las tres y la diferencia entre las motivaciones de sus bancos centrales hacen que el nivel de tipos de interés sea dispar entre las tres.

Tras hacer una presentación general sobre lo básico para comprender los tipos de interés se ha seguido el mismo patrón para las operaciones de F&A. Una breve introducción general sobre este tipo de operaciones nos ha permitido analizar con más seguridad en las partes consiguientes del trabajo.

Después de la introducción a las operaciones de F&A se ha realizado un análisis histórico de la evolución del mercado de estas. Para ello se ha recurrido a la teoría de las olas de F&A que como se ha desarrollado en el trabajo divide la historia de las F&A en olas distintas. Dichas olas corresponden a periodos históricos en los cuales la actividad de este tipo de operaciones fue más acusada de lo normal. Todas las olas comparten

ciertos denominadores comunes, como que surgen en épocas de bonanza económica o que terminan a causa de crisis financieras. Aun así, la esencia de cada una de ellas ha resultado ser distinta, y nos ha permitido dividir las en dos grupos: a) Olas estratégicas que surgen a raíz de que un gran número de empresas en un momento del tiempo concreto tengan las mismas necesidades estratégicas y lleven a cabo este tipo de operaciones para cumplirlas. Como se ha visto dichas necesidades pueden aparecer debido a cambios regulatorios o a demandas del mercado; b) Olas financieras: producidas por empresas que buscaban aprovecharse de oportunidades financieras ofrecidas por la actividad de F&A, concretamente solo se han incluido dos de las seis olas analizadas en este grupo, pero son estas las que más interesan para el análisis. Como se ha podido comprobar, existe una diferencia en el nivel de tipos de interés reales en los momentos en los que se produjeron las olas estratégicas y las olas financieras. Durante las olas financieras los tipos eran más bajos y, además, se produjo un aumento de un tipo de operaciones muy concretas llevadas a cabo por empresas muy concretas. Dichas operaciones son las compras apalancadas y dichas empresas los fondos de capital privado. El hecho de que el crédito fuera más barato en términos reales durante las olas financieras a causa de los tipos de interés, ha permitido la posibilidad de concluir con cautela que cuando se dan las condiciones necesarias para que se produzca una ola y además esta situación coincide con un momento en el que los tipos de interés reales sean bajos, la ola que se produzca va a ser financiera y por tanto los participantes y los tipos de operación serán de un tipo concreto.

Tras haber concluido sobre el potencial efecto histórico de los tipos registrado en la teoría de las olas de F&A se ha procedido a analizar cuáles son las principales motivaciones y formas de financiación para llevar a cabo una operación de este tipo y cómo pueden cambiar según cambien los tipos. Por seguir un patrón similar al aplicado en el análisis histórico se han dividido las motivaciones en dos grupos: estratégicas, basadas en el objetivo de hacer a la empresa más competitiva y financieras que se producen debido al deseo de obtener rentabilidad realizando una compra y posteriormente una venta. Tras esta división se ha llegado a la conclusión de que los tipos de interés tendrán un efecto mayor sobre las empresas cuya motivación sea la financiera incluso en tiempos en los que los objetivos de compra están sobrevalorados, pues influirá sobremanera en la financiación de la operación. Las empresas cuya motivación sea estratégica también se verán afectadas por cambios en los tipos de

interés, pero estos no supondrán un punto de inflexión tan importante para la toma de decisiones como lo son para los compradores financieros, pues como se ha comentado, su forma de pago no incluye tanta deuda como la que incluyen generalmente los compradores financieros.

Tras haber establecido la conexión tipos de interés-F&A en el hecho de que cuando los tipos son bajos emergen los fondos de capital privado y sus compras financieras mientras que los compradores estratégicos son más pasivos ante estos cambios y viceversa, se ha buscado comparar dicha conexión con la realidad. Para ello, se ha analizado la situación de mercado de las operaciones de F&A en las zonas previamente mencionadas y analizadas desde un punto de vista económico. Tras este análisis, se ha comprobado que existe cierto patrón entre las operaciones de F&A financieras y el nivel de tipos de interés en Europa y Estados Unidos, pero ciertamente dicho patrón no solo está explicado por lo argumentado en este trabajo, sino que también influyen factores políticos, fiscales y estratégicos.

En este trabajo se ha propuesto que el nivel de tipos de interés tiene un efecto indirecto sobre el mercado de F&A que se acusa para las empresas cuya motivación sea financiera en dicho mercado. Este efecto no solo ha influido históricamente en dos de las olas de F&A, sino que potencialmente ha tenido y tiene un efecto en el presente sobre las motivaciones de compra y la forma de financiación de las operaciones en sus principales mercados, Europa y Estados Unidos.

Por último, es necesario recalcar que las conclusiones sacadas en este trabajo son hipotéticas y que un trabajo de estas características no puede abordar un tema tan amplio. Pese a esto, este trabajo introduce un tema que potencialmente puede derivar en distintas líneas de investigación que nos ayuden a comprender mejor cómo funciona la dinámica del mercado de F&A.

## 7. Bibliografía

- Alexandridis, G., Mavrovitis, C., & Travlos, N. (2012). How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave. *The European Journal of Finance*, 663-688.
- Banco de España. (23 de Febrero de 2018). [www.bde.com](http://www.bde.com). Obtenido de <https://www.bde.es/bde/es/utiles/glosario/glosarioPolt/indexR.html>
- BCE. (5 de Septiembre de 2008). Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. VIII : *POLÍTICA ECONÓMICA Y MONETARIA, Capítulo 2 : Política monetaria(127)*, 102-103. Lisboa.
- Blanchard, Amighini, & Giavazzi. (2010). *Macroeconomics: A European Perspective*. Pearson Education Limited.
- Daniel, T. A., & Metcalf, G. S. (2001). *The Management of people in Mergers and Acquisitions*. Praeger.
- DeLong, G. L. (2003). The Announcement Effects of U.S. versus non-U.S. Bank Mergers: Do They Differ? *The Journal of Financial Research*, 487-500.
- DePamphilis, D. (2012). *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring & Other Restructuring Activities*. Los Angeles: Academic Press.
- Dye, J. (2 de Febrero de 2018). Powell comments on economy push 10-year Treasury yield back above 2.9%. *Financial Times*.
- ECB. (10 de July de 2015). [www.ecb.europa.edu](http://www.ecb.europa.edu). Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.en.html>
- Eichengreen, B. (10 de Enero de 2018). Ready or Not for the Next Recession? *Project Syndicate*.
- Fan, J., & Mitchell, M. (2017). Equity-Bond Correlation: A Historical Perspective. *Graham Capital Management*.
- Federal Reserve of the US. (16 de Noviembre de 1977). Federal Reserve Act. *Federal Reserve Act, 12(13; 225a)*. Washington, Estados Unidos.
- Feldstein, M. (27 de Febrero de 2018). Why Are US Interest Rates High and Rising? *Project Syndicate*.
- Fontanella-Khan, J., Platt, E., & Massoudi, A. (28 de Enero de 2018). Global dealmaking runs at fastest clip since 2000. *Financial Times*.
- Friedman, M. (Marzo de 1968). The role of monetary policy. *The American Economic Review*, 58(1), 1-17.
- Giannone, D., Lenza, M., Pill, H., & Reichlin, L. (2011). Non-Standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments. *Working paper series*, 1-33.
- Gros, D. (13 de Febrero de 2018). The Eurozone Island of Stability . *Project Syndicate*.
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Weichselbaumer, M. (2012). The determinants of merger waves: An international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 1-15.

- Gugler, K., Mueller, D. C., & Weichselbaumer, M. (2018). Market Optimism and Merger Waves. *MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS*, 159-175.
- International Monetary Fund. (2017). *Monetary Policy and Central Banking*. Washington, D.C: Communications Department.
- Lipton, M. (14 de Septiembre de 2006). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centurie. *Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*. York.
- Mankiw, N. G. (2001). *U.S. Monetary Policy During the 1990s*. Boston: Harvard University.
- Mergermarket. (2017). *Global & Regional M&A Report Q4 2017*. London: Mergermarket.
- Mitchell, W. C. (1960). *Business Cycles and their causes*. Berkeley: University of California Press.
- Navins, D. (14 de Marzo de 2018). *This Isn't Your Grandfather's (1960s) Inflation Scare*. Obtenido de Ivesting: <https://www.investing.com/analysis/this-isnt-your-grandfathers-1960s-inflation-scare-200298076>
- New World Economics. (25 de Noviembre de 2012). The Federal Reserve in the 1920s 2: Interest Rates. *New World Economics*.
- Nishith Desi Associates. (2016). *Mergers & Acquisitions in India*. Mumbai: NDA.
- Nouwen, T. (2011). *M&A waves and its evolution throughout history*. Tilburg University.
- Platt, E., & Fontanella-Khan, J. (18 de Marzo de 2018). Global deals surge past \$1tn at fastest ever pace. *Financial Times*.
- PwC. (2018). *PwC M&A 2017 Review and 2018 Outlook*. Hong Kong: PwC China.
- Sirover, M. (1997). *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. Nueva York: Free Press.
- Stark, J. (19 de Febrero de 2018). The Irresponsible ECB. *Project Syndicate*.
- The Boston Consulting Group. (2017). *The 2017 M&A Report: The technology Takeover*. Londres: BCG.
- Vazirani, N. (2015). A Literature Review on Mergers and Acquisitions Waves and Theories. *SIES Journal of Management*, 3-9.
- Wolf, M. (21 de Enero de 2018). Davos 2018: the monetary policy trick is managing a return to 'normal'. *Financial Times*.
- Yongding, Y. (26 de Febrero de 2018). China Confronts the Mundell-Fleming Trilemma. *Project Syndicate*.