



SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA BANCA DE INVERSIÓN

Emilio Saracho ¹

1. Introducción

El objetivo de este artículo es analizar la situación y perspectivas de la industria que conocemos como *banca de Inversión*. Considero conveniente realizar dos consideraciones previas:

- En primer lugar, respecto a las actividades o áreas de negocio que forman parte de lo que comúnmente todos conocemos como *banca de inversión*. En este sentido mi artículo se va a referir fundamentalmente a una de las actividades desarrollada por esta industria: el mercado de fusiones y adquisiciones (*M&A*), aunque haré una breve referencia a los mercados de capitales que, a su vez, engloban los mercados de deuda (bonos y préstamos) y de renta variable.

Es importante señalar que en el contexto de este artículo no voy a hacer referencia a las actividades de *trading*, tanto por cuenta propia como de clientes, y que bien podrían considerarse como *banca de inversión*. En algunos casos, los ingresos procedentes de esta actividad, que depende en gran medida del comportamiento de los mercados, cuadruplican los ingresos de clientes.

- En segundo lugar, respecto al ámbito del análisis: ya desde hace tiempo no es posible, ni realista, analizar la industria de *banca de inversión* en cualquier mercado de forma separada de la industria a nivel global. El mercado ibérico está perfectamente enmarcado y alineado con la industria global y sigue o se beneficia de las mismas tendencias. Por ello mis comentarios harán referencia a las tres áreas de negocio mencionadas desde una perspectiva global. En cualquier caso, aportaré algunos datos específicos referidos al mercado ibérico.

En la primera parte de este artículo haré referencia al comportamiento de la industria en 2004, así como las principales perspectivas que se aprecian para el año 2005. En la segunda parte analizaré con más detalle dos tendencias concretas que han cobrado una especial relevancia en los últimos tiempos: por un lado, la creciente relevancia de los *Private Equity Funds* y de los *Hedge Funds* y por otro, los aspectos referidos a responsabilidad corporativa, cuya influencia está determinando de una manera muy clara la forma en la que se organizan y actúan los jugadores en esta industria. Trataré, por último, de resumir todo lo anterior en unas breves conclusiones.

¹ Presidente de JP Morgan España y Portugal.

2. La industria en 2004: clara recuperación

2.1. La industria en cifras

Para empezar, vamos a analizar unas cifras sobre el tamaño y comportamiento del sector y de sus principales agentes. El tamaño total del mercado de banca de inversión a nivel global, medido en función de los ingresos generados por su actividad, se comportó de la siguiente manera:

Tabla 1. Comportamiento del sector

USD '000 millones	2004	% crec.	3003
M&A	13,3	26,7%	10,5
Renta Variable	14,5	27,2%	11,4
Bonos	17,1	4,3%	16,4
Préstamos	8,1	11,0%	7,3
	53	16,2%	45,6

Fuente: IDC.

Como se puede apreciar, el conjunto de los ingresos de clientes en concepto de fusiones y adquisiciones y mercado de capitales (renta variable, bonos y préstamos) que, como hemos dicho, constituyen el núcleo del negocio, pasó de \$45,6 bn a \$53,3 bn. Esta cifra es la mayor alcanzada desde el año 2000.

Este resultado positivo se debe en gran medida a la recuperación de la actividad en los mercados de renta variable y de fusiones y adquisiciones, que experimentaron unos crecimientos del 27%. Sin embargo, en el caso de M&A, el aumento de ingresos no refleja la verdadera evolución experimentada por su actividad durante el año, ya que el volumen y el número de operaciones crecieron, como veremos más adelante, por encima del 40% y del 30% respectivamente.

Cabe destacar que, por tercer año consecutivo, fueron los mercados de renta fija (bonos) los que generaron la mayor parte de los ingresos, con \$17,1bn. Sin embargo su crecimiento, un 4,3%, ha sido más moderado que el del resto de las actividades.

Las cifras mostradas apuntan por tanto a una recuperación firme. Esta recuperación ha permitido al mismo tiempo mantener el nivel de concentración de la industria, contra la tendencia que se apreciaba hace unos años.

La misma docena de firmas, europeas las menos y americanas las más, dominan los rankings de cada sub-sector a nivel global y europeo, y aparecen en posiciones de cabeza en mercados locales como España, donde naturalmente la fortaleza de los bancos domésticos es mucho más notable, como se aprecia en las siguientes tablas.



Tabla 2. Mundial - Ránkings 2004

M&A ¹			Equities			Bonos			Préstamos Sindicados		
Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)
1	Goldman Sachs	579.797	1	Morgan Stanley	51.951	1	Citigroup	203.456	1	JPMorgan	500.973
2	JPMorgan	516.647	2	Goldman Sachs	46.916	2	Deutsche Bank	185.479	2	Citigroup	338.299
3	Citigroup	488.821	3	Citigroup	39.674	3	JPMorgan	171.365	3	BoAmerica Sec.	293.597
4	Morgan Stanley	397.921	4	Merrill Lynch	38.345	4	Barclays Capital	154.673	4	Barclays Capital	122.558
5	Merrill Lynch	370.080	5	UBS	30.198	5	Merrill Lynch	149.683	5	Deutsche Bank	105.436
6	Lehman Brothers	309.856	6	JPMorgan	29.785	6	Morgan Stanley	146.590	6	BNP Paribas	90.522
7	Deutsche Bank	254.143	7	Deutsche Bank	25.173	7	CSFB	140.938	7	Wachovia Corp	83.462
8	Lazard	233.792	8	CSFB	22.332	8	UBS	108.247	8	RBS Group	72.307
9	Rothschild	233.066	9	Lehman Brothers	20.845	9	HSBC	108.216	9	Mizuho	67.690
10	UBS	223.199	10	ABN AMRO	9.236	10	Lehman Brothers	105.322	10	ABN AMRO	61.323
Total Industria		1.976.210	Total Industria		425.175	Total Industria		2.438.819	Total Industria		2.670.598

(1) Operaciones anunciadas.
Fuente: Thomson Financial.

Tabla 3. EMEA - Ránkings 2004

M&A ¹			Equities			Bonos			Préstamos Sindicados		
Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)
1	Goldman Sachs	268.998	1	Morgan Stanley	16.676	1	Deutsche Bank	108.895	1	Barclays Capital	92.350
2	Citigroup	232.192	2	Goldman Sachs	14.671	2	Citigroup	105.318	2	Citigroup	88.803
3	Rothschild	217.008	3	Deutsche Bank	14.252	3	CSFB	100.854	3	BNP Paribas	71.307
4	Morgan Stanley	194.482	4	Merrill Lynch	13.897	4	JPMorgan	100.359	4	RBS Group	65.813
5	Merrill Lynch	176.501	5	Citigroup	12.707	5	Barclays Capital	98.519	5	JPMorgan	60.904
6	JPMorgan	172.520	6	UBS	11.566	6	ABN AMRO	90.620	6	Deutsche Bank	55.606
7	Deutsche Bank	147.999	7	JPMorgan	8.734	7	HSBC	84.733	7	Calyon	44.939
8	ABN AMRO	130.670	8	CSFB	7.977	8	Morgan Stanley	73.404	8	Soc. Générale	43.495
9	Lazard	98.390	9	Mediobanca	7.961	9	BNP Paribas	71.526	9	HSBC	42.399
10	BNP Paribas	93.537	10	ABN AMRO	7.714	10	Soc. Générale	71.312	10	ABN AMRO	39.085
Total Industria		883.401	Total Industria		165.754	Total Industria		1.591.232	Total Industria		924.845

(1) Operaciones anunciadas.
Fuente: Thomson Financial.

Tabla 4. España y Portugal - Ránkings 2004

M&A ¹			Equities			Bonos			Préstamos Sindicados		
Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)	Rank	Asesor	Volumen (\$mm)
1	JPMorgan	27.277	1	Morgan Stanley	2.661	1	Soc. Générale	16.789	1	BBVA	5.659
2	Goldman Sachs	26.653	2	BBVA	1.460	2	Calyon	12.623	2	Citigroup	5.439
3	Morgan Stanley	26.160	3	SCH	927	3	JPMorgan	11.900	3	RBS Group	4.033
4	Merrill Lynch	17.124	4	Citigroup	797	4	Deutsche Bank	10.252	4	Caja Madrid	3.958
5	Citigroup	14.708	5	DrKW	737	5	Barclays Capital	9.400	5	Soc. Générale	3.564
6	ABN AMRO	6.220	6	Merrill Lynch	672	6	Citigroup	9.155	6	SCH	3.498
7	Calyon	5.871	7	CSFB	487	7	CSFB	9.009	7	BNP Paribas	3.282
8	Lazard	3.612	8	JPMorgan	479	8	HSBC Holdings	7.673	8	Barclays Capital	2.718
9	BNP Paribas	3.450	9	Deutsche Bank	365	9	G. C. d'Epargne	7.186	9	Calyon	2.579
10	UBS	3.058	10	BCP	264	10	ABN AMRO	6.263	10	InverCaixa	2.428
Total Industria		70.282	Total Industria		9.321	Total Industria		152.649	Total Industria		51.479

(1) Operaciones anunciadas.
Fuente: Thomson Financial.

2.2. Mercado de Fusiones y Adquisiciones

La siguiente gráfica muestra la evolución del mercado global de M&A por volumen y región durante los últimos 10 años:





El volumen global de operaciones de M&A creció un 42% durante el año 2004, hasta los 1.900 billones de dólares, un fuerte incremento sobre el crecimiento del 14% registrado el año anterior. Por áreas geográficas, Estados Unidos representó el 43% del volumen, seguido de cerca por Europa con el 37%. Asia-Pacífico supuso un 15% del volumen.

El magnífico comportamiento de los mercados norteamericano y europeo, con crecimientos del 47% y del 39%, respectivamente, contribuyó decisivamente en esta positiva evolución. Como se puede apreciar, el año 2004 ha sido el mejor año en cuanto a volumen de actividad desde el año 2000, aunque todavía nos encontramos lejos de los niveles alcanzados ese año. Este menor volumen de actividad es la causa del importante ajuste de capacidad, en términos de empleo, que ha sufrido la industria en los últimos años.

Igualmente, tanto el número de operaciones como el importe medio por operación en cada una de las categorías reflejadas aumentaron durante 2004. Hay que destacar que mientras en Estados Unidos el repunte de actividad obedeció en mayor medida a operaciones estratégicas realizadas por las compañías, en el caso europeo las operaciones de reestructuración corporativa fueron las que tuvieron mayor peso en el conjunto de la actividad.

En este sentido, parece que las firmas europeas se están dando cuenta de que los inversores penalizan estructuras corporativas excesivamente complejas. Por ello, durante el año 2004 se anunciaron en Europa diferentes operaciones de reorganización corporativa, siendo la mayor la fusión de Royal Dutch Petroleum y Shell Transport con la consiguiente desaparición de su estructura corporativa dual. En esta categoría también se pueden enmarcar la compra por parte de Telecom Italia del 44.65% de su filial Telecom Italia Mobile.

Pero las operaciones estratégicas también tuvieron cabida en Europa durante el año 2004 y, entre éstas, se puede calificar como una de las más destacadas, si no la más, la adquisición por parte del Banco Santander del banco británico Abbey National. Esta operación, además de suponer la mayor operación transnacional en el sector bancario, marcó un hito en la industria por cuanto que la compensación pagada a los accionistas de la entidad inglesa se realizó con acciones del propio Banco Santander. Sin duda alguna, esta operación ha abierto el camino de lo que puede ser una intensa actividad corporativa entre entidades financieras europeas, como lo demuestran las ofertas realizadas por BBVA y ABN Amro por las entidades italianas BNL y Antonveneta, respectivamente así como la anunciada fusión de HVB y Unicredito.

La siguiente tabla refleja las mayores operaciones anunciadas durante el año 2004. Seis de las diez mayores operaciones realizadas representaron operaciones estratégicas por parte de compañías estadounidenses siendo la de mayor volumen la fusión por un valor de USD 59.000 millones de dólares de JPMorgan Chase y Banc One.

Tabla 5. España y Portugal - Ránkings 2004

Fecha Anuncio	Oferente	País	Target	País	Sector	Valor USD '000 mill.	Forma Pago
28-oct	Royal Dutch Petroleum	Holanda	Shell Tranport& Trading	UK	Rec. Naturales	80,1	Acciones
26-ene	Sanofi-Synthelabo	Francia	Aventis	Francia	Consumo	65,7	Acciones/ Efectivo
14-ene	JPMorgan Chase	USA	Bank One	EE.UU	Financiero	58,8	Acciones
17-feb	Cingular Wireless	USA	AT&T Wireless Services	EE.UU	Telecom	47,1	Efectivo
15-dic	Sprint Corp	USA	Nextel Communications	EE,UU	Telecom	46,5	Acciones/ Efectivo
24-ago	Sumitomo Mitsui Financial Group	Japón	UFJ Holdings	Japón	Financiero	29,3	Acciones
07-dic	Telecom Italia	Italia	Telecom Italia Mobile (44,7%)	Italia	Telecom	28,8	Acciones/ Efectivo
20-dic	Exelon	USA	Public Service Enterprise	EE.UU	Rec. Naturales	27,4	Acciones
15-dic	Johnson & Johnson	USA	Guidant	EE.UU	Consumo	25,0	Acciones/ Efectivo
23-dic	KBC	Bélgica	Almanij	Bélgica	Financiero	20,9	Acciones

Fuente: JP Morgan, Thomson Financial.

Un aspecto destacado del mercado durante el pasado año fue el espectacular aumento de lo que conocemos como *Unsolicited Bids*, donde la iniciativa de la operación (la oferta de compra o fusión de las compañías) es tomada por una de las partes sin que la otra tenga conocimiento de la misma o, existiendo conocimiento, no haya acuerdo previo. El volumen global bruto de operaciones *Unsolicited* ascendió a 237.600 millones de dólares, un aumento del 160% comparado con los 91.100 millones de dólares del año anterior. El volumen neto, que tiene en cuenta las operaciones que se retiraron durante el proceso, fue de 139.000 millones de dólares, casi ocho veces más que el año anterior.

La mayor operación *unsolicited* durante 2004 fue el intento de compra que la compañía americana de comunicaciones Comcast realizó sobre Disney. El importe de la oferta, que se instrumentó en una combinación de efectivo y acciones de la propia Comcast, se elevó a 67.000 millones de dólares. Finalmente la oferta no prosperó. Por el contrario la oferta que la farmacéutica europea Sanofi-Synthelabo realizó sobre la también europea, Aventis por 67.000 millones de dólares, que también incluía pago en efectivo y acciones, sí fue finalmente adelante.

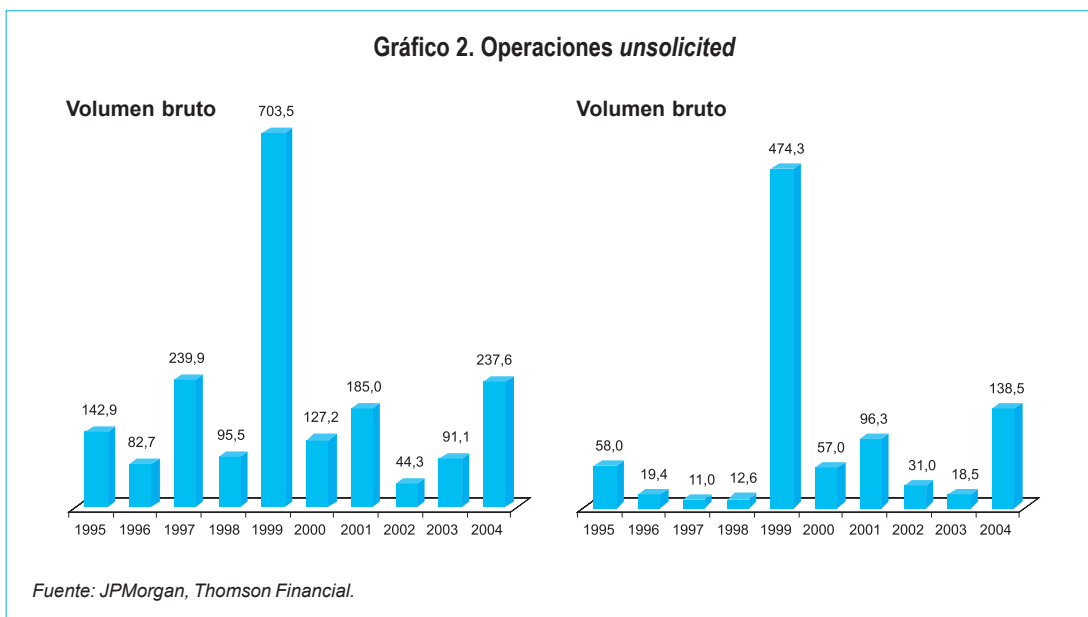


Tabla 6. Operaciones anunciadas durante el año 2004

Fecha Anuncio	Oferente	País	Target	País	Sector	Valor USD '000 mill.	Forma Pago
11-feb	Comcast	USA	Walt Disney	UK	Telecom	80,1	Acciones
26-ene	Sanofi-Synthelabo	Francia	Aventis	Francia	Consumo	65,7	Acciones/ Efectivo
24-ago	Sumitomo Mitsui Financial Group	Japón	UFJ Holdings	EE.UU	Financiero	58,8	Acciones
27-may	Revival Acquisitions (Philip Green)	UK	Marks & Spencer	EE.UU	Consumo	47,1	Efectivo
18-oct	Harmony Gold Mining	Surafrica	Gold Fields	EE.UU	Rec. Naturales	46,5	Acciones/ Efectivo
08-nov	Stockland	Australia	General Property	Japón	Inmobiliario	29,3	Acciones
28-oct	Xstrata	Suiza	WMC Resources	Italia	Rec. Naturales	28,8	Acciones/ Efectivo
18-nov	Carl Icahn	USA	Mylan Laboratories	EE.UU	Consumo	27,4	Acciones
21-oct	United Technologies	USA	Kidde	EE.UU	Consumo	25,0	Acciones/ Efectivo
13-dic	Deutsche Borse	Alemania	London Stock Exchange	Bélgica	Financiero	20,9	Acciones

Fuente: JP Morgan, Thomson Financial.

2.3. Mercados de capitales

El volumen global de los mercados de renta variable durante 2004 ascendió a 459.900 millones de dólares, continuando la tendencia alcista que ya comenzó a percibirse en el año 2003.

La siguiente tabla muestra el volumen global de operaciones de renta variable durante el año 2004:

Tabla 7. Volumen global de operaciones de renta variable durante el año 2004

USD Millones	2004	2003	Variación	% S/ total 04
Estados Unidos	208.100	189.700	9,7%	36,5%
Europa	187.300	142.500	31,4%	32,8%
Asia - Pacífico	59.700	36.900	35,0%	26,3%
Resto	24.700	7.400	233,8%	4,3%
Total	570.400	450.900	26,5%	100,0%

Fuente: Dealogic.

El volumen global de IPO (salidas a bolsa) experimentó un fuerte repunte durante el año hasta los 136.300 millones de dólares, lo que supone un aumento del 174% sobre el año anterior. Por el contrario, el volumen de emisiones de *convertibles* cayó durante el año un 36%, alcanzando una cifra de 110.500 millones de dólares.

En cuanto al mercado de deuda, las operaciones de deuda durante el año 2004 descendieron un 2% durante el año 2004, pero el aumento del importe medio por operación hizo posible que el volumen total del año aumentase un 4%, hasta USD 5.400 billones de dólares.

Los bajos tipos de interés, junto con la enorme liquidez existente en el mercado, están siendo determinantes en la evolución de los mercados de deuda.

3. Perspectivas de los mercados de capitales en 2005: más volatilidad

No debemos olvidar que el mercado de Renta Variable Global ha subido casi un 60% desde su mínimo en marzo del 2003 hasta el final del año pasado. No es de extrañar por tanto que los expertos no esperen un crecimiento superior al 10-15% en el año 2005. Al menos la estimación para la renta variable es positiva, lo cual es más difícil de justificar para los mercados de renta fija.

Se espera que el bono americano a diez años suba desde el nivel de 4,22% del comienzo de año, y también se espera una ampliación de los *spreads* de crédito una vez se normalice la situación creada por inversores ávidos de mayores rendimientos y que hundió los diferenciales.



La buena noticia para la renta variable seguirá siendo un escenario macroeconómico global, benévolo. Si el crecimiento global del año 2004, el más alto de los últimos 20 años con un 4,5%, no es fácilmente repetible, el esperado 3,6% sigue siendo saludable. Además, hay que tener en cuenta que la situación de liquidez es tan alta como nunca.

Sin embargo no todo será positivo. El crecimiento de los beneficios empresariales será menor y es difícil que se crezcan hasta los dos dígitos. Las presiones inflacionistas están creciendo en EEUU como resultado de un dólar débil y de la evolución de los precios del petróleo.

Más aún, los tipos de interés están claramente en la senda alcista. Si la Reserva Federal subiera los tipos un cuarto de punto en cada una de sus reuniones este año alcanzaríamos los 4,25% al final del año, en comparación con los 2,25% del principio.

Las cosas serían aún más duras para la renta variable si el dólar baja fuertemente, el consumo se retrae o los precios del petróleo se mantienen empecinadamente altos.

El consenso es que el bono a diez años subirá, aunque hay que mencionar que también lo era hace un año y no lo hizo, entre otras cosas por la intervención compradora de deuda pública americana realizada por los bancos centrales asiáticos que impidieron una apreciación de sus monedas.

De nuevo las apuestas están a favor de una venta de posiciones largas en la deuda USA. Lo importante será cómo esta reducción de posiciones se articula con las subidas de tipos, el comportamiento de la inflación y una caída suave del dólar. Cualquier desajuste en esta delicada ecuación forzaría una subida rápida de los tipos para mantener el dólar atractivo.

Sea cual sea el escenario, nuestro sector espera que los mercados, tanto de renta fija como variable salgan de la estrecha banda en que se movieron durante el año pasado y que aumente la volatilidad. Y eso como todo el mundo sabe es un componente esencial de la actividad de nuestro sector.

3.1. Un mundo *post-Spitzer*: tamaño vs. Control

Un tema que parece tocar a su fin es la investigación de más de dos años del fiscal Spitzer. Las consecuencias que los casos denunciados por este fiscal han traído son de tal magnitud que cabalmente podemos hablar de un mundo *post-Spitzer* en la industria de Wall Street y, por tanto, en la industria global.

A los cerca de 1.400 millones de dólares que ha costado el acuerdo habrá que añadir algunos más para afrontar las demandas de inversores.

La separación total entre analistas y banqueros cambiará la forma tradicional de hacer negocios y plantea un dilema para los bancos y para los inversores sobre cómo mantener los recursos de análisis, teniendo en cuenta que ni los clientes de *primario* ni los de *secundario* están en disposición de pagar por este servicio.

Una de las derivadas de este macrojuicio es la idoneidad de los procedimientos y valores de la industria, y que se ha visto confirmada por distintos incidentes que han afectado a las mayores instituciones del mundo.

Y si pensamos en las mayores instituciones del mundo, la cuestión es si su tamaño puede estar acercándose a un *tope técnico*. Cuando el tamaño se extiende en las cuatro dimensiones posibles: clientes, activos, geografías y productos, éste a su vez se convierte en una formidable barrera al control, que a su vez hace necesario que las instituciones tengan una sólida base de capital para afrontar las situaciones las que puedan enfrentarse.

Cualquier error de control provoca una repercusión global de tal magnitud, y el interés mediático es tal, que puede llegar a tener una incidencia reputacional grave.

No existe fórmula ni método eficaz al cien por cien para garantizar a las operaciones un entorno seguro. Pero lo que sí se ha transformado es el nivel cuantitativo y cualitativo de la inversión en *Compliance* y el análisis detallado no ya de la legalidad, sino de la idoneidad e incluso de las apariencias de nuestras operaciones: desde la metodología para evitar los casos de lavado de dinero, existentes desde hace años pero reforzados de forma exponencial a partir del 11-S, hasta la revisión individual de todas las operaciones cuya mera complejidad pudiera ser motivo de confusión si fuera eventualmente revisada en medios no especializados.

En el entorno en el que operamos actualmente, todo se analiza como un riesgo potencial. En este sentido, las operaciones que requieren de este seguimiento especial son miles, incluso en una institución de tamaño medio, y los medios necesarios para su control no pueden ser sino enormes.

El gobierno corporativo ha dejado de ser un tema del consejo o del consejero delegado. Se intenta extender el concepto de responsabilidad impuesto de manera poco pensada pero eficaz por la Sarbannes –Oxley a toda la organización, educando a cientos de miles de personas en contacto con clientes a identificar situaciones en las que exista un riesgo para la institución.

Así como no existe en nuestra industria ninguna ansiedad derivada de los requisitos impuestos por Basilea II, sí hay una verdadera paranoia con respecto al cumplimiento estricto de las normas éticas y del mantenimiento de un estándar alto en los controles internos de toda la cadena productiva.



3.2. Nuevos protagonistas: *Hedge Funds* y *Private Equity*

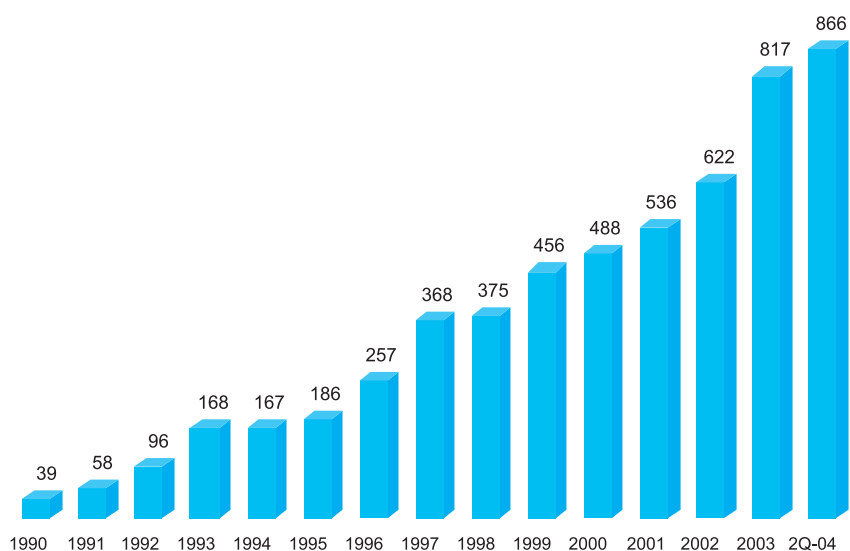
Dos fenómenos, no nuevos, pero sí de una dimensión desconocida hasta el momento, se han abierto paso en nuestra industria. Me refiero a los *Hedge Funds* y a los *Private Equity Funds*.

Los primeros tienen un gran impacto en las actividades de *trading*, los segundos en la actividad de *M&A* y las actividades ligadas a ésta, como la financiación.

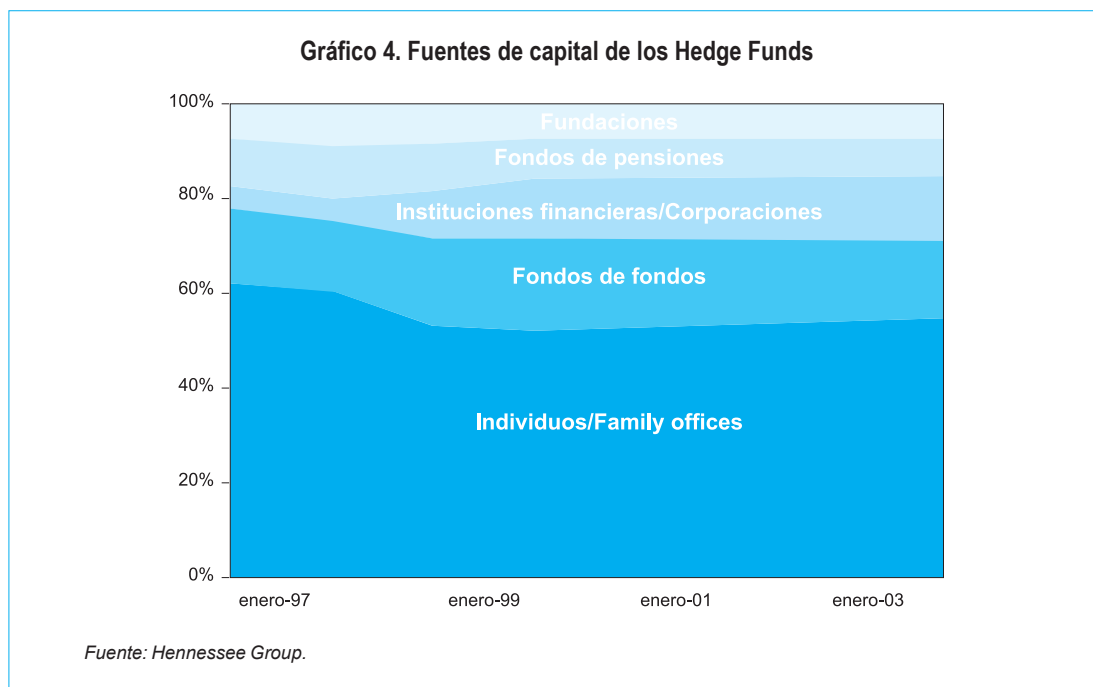
Los *Hedge Funds* han mantenido un crecimiento espectacular durante una década, y ni siquiera el terremoto de Long Term Capital ha frenado su crecimiento. A finales de 2004 operaban cerca de 7.000 *Hedge Funds*, gestionando unos activos de 900.000 millones de dólares, con un crecimiento medio anual en los activos gestionados del 27% entre 1990 y 2004. Por otro lado, el crecimiento esperado para los próximos años supera el 20% anual. Hay que mencionar, por otro lado, que se trata de una industria muy concentrada: el 15% de los fondos controlan el 65% de los activos en gestión.

Hay que tener en cuenta que el peso de los *Hedge Funds* sobre el conjunto de todos los mercados de renta variable, bonos y de financiación del mercado, es relativamente pequeño (aproximadamente un 1%), e incluso añadiendo una capacidad de apalancamiento de 5 veces, no representa más de un 3% de los activos financieros globales. Pero, y de ahí su gran impac-

Gráfico 3. Activos bajo gestión de los *Hedge Funds* ('000 mm USD)



Fuente: HFR.



to, su operativa y altísima rotación hace que su *share* de las operaciones realizadas sea de casi un 30%. Y por supuesto muchas de ellas a través de productos derivados por lo que éstos han crecido a su vez en paralelo.

Nada puede impedir por tanto que un volumen de recursos de esta magnitud, y que queda fuera del alcance de los reguladores, genere cierta inquietud en cuanto a su impacto en los mercados en los que operan. De hecho, a pesar de que los *Hedge Funds* se nutren primordialmente de dinero privado, están interconectados a los sistemas y mercados regulados precisamente a través de nuestra industria.

La regulación de los *Hedge Funds*, aún en discusión, es más que probable que tome forma en un futuro próximo. De hecho, en Estados Unidos su registro en la SEC será obligatoria a partir de febrero 2006 para *Hedge Funds* con activos bajo gestión superiores a 25 millones de dólares. Su labor correctora, su agilidad para descubrir y explotar ineficiencias entre todo tipo de valores y *commodities* tiene una importancia crecientes en el funcionamiento diario de los mercados de valores y divisas.

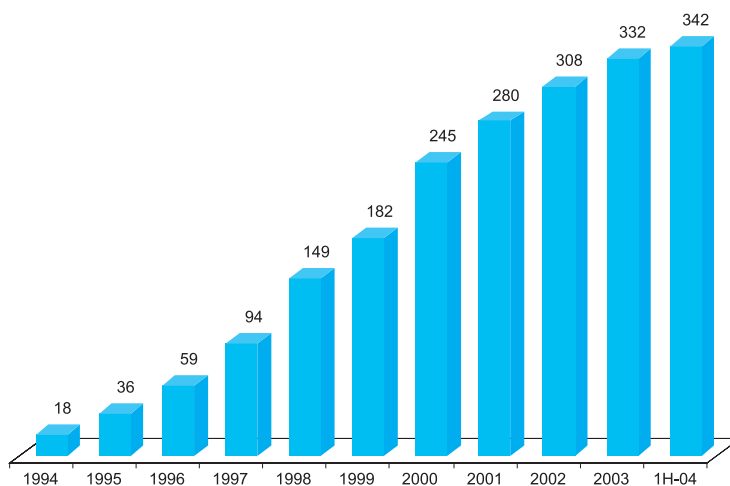
Los *Private Equity* son también un fenómeno antiguo, pero su crecimiento esta transformando su posición y también su apetito por operaciones más y más grandes.

En el mundo de *Private Equity* se han dado dos circunstancias nuevas. La primera es la enorme liquidez de la que disponen. El entorno de bajos tipos de interés y las dificultades para obtener rentabilidad en activos tradicionales ha favorecido la captación por parte de estos fondos



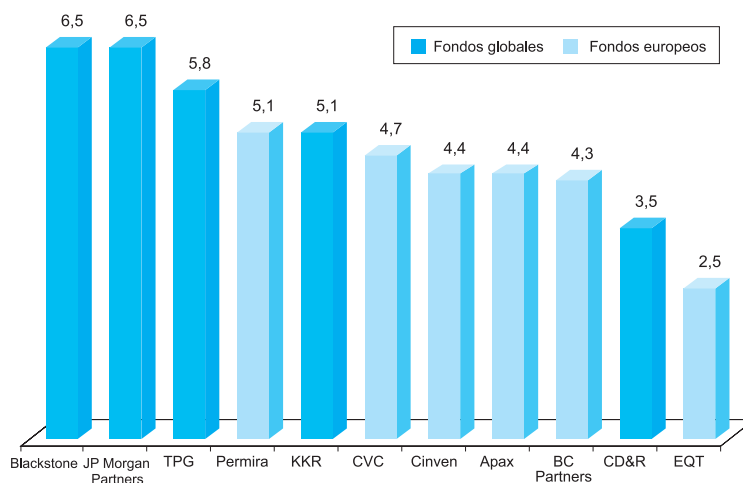
de recursos de inversores institucionales, incluso a través de *Fondos de Fondos* especializados. Las cantidades invertidas por instituciones ahorradoras, fondos de pensiones y otros inversores, aun representando porcentajes pequeños de sus carteras de inversión, representan una ola de liquidez enorme en este sector, que tiene que ser invertido en plazos relativamente cortos.

Gráfico 5. Capital disponible Private Equity ('000 mm USD)



Fuente: S&P/PMD, Securities Data Company, BUYOUTS.

Gráfico 6. Los mayores fondos europeos



Fuente: Factiva, Thomson Venture Economics y estimaciones JPMorgan.

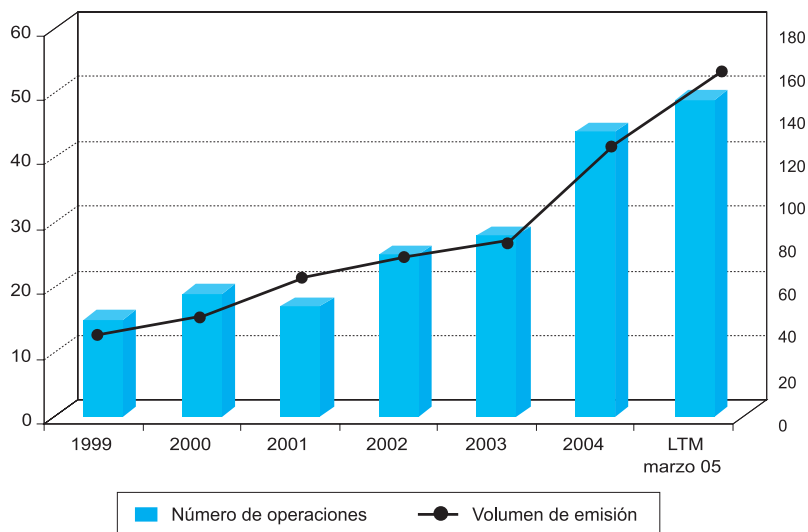
Por otro lado, la práctica ausencia de limitaciones al endeudamiento que vivimos actualmente, ha permitido elevar considerablemente los múltiplos de valoración que estos inversores llegan a pagar por las compañías. Su capacidad para competir con clara ventaja frente a compradores industriales es tal que, en muchos casos, éstos no pueden ni acercarse a los precios que los fondos de *Private Equity* están dispuestos a ofrecer. Se dan procesos de subastas de compañías en las que están exclusivamente presentes estas instituciones. Además, es cada vez más frecuente que unos fondos vendan a otros sus inversiones maduras (*secondary buyouts*).

Por todo lo anterior, no es una sorpresa constatar que estos inversores se hayan convertido en el principal agente en el mercado de *M&A* con casi un 13% del volumen de operaciones realizadas en Estados Unidos y un 25% del volumen europeo.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del número y volumen de operaciones de LBO (*Leverage buyouts*) sólo en Europa.

Hay que llamar la atención sobre el hecho de que los dos fenómenos mencionados, como otros que han tenido lugar en el pasado, obedecen a factores singulares, no recurrentes y que, antes o después, esta actividad tendrá una corrección, aunque ésta no parece inmediata.

Gráfico 7.
Evolución del número y volumen de operaciones de LBO (*Leverage buyouts*) sólo en Europa



Fuente: Standard & Poor's.



4. Conclusiones

La recuperación clara y completa de la actividad de Banca de Inversión, experimentada en 2004, tiene visos de continuar durante el presente ejercicio.

En un entorno de crecimiento global y a pesar de los elementos de riesgo, inflación-tipos de interés-dólar-petróleo, es probable que el sector se beneficie de una mayor volatilidad, favoreciendo determinadas actividades en las que no he profundizado en el contenido de este artículo, como el *trading* por cuenta propia o por cuenta de clientes.

El entorno regulatorio no cambiará sustancialmente, pero los efectos de las medidas introducidas seguirán notándose fuertemente en el sector, tanto en lo que afecta a sus procedimientos y estructuras de control como en el coste derivado de mantener una estructura global y por tanto sujeto a múltiples y solapados reguladores.

La actividad corporativa ha perdido por parte de su estigma y vuelve a estar alto en las agendas de los CEO. Los mercados de renta variable también han modificado, aunque sólo ligeramente, su aversión a estas operaciones, cuando están estructuradas de forma coherente con la estrategia de consolidación sectorial o responde a necesidades de crecimiento.

El crecimiento de *Fondos Alternativos* o *Hedge Funds* y *Private Equity Funds*, muy relacionado con los bajos tipos de interés y con la favorable coyuntura de endeudamiento, está teniendo una influencia destacada en la actividad de *M&A*. Aunque su crecimiento al ritmo actual no parece sostenible en el medio plazo, nadie anticipa que dejen de jugar un papel estelar a corto plazo.