

PROBLEMAS DE COMPETENCIA DE LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL

Albert Banal Estañol (Universidad Pompeu Fabra, Barcelona)

XV CONCURSO NACIONAL DE AYUDAS A LA INVESTIGACIÓN EN CIENCIAS SOCIALES

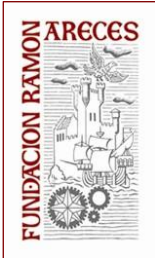
Convocatoria 2016

El objetivo de este proyecto es analizar el impacto que tienen, en la competencia entre empresas de un mismo sector, la significativa presencia de inversores institucionales entre los grandes accionistas de estas empresas. Las empresas que son dominantes en sus industrias, como por ejemplo Telefónica en España y Microsoft y Google internacionalmente, han recibido mucha atención por parte de las autoridades de la competencia, tanto en España y en Europa como en Estados Unidos. Los inversores institucionales, por el contrario, no suelen estar en su foco de atención. Sin embargo, a menudo, son los principales propietarios de muchas de las principales compañías del mundo. Azar (2011) muestra que la fracción de las acciones de empresas estadounidenses cotizando en bolsa que son propiedad de inversores institucionales ha aumentado de menos del 10% en el 1950 a más del 60% en 2010. En 2010 las 5 mayores sociedades de inversión tenían una participación de control en casi la mitad de todas las empresas que cotizan en bolsa en Estados Unidos. Si bien aún no sistemáticamente documentado, un patrón similar parece emerger en Europa.

Cada una de estas participaciones por sí sola quizás no genera riesgo de competencia, pero la suma de estas participaciones puede ser motivo de preocupación. Muchos competidores directos son parcialmente propiedad del mismo inversor, creando así vínculos indirectos entre empresas competidoras. Blackrock, por ejemplo, es el mayor accionista de Chevron, ExxonMobil, British Petroleum y Royal Dutch Shell, empresas que compiten directamente entre sí en la industria del petróleo. En España, Blackrock tiene participaciones importantes en 5 de las 7 entidades bancarias que cotizan en el Ibex35 y es el primer accionista del Santander y del BBVA. De hecho, las densas redes entre competidores que se forman a través de estos vínculos de propiedad en realidad pueden ser más propicias hacia los efectos contrarios a la competencia que una fusión entre dos empresas. Además, aunque los inversores institucionales han sido tradicionalmente vistos como pasivos a la hora de influir en las principales decisiones estrategias de las empresas, se han vuelto crecientemente activos a la hora de ejercer su poder en las juntas de accionistas (Lipton et al., 2013).

Las autoridades y los estudios de competencia, tradicionalmente, se han centrado en las fusiones, es decir, en formas de propiedad todo-o-nada. De hecho, las fusiones horizontales son a menudo objeto de un escrutinio sustancial y son a veces prohibidas por los organismos antimonopolio. Sus decisiones han sido guiadas por avances en la investigación académica en simulaciones y otros modelos estructurales del mercado, tanto en los EEUU (por ejemplo Ashenfelter et al., 2006) como en la UE (por ejemplo Ivaldi y Verboven, 2008). Sin embargo, parece igualmente apropiado prestar más atención a los vínculos creados por las estructuras de propiedad de los inversores institucionales. Las autoridades financieras de EEUU están investigando el riesgo sistémico potencial que estas organizaciones, debido a su gran tamaño, representan para la estabilidad del sistema financiero. Pero su dominio también puede causar serios problemas para la competencia. Aparte de Azar (2011) que reúne información descriptiva para los mercados de Estados Unidos hasta 2010, y Azar et al. (2016) que analiza el sector aéreo también en los EEUU, no conocemos ningún estudio que se examine esta cuestión. Nuestro objetivo, por lo tanto, es reunir y analizar por primera vez información sobre la inversión institucional en todos los mercados estadounidenses y europeos.

En primer lugar, vamos a crear una base de datos con las conexiones entre inversores y empresas para todas las empresas europeas y estadounidenses que cotizan en bolsa. Los datos de propiedad de Thomson nos permitirán hacer un primer análisis descriptivo de las redes de propiedad común. Por ejemplo, uno puede definir dos empresas como vinculadas si hay un accionista institucional con una participación financiera de más de un tanto por ciento en cada una de ellas. O bien uno puede considerar que hay un enlace sólo cuando ese inversor puede ejercer un control en ambas compañías. El control total de un gran accionista minoritario, por ejemplo, se puede producir cuando los otros accionistas son muy pequeños, de tal forma que no puedan formar una coalición para bloquear las decisiones del accionista dominante. Entre estos dos extremos hay toda una gama de escenarios de control parcial. Estos implican estructuras en las que el inversor puede influir en las decisiones de la empresa, pero no la controla totalmente. Una vez construidas matrices de adyacencia para grupos de empresas en base a estos enlaces, se puede calcular el "grado" de cada empresa en cada punto en el tiempo, es decir, el número de conexiones con otras empresas de la red. También podemos calcular la "densidad" de la red para un grupo de empresas, es decir, el número de enlaces relativos en relación con el número de enlaces posibles. En nuestra opinión, estas estadísticas descriptivas serán interesantes por sí mismas, ya que no hay tales descripciones sistemáticas de las redes de propiedad común disponibles, ni para los EEUU ni para Europa.



PROBLEMAS DE COMPETENCIA DE LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL

Albert Banal Estañol (Universidad Pompeu Fabra, Barcelona)

XV CONCURSO NACIONAL DE AYUDAS A LA INVESTIGACIÓN EN CIENCIAS SOCIALES

Convocatoria 2016

En un siguiente paso, tenemos la intención de relacionar estas redes con el poder de mercado de las empresas en cada uno de los segmentos de actividad económica. Para este propósito, vamos a relacionar nuestra base de datos entre inversores y empresas con los datos por empresa a nivel de segmento - segmentos definidos tanto a nivel de negocio como a nivel geográfico. Dado que cualquier evaluación de la competencia es costosa tanto para las autoridades de competencia como para las partes involucradas, las jurisdicciones utilizan algunas metodologías "fáciles" para hacer una evaluación inicial de los efectos de las fusiones. El indicador más antiguo y aún el más utilizado es el Herfindahl–Hirschman Index (HHI). Tenemos previsto ampliar la teoría del HHI para tener en cuenta la propiedad común debido a la presencia de inversores institucionales. Deberíamos usar diferentes supuestos en relación al control corporativo, siguiendo el modelo que O'Brien y Salop (2000) han utilizado para la propiedad cruzada entre competidores directos. La comparación de estos HHIs modificados con los HHIs originales debe darnos una primera visión sobre el poder de mercado que podría generarse a través de las redes de propiedad común.

La principal crítica de la prueba HHI es que sólo es relevante para la competencia en términos de cantidad en mercados de productos homogéneos. El recientemente desarrollado *upward pricing pressure* (UPP) ha sido propuesto por Farrell y Shapiro (2010) como una herramienta más robusta para encontrar los efectos unilaterales potencialmente dañinos en las fusiones, especialmente en industrias con productos diferenciados. En breve, el UPP mide el aumento de precios para una empresa fusionada debido a la pérdida de competencia entre los productos de las empresas que se unen, teniendo en cuenta el posible aumento de la eficiencia. Al igual que con el HHI, y de nuevo siguiendo la extensión para propiedades cruzadas sugerida por O'Brien y Salop (2000), tenemos la intención de modificar la teoría del UPP para tener en cuenta los vínculos entre empresas a través de la propiedad común de los inversores institucionales, y esto en función de los diferentes niveles de control corporativo. El UPP modificado da así una indicación de cómo una determinada empresa puede aumentar sus precios debido a su red de vínculos de propiedad común.

El UPP puede ser visto como la versión más simple de una simulación de fusión, en el que la reacción de los competidores se mantiene constante. El siguiente paso natural es la construcción de un modelo más completo de la propiedad común en un sector específico y medir su impacto sobre la competencia que tiene en cuenta la reacción de los competidores - parecido a una simulación de fusión. Por lo tanto vamos a proponer una metodología empírica estructural para examinar cuantitativamente el impacto unilateral de la propiedad común en industrias con productos diferenciados. El modelo estructural de propiedad cruzada desarrollado recientemente por Brito et al. (2014) puede ser adaptado y aplicado para incluir enlaces indirectos a través de la propiedad común. El modelo que desarrollaremos se podrá utilizar para simular los efectos de las redes de propiedad común sobre precios, cuotas de mercado, beneficios de la empresa y bienestar de los consumidores – utilizando el caso sin propiedad común como contrafactual.

*Todos los derechos de propiedad intelectual son del autor. Queda prohibida la reproducción total o parcial de la obra sin autorización expresa del autor.

© FUNDACIÓN RAMÓN ARECES. Todos los derechos reservados.