

Estructura de capital bajo colusión

*Resumen *paper* ganador Fondos Concursables CGC UC 2016

Autores: Giorgo Sertsios (Universidad de los Andes, Chile), Paul Povel (University of Houston), Daniel Ferrés (Universidad de Montevideo) y Gaizka Ormazábal (IESE)¹

Los carteles son acuerdos en los cuales empresas se coluden con competidores para cobrar precios más altos, con el fin de aumentar sus ganancias. Estos acuerdos son anticompetitivos e ilegales, ya que reducen el excedente de los consumidores. Las empresas involucradas en estos acuerdos son usualmente de gran tamaño: Entre 1990 y 2010 las empresas listadas en bolsa en Estados Unidos que fueron sindicadas en casos de colusión representaron más del 20% de la capitalización bursátil de ese país. Si bien la literatura económica ha estudiado extensivamente los incentivos de las empresas a coludirse, la interrelación entre la decisión de coludirse y las decisiones de financiamiento de las empresas ha recibido escasa atención.

Nuestro trabajo estudia si es que las empresas cambian sus decisiones de financiamiento estratégicamente cuando se coluden. Para entender por qué las decisiones de financiamiento y colusión podrían estar relacionadas, primero debemos explicar los incentivos de las empresas a permanecer o desviarse de un acuerdo colusivo. En un cartel, las empresas ganan utilidades sobre-normales al fijar precios más altos. Sin embargo, si una empresa decide bajar el precio sólo un poco por debajo del de sus co-conspiradores, podría obtener mayores utilidades aún en el

corto plazo, ya que capturaría una mayor proporción del mercado. Esto traería como consecuencia que se rompa el cartel y se retorne a equilibrio competitivo, donde la empresa que se desvió del acuerdo — y todas las otras que conforman el cartel — ganarían menores utilidades que en el equilibrio colusivo. De esto se desprende que mantener un acuerdo colusivo es más probable si las empresas involucradas tienen horizontes de largo plazo, ya que así se verán menos tentadas a desviarse del acuerdo en pos de ganar mayores utilidades en el corto plazo.

En este contexto, Maksimovic (1988) en un modelo teórico propone que las empresas con mayor deuda tienen más incentivos a desviarse del acuerdo colusivo, ya que la necesidad de pagar los intereses reduce el horizonte relevante de las compañías. Es decir, las vuelve más corto-plazistas. Las empresas, a sabiendas de que un alto ratio de deuda a activos disminuye sus incentivos a mantener la colusión, podrían decidir financiarse con menos deuda para hacer los acuerdos colusivos más estables. Esto da pie a la principal hipótesis que testeamos: Al iniciar un acuerdo colusivo, las empresas disminuyen su apalancamiento financiero para hacer el acuerdo colusivo más estable.

Para testear esta hipótesis, utilizamos datos de empresas

¹ *Paper* aceptado (noviembre de 2019) para publicación en *Journal of Financial Intermediation*.

norteamericanas que han sido condenadas por colusión. Nuestra base de datos contiene el año en el cual las empresas se coludieron y el año en el cual el cartel llegó a su fin. Comparamos la ratio de deuda a activos de estas empresas en los años previos a la colusión, en relación con los años en que el cartel estuvo en funcionamiento, y en relación con los años posteriores a la disolución del cartel. Para hacer nuestro análisis más preciso, además contrastamos el comportamiento de dichas empresas con el de empresas de “control” (i.e., empresas de la misma industria que no se coludieron en esos años).

Encontramos que las empresas del cartel disminuyen su deuda al entrar en colusión, en comparación con las empresas de control. Este efecto se revierte cuando el acuerdo colusivo se termina. Estos hallazgos se mantienen cuando controlamos por la acumulación de ganancias que obtienen las empresas coludidas. En su conjunto, nuestros resultados son consistentes con la hipótesis de que las empresas que forman un cartel tratan de usar menor deuda como una estrategia de “compromiso” a la estabilidad del cartel.

Para estar más seguro de nuestra interpretación, extendemos las hipótesis y testeamos sus implicancias. Nosotros proponemos que si la baja en deuda es parte de un mecanismo que permite dar estabilidad al cartel, entonces la reducción en deuda debiese ser más fuerte en escenarios donde los carteles son inherentemente más inestables: i) En industrias más competitivas; ii) Cuando las empresas tienen alto deuda previa al acuerdo colusivo; y iii) en períodos de bonanza económica, donde quitarle participación de mercado a los coconspiradores es más tentador. Dada que la reducción en deuda tiene costos (por ejemplo, la pérdida de escudos tributarios) también proponemos que la reducción en deuda será más pronunciada para las empresas que tienen más que ganar al coludirse (por ejemplo, los líderes de un

cartel). Consistente con estas hipótesis adicionales, encontramos que la caída en la ratio de deuda a activos es más importante si la empresa opera en una industria más competitiva, cuando tenía mayor deuda previa a la colusión, en períodos de bonanza económica, y cuando la empresa orquestó el cartel.

Nuestra principal contribución a la literatura académica es mostrar que las empresas parecen incorporar en sus decisiones de financiamiento el rol desestabilizador de la deuda en los acuerdos colusivos. Esto conlleva a una estructura de capital óptima distinta en colusión que fuera de ella. Nuestros resultados también pueden ser de interés para los reguladores: Muy poco se sabe de las operaciones de un cartel, ya que el secretismo de dichas operaciones es clave para evitar que su comportamiento sea detectado. Nuestro estudio da luces de un mecanismo importante que subyace estos acuerdos.