

ANÁLISIS DE COMPETENCIA EN FINANZAS (PARTE 1)

Como complemento a las herramientas estándar para el análisis de activos financieros – que ofrece respuestas sobre el valor justo de los títulos emitidos por una compañía, pero cuyos resultados dependen de supuestos sobre la dinámica competitiva enfrentada por ésta – Daniel propone un enfoque alternativo para la selección de activos, basado en los fundamentos de la Organización Industrial.

En esta primera parte, introducimos el marco de análisis, y reseñamos casos de estudio de compañías con *Poder de Mercado* y rentabilidades extraordinarias en la última década.

Por Daniel Urdaneta, CFA

¿Por qué es relevante el análisis de competencia en finanzas?

Una década de experiencia profesional en la industria, dividida en partes iguales en esferas que típicamente no hacen mucho traslape (el *buy side* del sector financiero y la consultoría económica), me ha enseñado que un fenómeno central para entender la economía moderna – el *poder de mercado* – tiene implicaciones radicalmente distintas dependiendo de la profesión.

El *poder de mercado* es, en simple, la capacidad de una empresa (o de una industria) de generar beneficios superiores a sus costos. El poder de mercado es un espectro de posibilidades que van más allá de la simplificación binaria entre “monopolio” y “competencia perfecta” de los libros de introducción a la economía, y es el pilar de la *Organización Industrial*, el campo de las ciencias económicas de mayor crecimiento en la actualidad¹. El grado de poder de mercado de una empresa, además, define qué tan efectiva y duradera es la “*muralla competitiva (competitive moat)*”² que posee.

En este marco de análisis, es relevante estudiar tanto el poder de mercado de una empresa (i.e., el *Moat* de una empresa con respecto a sus rivales, clientes, proveedores, etc.), como el nivel de concentración de una industria (i.e., el nivel de rivalidad competitiva entre varias empresas que producen bienes y servicios relacionados, o el *Moat* de este grupo de empresas con respecto a sustitutos, proveedores o clientes finales).

Hay algunas medidas estándar que indican poder de mercado. A nivel de empresas, una participación de mercado superior al 40% sin competidores cercanos, o márgenes brutos persistentemente superiores al resto de la industria, son algunos indicios de una empresa con alto poder de mercado. A nivel de industrias, el estándar es el análisis de HHI (índice mayor a 2500 indica un mercado “altamente concentrado”, donde las empresas que lo integran cuentan con alto poder de mercado)³. Una regla práctica útil es el criterio de “4 a 3” (i.e., los mercados donde 4 o menos actores controlan más del 80% de las ventas son “altamente concentrados”; en estos mercados, es muy probable que los reguladores impidan una mayor concentración por medio de fusiones, alegando que los incumbentes poseen un grado relevante de poder de mercado)⁴.

¹ Ver Bresnahan, Timothy F. "Empirical studies of industries with market power." *Handbook of industrial organization* 2 (1989): 1011-1057.

² Warren Buffett acuñó este término en la reunión anual de accionistas de Berkshire Hathaway en 1995. Ver: <https://www.cnbc.com/2018/05/07/warren-buffett-believes-this-is-the-most-important-thing-to-find-in-a-business.html>.

³ El índice Herfindahl-Hirschman (HHI) es una medida de concentración del mercado; se calcula como la suma de las participaciones de mercado (al cuadrado) de todos los participantes

© 2023 CFA Institute. Todos los derechos reservados. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no representan necesariamente la posición de CFA Institute y CFA Society Chile.

de un mercado. Oscila entre 0 (infinitos actores del mismo tamaño) y 10000 (un solo actor tiene 100% del mercado). Ver la guía para el análisis de fusiones del Departamento de Justicia de los EEUU, disponible en: <https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010>

⁴ Este criterio proviene de la industria de las telecomunicaciones y sólo se debe tomar como una referencia general. Ver: <https://www.eylaw.be/2020/06/22/antitrust-ma-4-to-3-mergers-might-be-back-on-the-strategic-table/>.

Un análisis a mayor profundidad requiere estudiar las particularidades de cada empresa y/o mercado – por ejemplo, qué tan importante es la innovación en esta industria, cómo es el poder de negociación de consumidores y proveedores, qué tan importante es la presión competitiva de bienes sustitutos, o qué tan diferenciada es la propuesta de valor de una empresa con respecto al resto del mercado – y es difícil construir una “teoría unificada de la competencia”. No obstante, estudiar el poder de mercado de una empresa y/o una industria aporta un gran valor agregado a los analistas financieros en la etapa de selección de acciones.

Diferencias de enfoque

Un economista de libre competencia suele trabajar bajo la premisa de que una empresa con alto poder de mercado (en el extremo, con una *posición dominante*) genera un resultado sub-óptimo del punto de vista social, especialmente para los consumidores finales, y por ende se deben imponer límites al ejercicio de este poder de mercado. Esta visión justifica la intervención del estado en los mercados por medio de demandas antimonopolio, regulación sectorial, prohibición de fusiones, o la imposición de medidas de mitigación o “remedios” como condición para aprobar fusiones.

Como buena ciencia social, existen opiniones a favor y en contra del intervencionismo estatal en los mercados – incluso entre los practicantes – pero la idea central es que una economía de mercado requiere ciertos controles sobre el poder de mercado de las empresas para generar resultados socialmente eficientes.

La visión de un analista financiero es radicalmente distinta. Como el objetivo es identificar oportunidades de inversión para individuos o instituciones (y no el actuar de un planificador social), el objetivo central de analizar una compañía desde una perspectiva de Organización Industrial es determinar si ésta posee una

fuerza significativa y estable de poder de mercado. Las consideraciones sobre los efectos de una empresa con poder de mercado en el bienestar social (siempre que ésta actúe en concordancia con criterios ESG, y su operación no vulnere la ley) pasan a segundo plano. Esta visión es compartida por Warren Buffett⁵, el histórico profesor de la Universidad de Columbia Bruce Greenwald⁶, y la metodología de evaluación de acciones de Morningstar⁷.

No es coincidencia que las palabras más frecuentemente usadas por los analistas para destacar el atractivo de una acción (e.g., “posición de liderazgo”, “posesión de patentes y activos esenciales”, “altas barreras de entrada”, “consumidores leales [sticky customer base]”, y “altos costos de cambio”) son, a su vez, términos vistos con muy malos ojos por las autoridades de libre competencia, toda vez que estos factores son indicativos de una empresa con alto poder de mercado.

Casos de estudio

Para cerrar la primera parte de esta columna, presentamos ahora un resumen breve de casos de éxito, enfocándonos 5 compañías en los EEUU que fueron “*ten-baggers*”⁸ en la última década (medido por su retorno total⁹) y los fundamentos económicos detrás de su desempeño superior. Como veremos, el poder de mercado juega un rol clave para explicar su trayectoria.

1. NVIDIA Corporation (NASDAQ:NVDA)

Retorno total (junio 2013-junio 2023): +11305%

NVIDIA recientemente se unió al selecto club de empresas con capitalización de mercado superior al billón de dólares (*trillion* en la escala americana). Su poder de mercado se centra en el *Moat* competitivo que le aporta su departamento de investigación y

⁵ Ante la Comisión del Congreso de los EEUU para estudiar el origen la crisis de 2007-2008, Warren Buffett dijo que “*La decisión más importante al evaluar un negocio, sin duda, es su poder de fijar precios*” (i.e., su poder de mercado). Ver: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2011-02-18/buffett-says-pricing-power-more-important-than-good-management#xj4y7vzkg>

⁶ Ver Bruce Greenwald y Judd Khan, “*Competition Demystified: A radically simple approach to business strategy*” (2007), disponible en: <https://www.amazon.com/Competition-Demystified-Radically-Simplified-Approach/dp/1591841801>.

⁷ El “*Morningstar Economic Moat Rating*” captura la ventaja competitiva de largo plazo de una empresa. Ver: <https://www.morningstar.com/articles/735365/the-morningstar-economic-moat-rating>.

⁸ Término acuñado por el inversionista Peter Lynch en su libro *One Up On Wall Street*. Se refiere a una inversión que se revaloriza hasta 10 veces su valor inicial. Ver: <https://www.investopedia.com/terms/t/tenbagger.asp>

⁹ Apreciación de capital + dividendos, considerando reinversión de dividendos. Estimación a partir de DQYDJ, disponible en: <https://dqydj.com/stock-return-calculator/>.

desarrollo, que diseña la tecnología propietaria detrás de las tarjetas de video de mayor rendimiento en el mundo, y que han encontrado aplicaciones en todas las tendencias digitales más recientes (minería de criptomonedas, realidad aumentada, *Internet of Things* y, ahora, Inteligencia Artificial)¹⁰.

2. Tesla, Inc. (NASDAQ:TSLA)

Retorno total (junio 2013-junio 2023): 3435%

Tesla es notoria por su excéntrico fundador, Elon Musk, y su devota base de consumidores-inversionistas. Más allá del *hype*, Tesla posee una posición de liderazgo indiscutida en el mercado global de vehículos eléctricos (EVs), y tiene el potencial de erigir murallas competitivas duraderas en segmentos esenciales de la cadena de valor de los EVs que no poseen sus rivales (tecnología de baterías, red de estaciones de servicio, canales de ventas propios)¹¹.

Además, debido a un estatus benigno en términos de criterios ESG (a diferencia de las otras automotrices, que siguen apalancados en el negocio tradicional de vehículos a gasolina), Tesla posee también una reputación benigna de cara a los inversionistas finales, lo que le permite un acceso a capital a mayor escala y menor costo que sus rivales.

3. Broadcom Inc. (NASDAQ:AVGO)

Retorno total (junio 2013-junio 2023): 2751%

Broadcom no es una compañía muy conocida por los consumidores finales, pero su posición de dominio en el mercado de los semiconductores es famosa entre las autoridades de libre competencia. La empresa mantiene una posición de liderazgo en la industria por medio de la especialización en microchips y otros elementos esenciales para dispositivos electrónicos,

data centers, redes de telecomunicaciones, servidores, y *software* industrial.

Con un historial de crecimiento a partir de adquisiciones¹² (tanto de rivales directos, como de proveedores *aguas arriba* y clientes *aguas abajo*), investigaciones de libre competencia en su contra¹³, y una relación tensa con sus contrapartes como Samsung¹⁴, el *Moat* de Broadcom se basa en crecimiento inorgánico y el férreo control de sus cadenas de suministro y derechos de propiedad.

4. Apple, Inc. (NASDAQ:AAPL)

Retorno total (junio 2013-junio 2023): 1320%

Prácticamente todos los habitantes de la tierra conocen la icónica marca detrás del iPhone, el sistema operativo MAC OS, y el ecosistema tecnológico cerrado que llegó a competir con fuerza contra Microsoft en la década de los 2000.

El poder de mercado de Apple proviene tanto del *hardware* (sus productos son icónicos por sus altos precios en comparación con la competencia, y una fiel base de consumidores que renueva anualmente sus equipos para mantenerse al corriente de la última ola de innovaciones) como del *software* (Apple posee dominio absoluto de todas las transacciones y datos que se mueven dentro de su ecosistema, lo que lo ha llevado a enfrentar demandas antimonopolio de empresas que venden servicios en su App Store¹⁵).

5. Microsoft Corporation (NASDAQ:MSFT)

Retorno total (junio 2013-junio 2023): +1035%

Cerrando esta lista, Microsoft es el prototipo de una empresa con una posición dominante; de hecho, cuenta con el dudoso honor de ser el protagonista de una de las demandas antimonopolio más importantes de la historia judicial de los EEUU¹⁶. No hay dudas de

¹⁰ Ver: <https://www.imd.org/research-knowledge/strategy/case-studies/nvidia-winning-the-deep-learning-leadership-battle/>.

¹¹ Ver: <https://daraykhman.medium.com/teslas-competitive-moats-plural-4302b96fa8ce>.

¹² Su más reciente adquisición, del operador de servicios *cloud* VMware, pareciera estar próxima a ser aprobada en Europa, ver: <https://www.reuters.com/markets/deals/eu-antitrust-regulators-okay-broadcom-vmware-deal-sources-says-2023-06-12/>

¹³ Ver <https://www.techradar.com/news/broadcom-accused-of-abusing-dominant-position-in-the-us> y

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_19_6109.

¹⁴ https://www.theregister.com/2023/06/14/broadcom_samsung_south_korea/.

¹⁵ <https://techcrunch.com/2023/04/24/apple-wins-antitrust-court-battle-with-epic-games-appeals-court-rules/>

¹⁶ La demanda del Departamento de Justicia de los EEUU contra Microsoft por monopolización del mercado de las PCs, que tuvo

que Microsoft es sinónimo de liderazgo: su software está presente a lo largo del planeta, y ha sido capaz de mantenerse relevante por mucho más tiempo que los gigantes del pasado como IBM.

En la última década, destacan dos áreas en que la compañía convirtió su posición de dominio en utilidades: la expansión a negocios adyacentes (*Cloud computing*, *data center*, aplicaciones empresariales), y la migración hacia un modelo de *Software As a Service* basado en suscripciones (ofreciendo mayor innovación al cliente final, y mitigando la merma de ingresos por piratería de *software*). Su más reciente área de innovación (Inteligencia Artificial, por medio de su inversión en la fundación OpenAI) podría cimentar aún más su posición de dominio y mantener su tendencia de utilidades superiores al promedio de la industria en el futuro previsible.

Conclusiones

El análisis de empresas bajo la óptica de la organización industrial es útil para determinar las fuentes de valor de una compañía a largo plazo, y permiten ver más allá de la información en los estados financieros. Si bien no existe una fórmula genérica para el éxito, sí hay algunos enfoques más “amigables” con la legislación de libre competencia que otros. Generalmente, la “dominancia por méritos” (crecimiento orgánico, como el de Apple, Tesla y NVIDIA) es mejor vista que el crecimiento inorgánico (como es el caso de Microsoft y Broadcom). Prácticas como la adquisición de rivales potenciales (*buy or bury*), la imposición de restricciones verticales, o los intentos por mantener un *moat* por medio de regulación, son conductas cada vez peor vistas por los reguladores, y representan fuentes de poder de mercado no sostenibles en el tiempo.

Por otro lado, así como hay empresas líderes en cada industria, también hay industrias líderes en la economía. En el ciclo económico actual, el sector tecnología (y dentro de éste, la industria de los semiconductores) lidera el podio de las industrias más rentables. Este liderazgo tiene razones de fondo (e.g., tendencias de la economía global hacia mayor

automatización y digitalización, y ahora Inteligencia Artificial), pero esta tendencia podría cambiar por completo en la próxima década si los reguladores antimonopolio tomasen medidas que debiliten los *Moats* de esta industria

Bonus: Otras áreas de aplicación

Hay muchas formas alternativas de combinar ideas de libre competencia en un marco de análisis de finanzas, por ejemplo:

- Se puede invertir el análisis anterior para estudiar las empresas o industrias con peor desempeño (generalmente, son compañías/industrias que han perdido *Moats* debido a un proceso de *destrucción creativa*).
- Adicionalmente, es útil evaluar la intensidad de la competencia *intra-industria* para identificar los sectores industriales con mayor concentración (en equilibrio, las industrias con menor rivalidad competitiva tienden a generar utilidades más altas que las industrias de alta competencia);
- Se pueden evaluar diferencias en las condiciones de competencia entre países para una misma industria (países con mercados más concentrados tienden a generar rentabilidades más altas, *ceteris paribus* la industria);
- Se puede usar como complemento de un análisis de *peer Group*: generalmente, las empresas líderes de cada industria suelen cotizar a múltiplos más altos que sus pares, pero se pueden conseguir oportunidades de compra si observamos una empresa que posee mayor poder de mercado que sus rivales, no cotiza a un precio más alto (en términos de P/E o P/B) que las otras empresas de su industrial.
- Se puede analizar *a priori* si una operación de M&A será positiva para una empresa (e.g., si potencia el poder de mercado del comprador a largo plazo) o, por el contrario, si destruirá valor (e.g., las adquisiciones que no garantizan sostenimiento de “moats”, o cuya estrategia apunta a disputar mercados con mucha rivalidad competitiva)

lugar entre 1998 y 2001. Ver:

https://en.wikipedia.org/wiki/United_States_v._Microsoft_Corp.