



Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito

M.^a Isabel Cambón
Ramiro Losada

Documentos de Trabajo
Nº 54

Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito

M^a Isabel Cambón
Ramiro Losada

Documentos de Trabajo

Nº 54

Septiembre 2012

M^a Isabel Cambón Murcia and Ramiro Losada López, Research, Statistics and Publications Department, CNMV.

The opinions in this Working Paper are the sole responsibility of the authors and they do not necessarily coincide with those of the CNMV.

The CNMV publishes this Working Paper Series to spread research in order to contribute to the best knowledge of the stock markets and their regulation.

The CNMV distributes its reports and publications via the Internet at www.cnmv.es

© CNMV. The contents of this publication may be reproduced, subject to attribution.

M^a Isabel Cambón Murcia y Ramiro Losada López, Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente el criterio de las autoras y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición impresa): 2172-6337

ISSN (edición electrónica): 2172-7147

Depósito Legal: BI-2910-2010

Maqueta e imprime: Composiciones Rali, S.A.

Resumen

En las industrias en las que los consumidores prefieren concentrar sus compras en una única empresa (por ejemplo, un supermercado), suele resultar óptimo para estas empresas ofrecer más variedad de productos que sus competidoras, porque así consiguen incrementar su cuota de mercado en la industria y ganar poder de mercado. Este comportamiento también es típico de la industria financiera, donde generalmente el consumidor prefiere concentrar todas sus operaciones financieras en una única entidad. En España, la proliferación de fondos de inversión desde 1995 y las características de la comercialización de los productos financieros, basada en un modelo de banca universal, sugieren la existencia de estos efectos cruzados de demanda (*spillovers*). En este trabajo se proporciona evidencia empírica de la presencia de dichos efectos en el mercado español de fondos de inversión, los cuales resultan más intensos que los que se encuentran para EEUU. La intensidad de estos efectos resultaría mayor en el segmento minorista de fondos de inversión que en el mayorista, lo que sería consistente con el hecho de que, en el segmento minorista, el incremento relativo en el número de fondos ofrecido por las gestoras, las comisiones cargadas y el grado de concentración de las gestoras hayan sido superiores en términos relativos.

Índice general

1	Introducción	11
2	Características de la competencia en la industria de fondos de inversión	15
3	Análisis empírico	23
3.1	Datos	23
3.1.1	Variables y estadísticos descriptivos de la muestra	23
3.2	El modelo empírico	27
3.2.1	Resultados: mercado minorista versus mercado mayorista	29
3.2.2	El mercado de fondos mayorista	35
4	Conclusiones	39
	Bibliografía	41

Índice de gráficos

GRÁFICO 1	Indicadores del grado de bancarización de una economía	12
GRÁFICO 2	Indicadores de capacidad en el sector bancario	13
GRÁFICO 3	Patrimonio de los fondos según el tipo de SGIC y la orientación del fondo	16
GRÁFICO 4	Ingresos y gastos de las gestoras	17
GRÁFICO 5	Número total y número medio de fondos gestionados por SGIC en los mercados mayorista y minorista	19
GRÁFICO 6	Comisiones de gestión y depósito	20
GRÁFICO 7	Comisiones de gestión en función del grupo de la SGIC y de la vocación del fondo	20
GRÁFICO 8	Índices de Herfindahl en el mercado de fondos de inversión	21

Índice de cuadros

CUADRO 1	Estadísticos descriptivos de la muestra de fondos	26
CUADRO 2	Estadísticos descriptivos de la muestra de gestoras	26
CUADRO 3	Estimación en el ámbito de los fondos: mayorista (MA) versus minorista (MI)	31
CUADRO 4	Estimación en el ámbito de las gestoras: mayorista (MA) versus minorista (MI)	33
CUADRO 5	Fondos: mercado mayorista	36
CUADRO 6	Gestoras: mercado mayorista	37

1 Introducción

En algunas industrias, el hecho de que los costes por tener que cambiar de proveedor (*switching costs*¹) puedan ser demasiado elevados o resulte demasiado complejo localizar los mejores proveedores de los productos que se desea comprar (costes de búsqueda) hace que los compradores prefieran concentrar sus adquisiciones en un vendedor único (Klemperer y Padilla, 1997). Ejemplos de este comportamiento se pueden encontrar en industrias de carácter no financiero orientadas hacia la distribución comercial, en particular en los supermercados, pero también en la industria financiera, debido a que muchos usuarios de servicios financieros prefieren concentrar todas sus operaciones financieras en una única entidad.

En este tipo de industrias, la tipología y la diversidad de los productos ofrecidos por las empresas son susceptibles de ser una variable estratégica importante, que puede acabar incidiendo en la estructura y en las condiciones de competencia del mercado. Así, en una industria en la que los demandantes prefieren comprar en empresas que les ofrecen una amplia variedad de productos, las empresas compiten entre ellas incrementando dicha oferta. Si estos efectos cruzados de demanda son fuertes, las empresas tienen más incentivos a ofrecer una mayor variedad de productos y conseguir así un mayor poder de mercado.

De acuerdo con Gavazza (2011), se puede considerar que la industria de fondos de inversión es un terreno natural para estudiar la presencia de efectos cruzados de demanda y el papel que juega la variedad en este mercado. Así, es razonable pensar que la mayoría de los compradores de fondos de inversión prefieren realizar sus inversiones a través de una misma entidad financiera o de un mismo intermediario. Esta preferencia por concentrar las operaciones financieras en una misma entidad cobra una relevancia especial en el caso español, donde predomina el modelo de banca universal con una fuerte proximidad a sus clientes. Este modelo de banca, en contraposición con el de banca especializada (o modelo anglosajón), en el que las entidades de crédito son de dos tipos, bancos comerciales y bancos de negocios, se caracteriza tanto por la prestación de todo tipo de servicios típicamente bancarios y de servicios de inversión, como por la promoción empresarial y la participación en el capital de las empresas a través de una tupida red de oficinas.

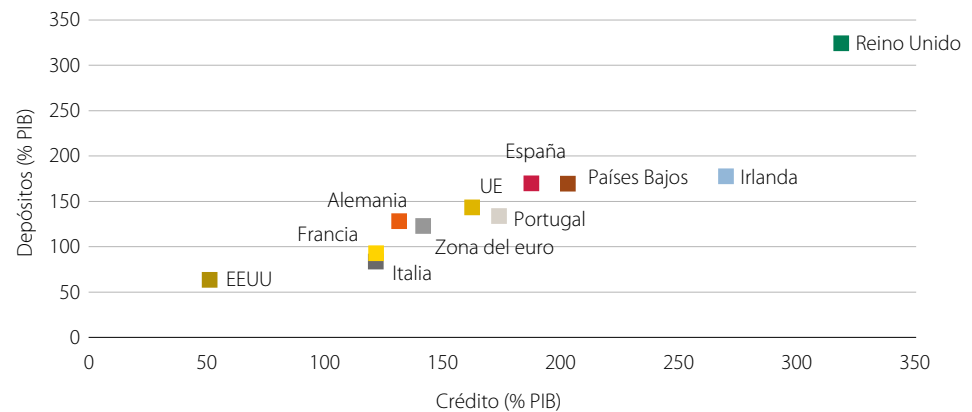
Como se observa en el gráfico 1, las economías europeas presentan ratios sobre PIB de los depósitos y los créditos bancarios notablemente superiores a las de Estados Unidos, lo que sugiere un papel más destacado de los bancos en la canalización de los flujos financieros de la economía en el caso europeo. Dentro de las economías

1 En la mayoría de las ocasiones, cuando un cliente de una entidad de crédito decide cerrar su cuenta y cancelar los productos que tiene contratados con esa entidad para trasladarlos a otra entidad de crédito sufre diversos costes, entre ellos de tiempo y monetarios.

europeas, España se sitúa claramente en el rango superior de este indicador de la importancia relativa de los bancos. En particular, las ratios sobre PIB de los depósitos y del crédito bancario en España (170% y 187%, respectivamente) son significativamente mayores que en Alemania, Francia e Italia. Únicamente el Reino Unido presenta porcentajes superiores, en ambos casos, mientras que en los Países Bajos e Irlanda el saldo de los depósitos bancarios en términos de PIB es similar al de España, pero el del crédito es superior².

Indicadores del grado de bancarización de una economía

GRÁFICO 1



Fuente: BCE (*EU Banking Structures*, septiembre de 2010) y FMI.

Es bien conocido que la banca española ha seguido una estrategia de crecimiento a lo largo de la década anterior a la crisis basada en la proximidad física de la red comercial al cliente, que ha dado lugar a un aumento considerable del número de oficinas a lo largo del territorio español. El incremento del número de oficinas fue de tal calibre que, como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 2, el número de habitantes por sucursal se situaba en torno a 1.000 en septiembre de 2010, lo que contrasta con las ratios considerablemente superiores observadas en otras economías avanzadas (por ejemplo, en la UE, EEUU y Reino Unido, la ratio se sitúa en torno a los 2.000, 3.000 y 5.000 habitantes por oficina, respectivamente). La elevada capilaridad de la red comercial de la banca española también se aprecia en el número de cajeros disponibles (véase panel derecho del gráfico 2).

El modelo de banca española minorista existente en los años inmediatamente anteriores a la crisis se caracterizaba, por tanto, por una elevada presencia de entidades de crédito nacionales³ con múltiples oficinas, a menudo con no más de dos o tres trabajadores⁴. Las oficinas ofertaban todo el abanico disponible de operaciones fi-

2 El caso del Reino Unido es especial. En Londres, debido a su condición de centro financiero internacional, está concentrada gran parte de la actividad de la banca de inversión en Europa. Esto hace que el volumen, tanto de depósitos como de crédito, sea sensiblemente superior al del resto de los países europeos.

3 En el año 2009, los activos de las entidades de crédito nacionales concentraban en España en torno al 90% de los activos bancarios totales, un porcentaje superior al 73% observado para el promedio de la UE.

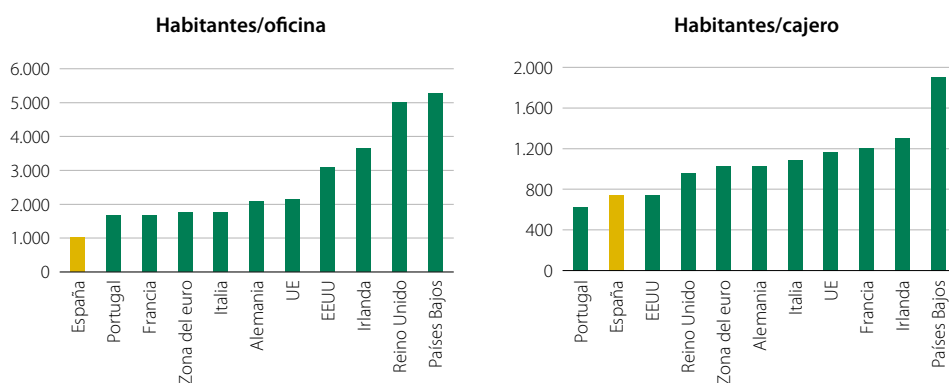
4 Para un estudio más detallado sobre las tendencias estratégicas en la gestión bancaria, véase Fernández de Lis y García Mora (2008) o Delgado, Pérez y Salas (2003).

nancieras a sus clientes, ya fuera en la forma de financiación (vivienda y consumo) o de productos de inversión, no solo el tradicional depósito bancario, sino también otros productos financieros más sofisticados, entre ellos los fondos de inversión. La elevada importancia de la sucursal bancaria en la prestación de servicios financieros ha sido documentada por Datamonitor (2001). En este estudio se muestra que el canal de distribución más utilizado por los usuarios de banca en España era la sucursal (cerca de un 90%, frente al 80% de la media europea), en contraste con el uso más residual de otras vías como la banca telefónica o Internet.

Este modelo de distribución minorista contrasta con el observado en EEUU, donde la presencia de asesores financieros, no necesariamente asociados a una entidad bancaria, es mucho más relevante. En el caso concreto de la comercialización de los fondos de inversión, el Investment Company Institute (2012) revelaba que el 44% de las familias estadounidenses tenía en 2011 algún tipo de participación en fondos de inversión, y que la mitad de estas familias había utilizado los servicios financieros de un profesional⁵, generalmente bajo la forma de intermediarios o de asesores financieros independientes. En España, la Encuesta Financiera de las Familias correspondiente al año 2008 indicaba que el 31,3% de las familias tenía participaciones en alguna forma de inversión colectiva (el 5,6%, en fondos de inversión), probablemente adquiridas mayoritariamente a través de una oficina bancaria. La diferencia en el porcentaje de familias que poseen un fondo de inversión se debe a que, en Estados Unidos, los fondos de inversión son el principal instrumento financiero que utilizan los ciudadanos para invertir el dinero que emplearán en sus jubilaciones (Cohen y Schmidt, 2009).

Indicadores de capacidad en el sector bancario

GRÁFICO 2



Fuente: BCE (*EU Banking Structures*, septiembre de 2010) y Retail Banking Research (*Global ATM Market and Forecasts to 2013*).

Además de los indicios que sugieren una preferencia elevada por parte de los consumidores de servicios financieros, particularmente en España, por concentrar sus operaciones financieras en una única entidad, existe una segunda razón por la cual la industria de fondos de inversión es adecuada para investigar la existencia y la intensidad de los efectos cruzados de demanda. Esta industria se puede segmentar en dos

5 El resto de las familias había invertido en fondos de inversión, bien directamente a través de la sociedad gestora del fondo, bien a través de supermercados de fondos, o bien mediante su plan de pensiones.

grupos atendiendo a la tipología del inversor, minorista o mayorista, para los que presumiblemente dichos efectos cruzados de demanda pueden ser diferentes. En general, es razonable suponer que los inversores mayoristas son más sofisticados en términos financieros, por lo que sus costes de cambiar de inversión entre fondos de diferentes gestoras serían menores y su habilidad para encontrar fondos con un mayor rendimiento esperado (o con menores costes) sería mayor. Por tanto, la variedad de la oferta de fondos dentro de una sociedad gestora debería ser, a priori, mayor en el segmento minorista de fondos de inversión, al ser estos inversores los que incurren en mayores costes para encontrar inversiones satisfactorias en otras gestoras.

Si este fuera el caso, las gestoras que comercializan fondos de inversión en el segmento minorista tendrían incentivos a incrementar su oferta de fondos (en número y/o en vocaciones). Con esta estrategia, aumentarían su cuota de mercado en la industria y podrían cargar precios más altos (comisiones en este contexto) a sus consumidores. En último término, dada esta estrategia, se debería observar un grado de concentración más elevado en este segmento de fondos.

Los datos preliminares que muestra la industria de fondos de inversión española para el periodo 1995-2010, que se describen en la siguiente sección, sugieren que los efectos cruzados de demanda pueden jugar un papel relevante en esta industria y, que, además, parecen más intensos en el caso del segmento minorista de fondos. En particular, se observa que (1) el número medio de fondos ofrecido por las gestoras en el segmento minorista es mucho mayor que el correspondiente en el mayorista⁶, (2) las comisiones aplicadas a los fondos minoristas son superiores a las de los fondos mayoristas y (3) la concentración de las SGIIC es superior en el segmento minorista.

Este trabajo, que sigue la línea marcada por Gavazza (2011) para la industria de fondos en EEUU entre 1999 y 2007, pretende contribuir a la literatura relacionada con los fondos de inversión desde dos puntos de vista. En primer lugar, trata de explicar las condiciones de competencia en la industria de inversión española utilizando determinados patrones de demanda que, en este caso, incorporan la preferencia de los consumidores por la variedad y/o la profundidad de la oferta de productos. En segundo lugar, ofrece una comparación con los patrones identificados en la industria estadounidense respecto a la presencia de efectos cruzados en la demanda de fondos de inversión y a las diferencias en su intensidad entre los segmentos mayorista y minorista.

El documento se estructura de la siguiente manera. En el capítulo 2 se exponen las principales características de la oferta de fondos de inversión en España entre los años 1995 y 2010, haciendo un énfasis especial en las condiciones de competencia de la industria. En el capítulo 3 se presenta el análisis empírico del documento, en el que se intenta identificar la presencia de efectos cruzados de demanda en la industria de fondos española y las diferencias entre el segmento mayorista y el minorista. Finalmente, en el último capítulo se exponen las principales conclusiones.

6 La proliferación de fondos en la industria de IIC es un fenómeno que ha sido identificado en otros estudios tanto en el ámbito nacional (véase Fernández y Bermejo, 2009) como en el ámbito europeo (véase el Libro Verde de la Comisión Europea sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión).

2 Características de la competencia en la industria de fondos de inversión

El número de fondos de inversión en España, así como su patrimonio, experimentó un gran crecimiento en el periodo 1995-2010, si bien se puede dividir el periodo considerado en cuatro subperiodos. Primero, entre 1995 y 2000 la industria mostró una gran expansión tanto en el número de fondos como en el patrimonio gestionado. Este aumento se debió a la popularización de este tipo de instrumentos financieros entre los inversores, sobre todo entre los minoristas. En los años 2001 y 2002 la industria se contrajo como consecuencia del pinchazo de la burbuja tecnológica, que se vio reflejado en un descenso notable en el patrimonio de los fondos de inversión, si bien su número permaneció estable. Coincidiendo con el fuerte crecimiento económico que experimentó la economía española entre los años 2003 y 2007 se produjo una nueva expansión, tanto en el número de fondos como en el volumen de patrimonio bajo gestión. En la última etapa objeto de estudio, 2008-2010, tanto el número de fondos como su patrimonio experimentaron notables descensos como consecuencia de la crisis financiera que comenzó en 2007.

Como se puede apreciar en el gráfico 3, la mayor parte del patrimonio de los fondos de inversión fue gestionado durante el periodo analizado por gestoras pertenecientes a entidades de crédito. En concreto, este tipo de gestoras administró entre el 92% y el 95% del patrimonio de los fondos de inversión. Las gestoras independientes solo tuvieron una presencia destacada en el segmento de fondos de renta variable y mixta⁷ destinados a inversores mayoristas⁸.

Otra de las características más relevantes de la industria de fondos de inversión en este periodo fue la elevada importancia del patrimonio concentrado en fondos de inversión de carácter minorista y conservador (en promedio, un 60% del patrimonio). En menor medida, destacó la importancia del patrimonio de los fondos de renta variable y mixtos (minoristas y mayoristas), en promedio un 18% del total, así

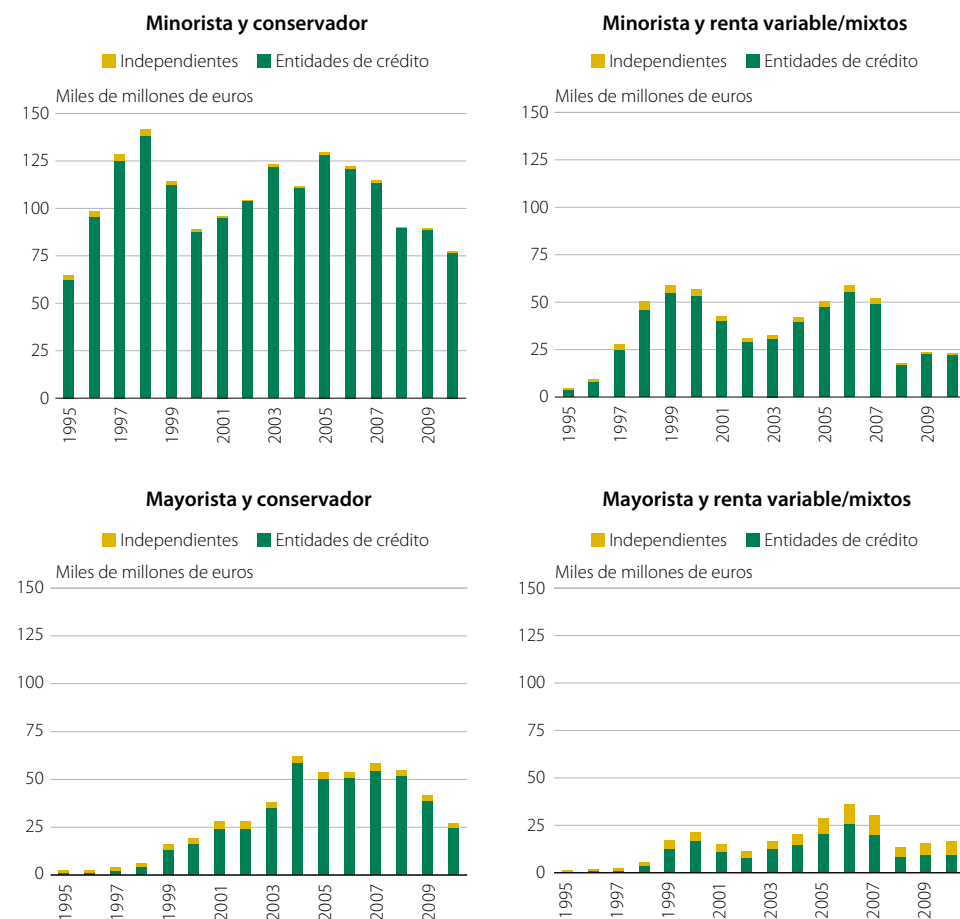
7 Se consideran fondos conservadores los FIAMM, todos los de renta fija y los garantizados. Los fondos de renta variable y los mixtos incluyen también a los fondos globales.

8 Los fondos de inversión se han dividido entre fondos mayoristas y minoristas atendiendo a los siguientes criterios: en el periodo 1995-1998, se considera como fondo mayorista aquel con un porcentaje mayor del 50% de su patrimonio en manos de inversores cuya participación mínima es de 180.000 euros. Desde el año 1999 hasta el año 2010 y debido a un cambio en la circular de estados reservados que las gestoras deben enviar para su supervisión, los criterios para separar los fondos entre mayoristas y minoristas son otros. En este periodo, cuando los fondos son FIAMM o de renta fija a corto plazo, se considera que son fondos mayoristas aquellos con un porcentaje mayor del 50% de su patrimonio en manos de inversores cuya participación mínima es de 300.000 euros. Para el resto de los fondos, se considera que son fondos mayoristas aquellos con un porcentaje mayor del 50% de su patrimonio en manos de inversores cuya participación mínima es de 150.000 euros.

como la de los fondos conservadores destinados a inversores mayoristas, que representaron el 15% del patrimonio total⁹.

Patrimonio de los fondos según el tipo de SGIIC y la orientación del fondo¹

GRÁFICO 3

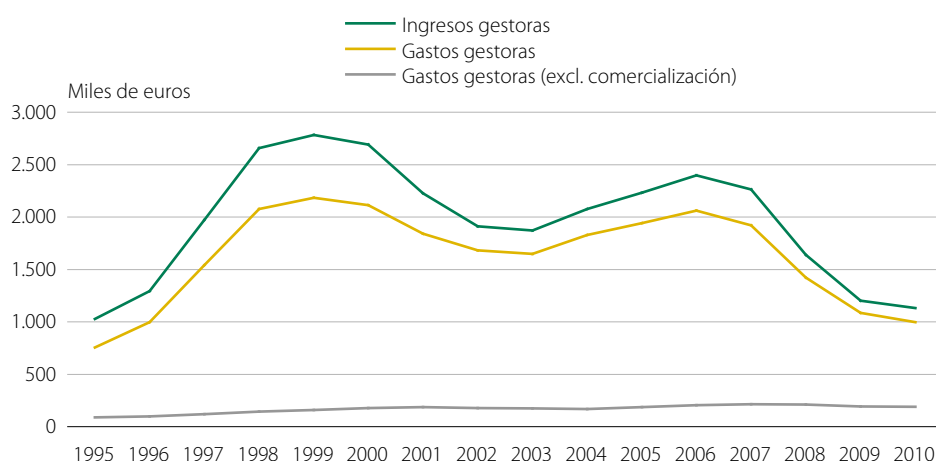


Fuente: CNMV.

¹ Se consideran fondos conservadores los FIAMM, todos los fondos de renta fija y los fondos garantizados. Los fondos de renta variable y los mixtos incluyen también a los fondos globales.

Una vez se ha descrito cuáles fueron las características de los fondos de inversión presentes en el mercado en los últimos años, se pueden establecer cuáles son los principales rasgos de la competencia que existe entre las gestoras de fondos de inversión. Como se aprecia en el gráfico 4, una de las peculiaridades más relevantes de esta industria radica en el hecho de que los beneficios agregados de las gestoras dependen en gran medida del patrimonio gestionado y, por extensión, del ciclo económico. Sin embargo, si se analizan por separado ingresos y costes, se puede observar que no todos sus componentes varían en línea con las oscilaciones del patrimonio gestionado. En particular, si se consideran todos los costes en los que incurre una sociedad gestora excepto los de comercialización, se puede observar que su tendencia permanece casi invariable a lo largo del tiempo.

⁹ Para un mayor detalle sobre la oferta de fondos de inversión en España durante el periodo 1995-2010, véase Cambón y Losada (2012).



Fuente: CNMV.

¹ Los datos están expresados en euros constantes. Se ha tomado como referencia el año 1995.

Por su parte, los costes de comercialización en los que incurren las gestoras dependen del patrimonio gestionado. Dado que las gestoras que pertenecen a entidades de crédito comercializan sus fondos fundamentalmente a través de la red de sucursales del grupo, cabría esperar que sus partícipes se beneficiasen en gran medida de las economías de escala y alcance asociadas a la integración en el mismo grupo financiero de la gestora y de la red de comercialización. Sin embargo, las comisiones de comercialización cargadas por los distribuidores del grupo no necesariamente reflejan estas economías, dado que pueden incorporar importantes extracciones del excedente del consumidor propiciadas, sobre todo, por los factores que limitan su movilidad entre instituciones financieras (costes de cambio de proveedor, costes de búsqueda, limitada formación financiera, etc.).

Así pues, a la hora de establecer las características de la industria de fondos española y, en particular, el poder de mercado de las gestoras pertenecientes a entidades de crédito, el indicador basado en el margen de las gestoras (la ratio entre ingresos netos de gastos e ingresos brutos), si se incluyen entre los gastos las comisiones satisfechas por comercialización, puede no ser adecuado. Sin embargo, otros indicadores apuntan a que tal poder de mercado es considerable. Así, por ejemplo, los costes de este tipo de gestoras cuando se excluyen las comisiones de comercialización son muy pequeños en relación con sus ingresos, y en cualquier caso sensiblemente menores que los de las gestoras independientes. Además, aun cuando el número de SGIIC es elevado, la cuota de mercado de las cuatro mayores gestoras, todas ellas pertenecientes a entidades de crédito, osciló entre el 36,2% en 1995 y el 49,2% en 2010, con un máximo del 57,4% en 2003. Además, la entrada de nuevas SGIIC no fue intensa durante el periodo analizado¹⁰.

¹⁰ El número medio anual de gestoras que comenzaron a operar en el periodo 1995-2010 fue de dos. Esto es coherente con las predicciones de Schmalensee (1978) y Shaked and Sutton (1990), que mostraron que la entrada de nuevas empresas en industrias donde las empresas ofrecen una gran variedad de productos es muy limitada.

El poder de mercado del que disfrutaban las SGIIC en España no es una característica que se observe solo en la industria de fondos española. Gruber (1996) y Korkeamaki y Smythe (2004) encontraron evidencia empírica para la industria de Estados Unidos y Finlandia de que existen economías de escala de las que no se benefician los inversores finales. Ferreira y Ramos (2009) calcularon un índice de Herfindahl¹¹ para la industria de fondos en España del 0,1 en el año 2006, similar a la media del índice de una muestra de países de la zona del euro (0,12)¹².

Como se pone de manifiesto en Gavazza (2011), para entender estas evidencias es conveniente segmentar el mercado de fondos entre los que tienen como objetivo a los inversores minoristas y aquellos cuyo objetivo son los mayoristas. La idea subyacente detrás de esta división radica en el hecho de que la demanda que proviene de ambos mercados pertenece a inversores de dos segmentos diferenciados y, por ello, podrían presentar características diferentes.

En Gavazza (2011) se demuestra que los inversores minoristas prefieren a las gestoras que ofrecen una gran variedad de fondos. Esto se observa en el hecho de que una gestora que amplía su número de fondos incrementa su cuota de mercado a través del nuevo fondo y mediante un aumento en el patrimonio de sus otros fondos. Estos efectos cruzados llevan a las gestoras a ofrecer un gran número de fondos con unas comisiones relativamente altas. Además, ofrece las condiciones para que la industria de fondos presente una estructura de mercado donde unas pocas gestoras gozan de una gran cuota de mercado.

Esta demanda de los inversores minoristas vendría inducida por el hecho de que este tipo de inversores suele realizar sus inversiones en fondos a través de una única gestora, ya que la búsqueda del fondo más adecuado suele ser un proceso muy costoso. El inversor debería conocer y analizar un gran número de fondos de distintas gestoras, por lo que prefiere no incurrir en este coste aunque el fondo que compre de su gestora (normalmente perteneciente a la entidad de crédito donde tiene sus productos financieros) no sea el óptimo y exista otro en el mercado más adecuado para él en relación con su perfil inversor. Por ello, cuanto más amplio sea el catálogo de fondos de una gestora, más variedad y facilidad de inversión tendrán sus inversores minoristas sin tener que recurrir a fondos de otra gestora.

En el mismo artículo se señala que los inversores mayoristas en fondos de inversión suelen presentar otro patrón de demanda. Este tipo de inversores tiene un conocimiento financiero superior que les permite comparar los fondos existentes en el mercado y comprobar cuál es el que mejor se adecua a su perfil de inversión. También incurren con más frecuencia en el coste de buscar los fondos con mayores rentabilidades y/o menores comisiones y no suelen presentar un grado de fidelización tan elevado respecto a una gestora determinada.

11 El índice de Herfindahl se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado que cada empresa posee y sumando esas cantidades. Este índice permite medir cuál es el grado de competencia que existe en una industria. Los posibles valores de este índice van desde 0, que refleja una competencia perfecta, a 1, que refleja una industria dominada por un monopolio.

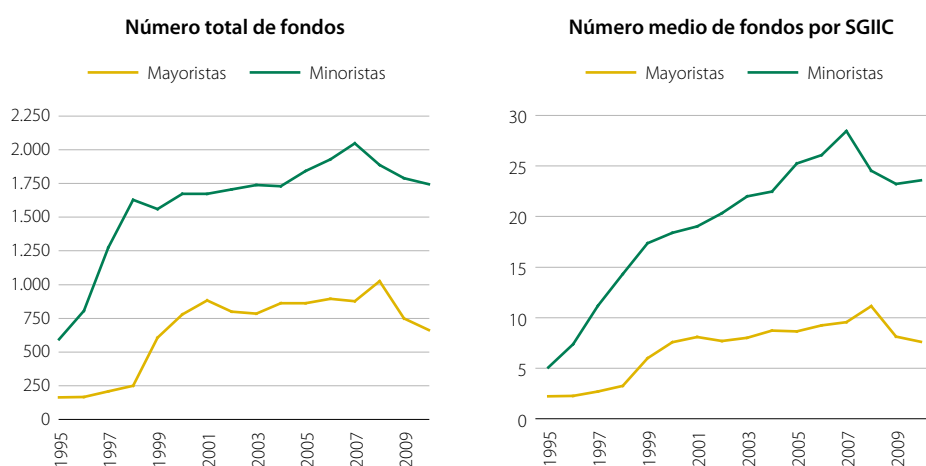
12 Los países considerados en la muestra son Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y Portugal.

Si la teoría de este autor fuera cierta para el caso español, en el segmento minorista, en comparación con el segmento mayorista, se esperaría que las gestoras ofrecieran un número mayor de fondos y/o vocaciones, que sus fondos cargaran mayores comisiones y que las cuotas de mercado estuvieran mas concentradas en un número reducido de gestoras.

Como se puede comprobar en el gráfico 5, en España, el número de fondos disponibles para el público minorista representó al menos el doble de los disponibles para el sector mayorista durante el periodo considerado. También se observa que el número medio de fondos que las gestoras ofrecieron a los inversores minoristas fue muy superior al que ofrecieron a los inversores mayoristas.

Número total y número medio de fondos gestionados por SGIIC en los mercados mayorista y minorista

GRÁFICO 5

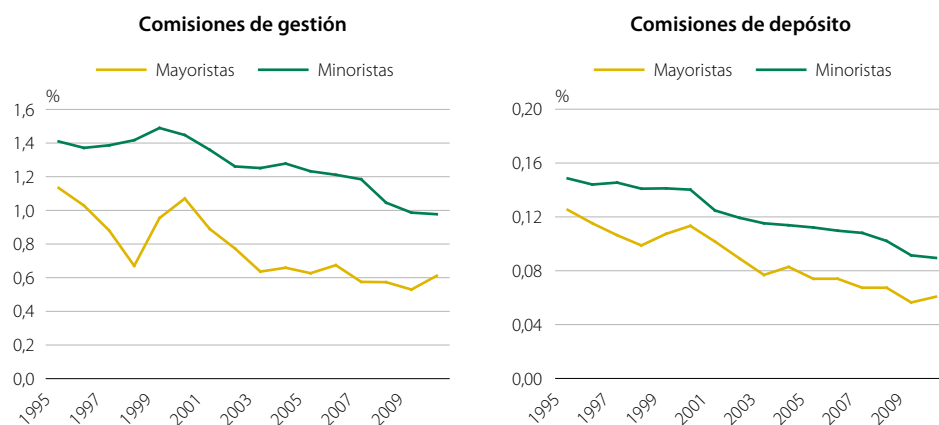


Fuente: CNMV.

En los gráficos 6 y 7 se puede comprobar el hecho de que las comisiones que se cargan a los inversores minoristas son mayores que las que se cargan a los inversores mayoristas. En ese gráfico se puede comprobar también cómo las SGIIC que pertenecen a entidades de crédito son capaces de cargar mayores comisiones a sus clientes que las SGIIC independientes. Este hecho podría estar reflejando que las SGIIC de las entidades de crédito tienen un mayor poder de mercado sobre su clientela y que este se instrumentaliza a través de las redes comercializadoras de sus matrices.

Comisiones de gestión y depósito

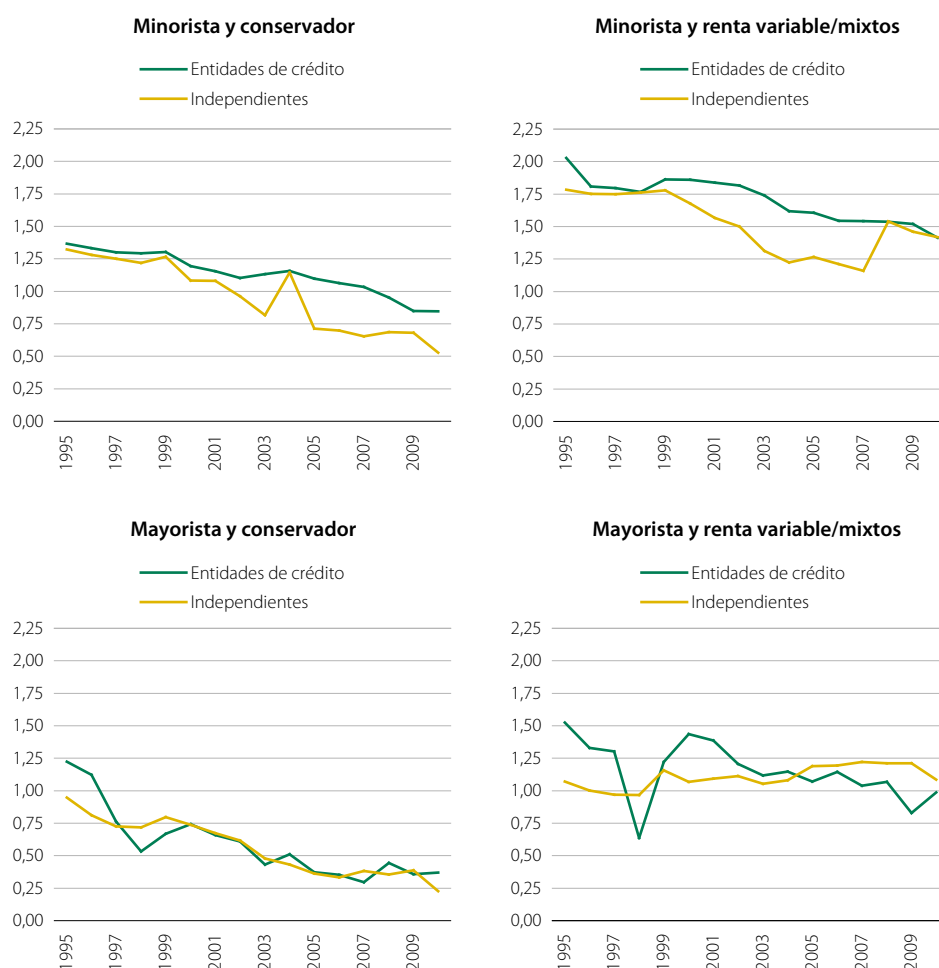
GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

Comisiones de gestión en función del grupo de la SGIC y de la vocación del fondo

GRÁFICO 7



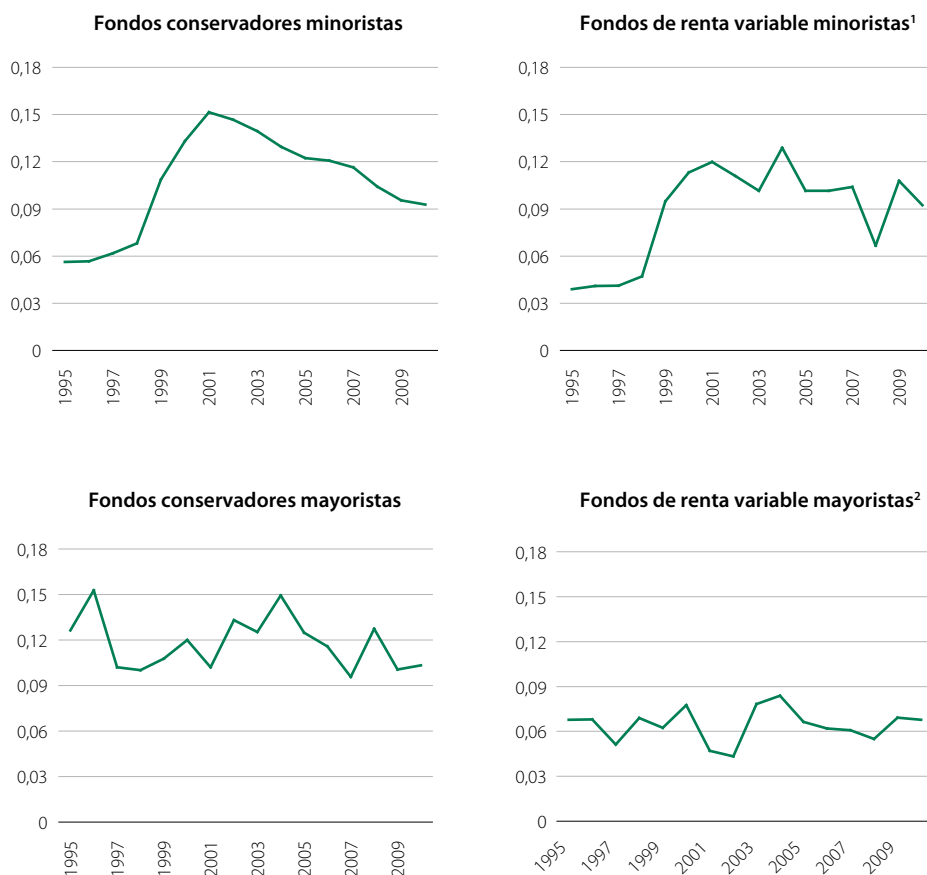
Fuente: CNMV.

Una evidencia que apoya esta última afirmación radica en el hecho de que este tipo de gestoras concentra gran parte de la inversión minorista. En concreto, en el periodo 1995-2010, estas gestoras gestionaron una media del 96,4% del total del patrimonio de los inversores minoristas. En cambio, las gestoras independientes se centraron más en el sector mayorista, concretamente en el sector mayorista de fondos de renta variable y mixta. En este segmento de fondos, las gestoras independientes gestionaron en el periodo analizado una media del 36,4%.

Atendiendo a las cuotas de mercado, no se advierte una gran diferencia entre el mercado mayorista y el minorista. El promedio de las cuotas de mercado de las cuatro mayores gestoras es del 51% para el mercado minorista y del 49,2% para el mercado mayorista. Incluso si se calculan los promedios del índice de Herfindahl para el periodo analizado, que se sitúan en el 0,099 para el mercado minorista y en el 0,085 para el mercado mayorista, no se aprecian diferencias significativas. El hecho de que el grado de concentración de las gestoras en el mercado mayorista de fondos sea similar al observado en el segmento minorista podría venir determinado por lo que ocurre en su mercado de fondos conservadores. Ese tipo de fondos está dominado por las gestoras de las entidades de crédito, mientras que en el mercado de fondos de renta variable y mixta, la presencia de fondos de gestoras independientes es mucho más importante.

Índices de Herfindahl en el mercado de fondos de inversión

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

1 En esta categoría están incluidos los fondos de renta variable y los mixtos.

2 En esta categoría están incluidos los fondos de renta variable y los mixtos.

Como se aprecia en el gráfico 8, que muestra los índices de Herfindahl para los cuatro segmentos de fondos de inversión analizados, el nivel de competencia solo es significativamente más alto en el segmento de fondos mayoristas de renta variable y mixta. La similitud entre los niveles de competencia del segmento mayorista de fondos conservadores y del segmento minorista sugeriría que los inversores mayoristas de fondos conservadores podrían presentar unos patrones de demanda parecidos a los de los inversores minoristas. De hecho, la cuota de mercado de las SGIIC de las entidades de crédito en este segmento fue en media del 81,4%. Sin embargo, el segmento mayorista de fondos de renta variable y mixtos presenta un grado de competencia sensiblemente mayor, en el que las gestoras independientes pueden competir de manera más agresiva con las gestoras de las entidades de crédito. Las características de este último segmento se aproximarían más a los patrones de demanda previstos en Gavazza (2011) para un mercado mayorista.

Por tanto, las características de gran parte de la demanda de fondos (minorista y mayorista de perfil conservador) podrían hacer que la competencia en precios fuera limitada, posibilitando la existencia de fondos de inversión con mayores comisiones y rentabilidades inferiores. Esta podría ser una posible explicación para la aparente paradoja que se apunta como consecuencia de la presencia de fondos de inversión que muestran rentabilidades más bajas y pueden cobrar mayores comisiones mostrada en Cambón (2011) para el caso español y Gil-Bazo y Ruiz-Verdú (2009) para el caso de Estados Unidos.

El análisis empírico de esta industria que se efectúa en el siguiente capítulo tiene por objeto comprobar y, en algunos casos, confirmar las intuiciones que se derivan del análisis descriptivo de los datos que se ha realizado.

3 Análisis empírico

3.1 Datos

El análisis que se presenta a continuación se ha realizado a partir de la información que la CNMV recibe de forma periódica en el marco de la supervisión de las instituciones de inversión colectiva. Se han obtenido datos anuales de todos los fondos de inversión y de todas las sociedades gestoras, incluidos los fondos y las gestoras que fueron desapareciendo, entre los años 1995 y 2010. También se ha obtenido información de determinadas variables que caracterizan al grupo financiero al que pertenece la sociedad gestora del fondo. Cuando el grupo financiero vinculado a la gestora tiene la forma de una entidad de crédito, la información se ha extraído de los anuarios de la Asociación Española de Banca (AEB), de la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) y de la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC).

3.1.1 Variables y estadísticos descriptivos de la muestra

La base de datos construida para el análisis dispone de variables que caracterizan a cada fondo de inversión y a cada gestora. Las variables que caracterizan a los fondos de inversión están definidas para cada fondo j , de vocación k , perteneciente a la gestora i y en el año t . En cuanto a la vocación (k), los fondos se han agrupado en tres grandes vocaciones atendiendo a su perfil de riesgo y su capacidad de sustituir a los depósitos bancarios. Así, se consideran fondos «conservadores» los fondos monetarios, los de renta fija a corto plazo, los de renta fija a largo plazo y los fondos garantizados; fondos «mixtos», los fondos de renta variable o renta fija de carácter mixto; y fondos «arriesgados» los fondos de renta variable pura y los fondos globales. Las variables utilizadas para caracterizar a los fondos son:

- Cuota de mercado del fondo (Cuota fondo _{$jkit$}): definida como el cociente entre el patrimonio de cada fondo y el patrimonio total de los fondos en cada uno de los años que componen la muestra.
- Comisiones (Precio _{$jkit$}): definida como la suma de la comisión de gestión, la comisión de depósito, $1/7$ de la comisión de suscripción y $1/7$ de la comisión de reembolso de cada fondo en cada uno de los periodos que componen la muestra¹³.
- Rentabilidad neta (Rent _{$jkit$}): definida como la variación porcentual del valor liquidativo de la participación de cada fondo entre el cierre de un ejercicio y el cierre del ejercicio anterior.

13 Esta variable se ha definido de forma similar a la de Gavazza (2011). Se asume que los inversores afrontan la inversión a un horizonte temporal de siete años.

- Volatilidad ($Volt_{jkit}$): definida como la desviación típica anualizada de los rendimientos mensuales del fondo a lo largo de los doce últimos meses. Se trata de una medida estándar de riesgo para valorar el perfil de los fondos de inversión.
- Edad ($Edad_{jkit}$): definida como el número de años de vida del fondo en el año t .
- Fusión (Fus_{jkit}): esta variable toma en consideración las fusiones entre fondos a lo largo del periodo considerado. Si un fondo se fusiona en el año t , toma un valor de cero desde el año 1995 hasta $t-1$ y de uno a partir del año t .

Además de las variables que caracterizan a la SGIIC, también se dispone de otras variables que se han utilizado en la estimación como instrumentos:

- Rentabilidad del resto de los fondos en el periodo t que pertenecen a la misma vocación que el fondo j ($Rent_{jkit}$)
- Volatilidad del resto de los fondos en el periodo t que pertenecen a la misma vocación que el fondo j ($Volt_{jkit}$).

En cuanto a las variables que caracterizan a las sociedades gestoras de un fondo, estas son:

- Cuota de mercado de la SGIIC ($Cuota\ SGIIC_{it}$): definida como el cociente entre el patrimonio total de los fondos gestionados por la gestora i en el periodo t y el patrimonio total de los fondos en ese ejercicio.
- Comisiones ($PrecioG_{it}$): definida como el promedio de la variable $Precio_{jkit}$ de cada uno de los fondos de la gestora en cada ejercicio ponderado por el patrimonio de cada fondo.
- Variedad: se consideran dos tipos de variedades ofrecidas por la SGIIC. La primera se correspondería con el número de fondos ofrecido en cada ejercicio ($NumF_{it}$) y la segunda con el número de vocaciones ofrecidas en cada ejercicio ($NumV_{it}$).
- Rentabilidad neta ($RentG_{it}$): definida como el promedio de la variable $Rent_{jkit}$ de cada uno de los fondos en cada ejercicio ponderado por el patrimonio de cada fondo.
- Volatilidad ($VoltG_{it}$): definida como el promedio de la variable $Volt_{jkit}$ de cada uno de los fondos en cada ejercicio ponderado por el patrimonio de cada fondo.
- Edad ($EdadG_{it}$): definida como el número de años del fondo de mayor antigüedad de la SGIIC.
- Tipo de grupo financiero al que pertenece la SGIIC (EC_{it}): esta variable toma uno como valor si pertenece a una entidad de crédito (banco, caja de ahorros o cooperativa de crédito) y cero si pertenece a un grupo financiero independiente.
- Rotación (Rot_{it}): porcentaje de patrimonio gestionado por la gestora en fondos de vocaciones de renta variable y mixta.

- Fusión ($FusG_{it}$): esta variable toma en consideración las fusiones entre gestoras a lo largo del periodo considerado. Si una gestora se fusiona en el año t , toma un valor de cero desde el año 1995 hasta $t-1$ y de uno a partir del año t .

Además de las variables que caracterizan a la SGIIC, también se dispone de otras variables que se han utilizado en la estimación como instrumentos:

- Número de oficinas del grupo financiero al que pertenece la gestora ($NumOG_{it}$).
- Número de empleados del grupo financiero al que pertenece la gestora ($NumEG_{it}$).
- Gastos de comercialización en los que incurre la SGIIC cada ejercicio para vender sus fondos ($GastCG_{it}$).
- Gastos de personal de la SGIIC ($GastPG_{it}$).
- Rentabilidad del resto de las gestoras en el periodo t ($RentG_{it}^i$).
- Volatilidad del resto de las gestoras en el periodo t ($VoltG_{it}^i$).

En los cuadros 1 y 2 se muestra un resumen de los principales estadísticos descriptivos de las variables más relevantes que se consideran en el análisis empírico. Como se observa en el cuadro 1, la muestra se compone de 33.462 observaciones en el caso de los fondos, de las cuales 24.191 corresponden a fondos minoristas y 9.271 a fondos mayoristas. En el segmento minorista de fondos, el promedio de la cuota de mercado en el periodo considerado es del 0,062%, mientras que en el segmento mayorista es superior, el 0,159%. Entre las diferencias más relevantes entre ambos segmentos de fondos, se observa que las comisiones de los fondos minoristas, en promedio, fueron superiores a las de los mayoristas (1,59% versus 1,31%).

La rentabilidad, en promedio, de los fondos minoristas también fue superior a la de los mayoristas en el periodo de tiempo contemplado. El hecho de que la proporción de fondos arriesgados en el segmento mayorista sea superior (más del 67% de las observaciones se corresponden con fondos de renta variable pura o mixtos), unido a los diferentes periodos de turbulencias en los mercados de renta variable, en los que estos fondos pueden perder una parte sustancial de su patrimonio, ayudaría a entender la menor rentabilidad en este segmento. Una última diferencia relevante entre ambos segmentos de fondos radica en el tipo de grupo financiero al que pertenece la SGIIC del fondo. En el segmento minorista, más del 91% de las observaciones se corresponden con fondos cuya SGIIC pertenece a una entidad de crédito, mientras que este porcentaje desciende al 70% en el segmento mayorista.

Estadísticos descriptivos de la muestra de fondos

CUADRO 1

	Segmento minorista		Segmento mayorista	
	Media	Desviación típica	Media	Desviación típica
Cuota de mercado (%)	0,062	0,18	0,159	0,47
Precio (%)	1,59	0,60	1,31	0,72
Rentabilidad (%)	3,58	16,39	2,45	16,29
Volatilidad (%)	5,93	7,45	7,21	7,64
Edad (años)	6,67	4,58	6,58	4,61
Nº de observaciones	24.191		9.271	
Nº de fondos ¹	3.542		1.976	

Fuente: CNMV.

1 Nótese que un fondo puede haber estado en ambos segmentos debido a variaciones en los porcentajes invertidos por los partícipes. Por tanto, la suma del número de fondos en ambos segmentos no coincide con el número total de fondos de la muestra, que asciende a 4.178.

En relación con las variables que caracterizan a las gestoras de los fondos, como se puede observar en el cuadro 2, el promedio de la cuota de mercado de las gestoras en el mercado de fondos minoristas fue del 1,08%, algo superior al de las gestoras presentes en el mercado de fondos mayorista, del 1,06%. Las gestoras presentes en el segmento minorista cargaron comisiones más elevadas, del 1,50%, y ofrecieron, en promedio, más fondos, 18,5, y más vocaciones, el 38% en relación con el total de vocaciones disponible, que las gestoras del mercado mayorista. La rentabilidad que obtuvieron las gestoras presentes en el mercado minorista de fondos fue algo mayor que la de las gestoras mayoristas, como consecuencia de la elevada presencia de fondos más conservadores, los cuales sufrieron menos a lo largo de los diferentes periodos de turbulencias.

Estadísticos descriptivos de la muestra de gestoras

CUADRO 2

	Segmento minorista		Segmento mayorista	
	Media	Desviación típica	Media	Desviación típica
Cuota de mercado de la SGIC (%)	1,08	2,98	1,06	2,63
Precio (%)	1,50	0,40	1,26	0,61
Variedad: nº de fondos	18,5	32,0	7,3	10,54
Variedad: nº de vocaciones (% del total)	0,38	0,25	0,25	0,17
Rentabilidad (%)	4,27	10,21	3,95	11,80
Volatilidad (%)	6,04	4,99	6,80	4,99
Empleados del grupo financiero	2.249	5.103	2.051	5.004
Oficinas del grupo financiero	344	770	313	761
Gastos de comercialización (miles de euros)	17.804	58.380	16.515	56.161
Gastos de personal	1.205	2.006	1.250	2.008
Nº de observaciones	1.367		1.414	
Nº de gestoras ¹	156		153	

Fuente: CNMV.

1 Nótese que una gestora puede estar presente en ambos segmentos por comercializar los dos tipos de fondos. Por ello, la suma del número de gestoras en ambos segmentos no coincide con el número total de gestoras de la muestra, que asciende a 163.

En promedio, las gestoras que comercializan fondos minoristas pertenecen a grupos financieros con más empleados y oficinas que las gestoras que comercializan fondos mayoristas. Además, las gestoras de fondos minoristas, en promedio, incurren en mayores gastos de comercialización y en menores gastos de personal que las gestoras de fondos mayoristas.

3.2 El modelo empírico

Para ambos segmentos de fondos de inversión se estima una ecuación de demanda que tiene en cuenta no solo el precio y otras características del producto, sino también la variedad de la oferta de dicho producto. Esta ecuación de demanda permite medir los efectos cruzados que pueden estar presentes tanto en el segmento minorista de la industria de fondos como en el mayorista. Para medir los efectos cruzados se comprueba si un fondo cuya sociedad gestora ofrece más fondos o vocaciones que sus rivales disfruta de una cuota de mercado más elevada. En una segunda parte, se analizará si una gestora que ofrece más fondos o vocaciones que sus rivales disfruta de una cuota de mercado superior.

Para el caso en que se analizan los fondos individualmente, la ecuación de demanda contempla como variable dependiente la cuota de mercado del fondo en el periodo considerado. Las variables explicativas incluyen el precio (comisiones del fondo o de la gestora), la variedad y otras variables que caracterizan al fondo o a la gestora.

En particular, a nivel de fondo, la ecuación a estimar toma la siguiente especificación:

$$\ln(\text{Cuota fondo}_{jkit}) = \ln(\text{variedad}_{it}) - \beta(\text{precio}_{jkit}) + \delta(X_{jkit}) + \gamma(Z_{it}) + \lambda_{kt} + \eta_t + \varepsilon_{jkit},$$

donde la variable dependiente es la cuota de mercado del fondo j , con vocación k , que pertenece a la gestora i en el periodo t y las variables explicativas son la variedad, entendida como el número de fondos o de vocaciones que ofrece la sociedad gestora del fondo, el precio, entendido como un promedio ponderado de sus comisiones, un conjunto de variables que caracterizan a la gestora del fondo (Z_{it}) y un conjunto de variables que caracterizan al fondo (X_{jkit}). Entre estas últimas destacan la rentabilidad neta del fondo i en el periodo t , su volatilidad y su edad. También se contemplan *dummies* que identifican al grupo financiero de la gestora a la que pertenece el fondo y los procesos de fusión que haya podido sufrir el fondo. Finalmente, el modelo incluye *dummies* de tiempo y de vocación del fondo.

Además de analizar por separado los mercados minoristas y mayoristas de fondos, también se ha realizado un análisis dentro del mercado mayorista, distinguiendo entre fondos conservadores y fondos de renta variable y mixta. A la luz de la evidencia reflejada en la sección 2, donde se describió la competencia en el mercado de fondos, se puede observar cómo estos dos mercados mayoristas pueden presentar patrones diferenciados.

A nivel de gestora, la ecuación estimada toma la siguiente forma:

$$\ln(\text{Cuota SGIIC}_{it}) = \alpha \ln(\text{variedad}_{it}) - \beta(\text{precio}_{it}) + \gamma(Z_{it}) + \eta_t + \varepsilon_{it},$$

donde la cuota de mercado de la gestora i en el periodo t es la variable dependiente del modelo y las variables explicativas son la variedad (número de fondos o vocaciones ofrecidas por la gestora i en el periodo t), el precio de la gestora i en el periodo t (promedio ponderado de los precios o comisiones de sus fondos) y un conjunto de variables relacionadas con la gestora (Z_{it}) entre las que se encuentran la rentabilidad de la gestora, la volatilidad, la edad y la rotación. El modelo incluye *dummies* que identifican al grupo financiero al que pertenece la gestora, distinguiendo entre entidades de crédito y grupos financieros independientes y que tienen en cuenta si la gestora ha sufrido alguna fusión en el periodo de tiempo considerado. Finalmente se incluyen *dummies* temporales.

Estos modelos se han estimado mediante el Método Generalizado de los Momentos¹⁴. Dada la especificación de estos modelos, es necesario tener en cuenta la existencia de regresores endógenos, en particular, las variables relacionadas con la variedad y el precio (comisiones) del fondo, ya que estas variables también son elegidas por la gestora a la hora de maximizar sus beneficios.

Lo más apropiado, en este caso, para extraer los efectos cruzados relacionados con la demanda de fondos de inversión, es encontrar instrumentos adecuados que estén relacionados con la variedad y con el precio de los fondos por razones de oferta, y que no estén vinculados a un *shock* de demanda. En el caso de la variedad, las variables instrumentales empleadas son el número de oficinas y el número de empleados del grupo financiero de la gestora del fondo, así como los gastos de comercialización y los gastos de personal de la propia gestora del fondo.

La validez de estos instrumentos exige que cualquier variación positiva (negativa) de la demanda debida a un *shock* no se traduzca inmediatamente en un aumento (disminución) de la variable que se use como instrumento. Es por ello que estas variables deberían cumplir una serie de supuestos que garanticen que estén correlacionados con la variable original (variedad) y no lo estén con el error idiosincrático en cada una de las ecuaciones. Por tanto, para que los instrumentos «número de empleados» y «oficinas» sean válidos, se debe cumplir que, en el periodo estudiado, ninguna de estas variables haya aumentado o disminuido como consecuencia de una variación inesperada de la demanda de fondos. Este supuesto es razonable bajo la hipótesis de que los *shocks* producidos en este periodo no hayan sido de gran intensidad.

Este mismo argumento puede aplicarse también a los gastos de personal de las gestoras. Es razonable pensar que una gestora no incrementa su número de empleados inmediatamente a menos que el aumento en la demanda como consecuencia del *shock* sea muy intenso. A ello, habría que sumarle el hecho de que la contratación del personal es un proceso costoso en términos de tiempo. En muchos casos, si una gestora decidiera contratar nuevo personal en uno de los años considerados, la incorporación efectiva del mismo no se produciría hasta el periodo siguiente.

Por último, la variable relacionada con los gastos de comercialización es la que presenta un grado mayor de incertidumbre en cuanto a su validez como instrumento.

14 Al utilizar instrumentos en la estimación, se han considerado los modelos mediante estimaciones de mínimos cuadrados en dos etapas controlando por la posible heterocedasticidad y autocorrelación en los errores de las observaciones, así como la identificación del modelo y la validez de los instrumentos.

Parece claro que cuantos más fondos se coloquen, independientemente de la causa, más gastos de comercialización se generarán. Sin embargo, dado el sistema de incentivos comerciales en la banca española basados en previsiones a priori, no resulta tan obvio que un aumento en la demanda de fondos debido a un *shock* se traduzca inmediatamente en mayores gastos de comercialización. En este sistema, los comercializadores de fondos pueden ver reducidos sus incentivos a medida que las colocaciones de fondos se acercan al objetivo que les fue asignado al principio del ejercicio. En la mayoría de las ocasiones, el beneficio de colocar, en este caso, fondos por encima del objetivo asignado no compensa los costes de hacerlo (mayores previsiones de colocación en el futuro), provocando un *ratchet effect* como el expuesto en Laffont y Tirole (1988).

En el caso del precio, se han utilizado instrumentos utilizados en otros trabajos empíricos (por ejemplo Berry, 1994 o Nevo, 2001), que han mostrado ya su utilidad y que tienen que ver con variables de oferta del resto de los fondos (o de las gestoras) de la muestra. En concreto, se toman los promedios de la rentabilidad y de la volatilidad de otros fondos de la misma vocación en un periodo de tiempo determinado (en la regresión a nivel de fondo) y los promedios de la rentabilidad y la volatilidad del resto de las gestoras en un periodo de tiempo determinado (en la regresión a nivel de gestora). La validez de estos instrumentos se apoya en el supuesto de que los cambios no anticipados de la demanda de cada fondo y gestora son idénticos e independientemente distribuidos. Además de los argumentos expuestos para apoyar la validez de los instrumentos usados, todas las estimaciones que se presentan en los siguientes apartados satisfacen los tests habituales relacionados con la validez de instrumentos.

Finalmente, cabe señalar que se han efectuado, tanto a nivel de fondo como de gestora, los contrastes de efectos fijos habituales, evaluados mediante el test de Hausman (1978), con el fin de comprobar la posible existencia de una variable inobservable y constante en el tiempo que sea propia de cada fondo (o gestora) y que esté correlacionada con las variables explicativas del modelo. En términos generales, estos contrastes han rechazado la existencia de estos efectos fijos.

3.2.1 Resultados: mercado minorista versus mercado mayorista

El resultado de las estimaciones de estos modelos nos indicará cuál es el papel que juega la variedad en la industria de fondos de inversión española y si dicho papel es diferente en el segmento mayorista de fondos y en el minorista. Si los inversores en fondos de inversión valoran un incremento en el número de fondos o de vocaciones ofrecido por la gestora del fondo, cabría esperar un coeficiente positivo y significativo para el parámetro alfa de nuestra estimación. Si, además, pensamos, como sugiere la información preliminar de la muestra de datos, que los inversores minoristas aprecian más esta variedad como consecuencia del modelo de banca universal que caracteriza nuestra economía, entonces el coeficiente alfa de la ecuación sería más elevado en el segmento minorista que en el mayorista. Además, las estimaciones nos permitirán establecer otras diferencias entre la demanda de fondos mayorista y la minorista como, por ejemplo, en términos de la elasticidad al precio (comisiones) del fondo y de otras variables de interés. Las diferencias entre estas ecuaciones de demanda podrían justificar algunas de las decisiones de las gestoras y, en último

término, explicar el diferente grado de concentración entre los segmentos mayorista y minorista de la industria.

Como se ha comentado anteriormente, para medir la variedad de los fondos que las gestoras ofrecen en el mercado se han utilizado dos variables alternativas: el número de fondos y el número de vocaciones. Hay que tener en cuenta que estas dos formas de reflejar la variedad pueden hacer que los resultados de las estimaciones no permitan una comparación perfecta entre las dos estimaciones. Cuando la variedad se aproxima mediante el número de fondos, se estaría reflejando la demanda de inversores que priman más la oferta de fondos que la posibilidad de que la gestora les permita invertir en una cartera variada en riesgo. Es por ello que esta posibilidad estaría reflejando más las preferencias de los inversores conservadores. De manera inversa, se puede concluir que cuando la variedad se aproxima mediante el número de vocaciones, ese modelo estaría reflejando un perfil de inversor más arriesgado que el del inversor medio presente en el mercado de fondos español.

Fondos

Los resultados de la estimación de la ecuación de demanda propuesta a nivel de fondo se exponen en el cuadro 3, en el que se desglosan los resultados para los dos tipos de variedad contemplados, el número de fondos y el número de vocaciones ofrecidos por la gestora. Como se puede observar en dicho cuadro, los coeficientes asociados a la variedad son positivos y significativos, tanto en el segmento mayorista de fondos como en el minorista y para las dos aproximaciones de la variedad. Se puede concluir que existe una relación positiva entre la cuota de mercado de un fondo de inversión y el número de vocaciones y/o de fondos que ofrece la sociedad gestora del mismo. Además, los coeficientes estimados para la variedad en el segmento minorista son superiores a los coeficientes estimados para el segmento mayorista de fondos. Estos resultados apoyarían las hipótesis planteadas al inicio del documento, que apuntaban a la posible presencia de efectos cruzados de demanda en la industria de fondos de inversión española y al hecho de que estos efectos podrían ser más intensos en el conjunto de los inversores minoristas. También serían coherentes con el modelo de banca universal presente en España, en el que los inversores mostrarían una mayor preferencia por las entidades que ofrecen una variedad de productos financieros superior.

El trabajo de Gavazza (2011) también encuentra la presencia de efectos cruzados de demanda en la industria de fondos estadounidense, más intensos en el segmento minorista de fondos. Sin embargo, la intensidad de estos efectos cruzados es menor que la que se encuentra para el mercado español, lo que sugiere que ante un mismo incremento en el número de fondos o de vocaciones por parte de una gestora de fondos en España, el incremento de la cuota de mercado que conseguirían sus fondos sería superior.

	Variedad					
	Número de vocaciones (sobre el total disponible)			Número de fondos		
	Total	MI	MA	Total	MI	MA
Variedad	1,81*** (0,104)	1,96*** (0,11)	1,05*** (0,119)	0,33*** (0,017)	0,67*** (0,03)	0,44*** (0,047)
Precio	-0,38*** (0,027)	-0,23*** (0,04)	-0,66*** (0,04)	-0,34*** (0,025)	-0,16*** (0,045)	-0,65*** (0,040)
Rentabilidad	0,01*** (0,001)	0,01*** (0,001)	0,01*** (0,002)	0,01*** (0,001)	0,01*** (0,001)	0,01*** (0,002)
Volatilidad	-0,02*** (0,002)	-0,02*** (0,003)	-0,001 (0,005)	-0,01*** (0,002)	-0,03*** (0,003)	0,003 (0,005)
Edad del fondo	0,49*** (0,023)	0,51*** (0,03)	0,48*** (0,048)	0,41*** (0,020)	0,49*** (0,027)	0,46*** (0,046)
Rentabilidad de la SGIC	-0,003 (0,002)	-0,01*** (0,003)	0,004 (0,003)	0,002 (0,002)	-0,005* (0,003)	0,005 (0,003)
Volatilidad de la SGIC	0,02*** (0,01)	-0,02*** (0,006)	0,02*** (0,008)	0,02*** (0,005)	0,02** (0,006)	0,03*** (0,007)
Edad de la SGIC	-0,49*** (0,082)	-0,90*** (0,11)	-0,26*** (0,098)	0,05 (0,056)	-0,85*** (0,09)	-0,05 (0,075)
Entidad de crédito	-0,11* (0,061)	0,06 (0,072)	0,02 (0,061)	0,39*** (0,042)	0,33*** (0,064)	0,11** (0,056)
Vocación SUST. DEP.	0,31*** (0,036)	0,18** (0,041)	0,75*** (0,07)	0,40*** (0,033)	0,13*** (0,043)	0,85*** (0,067)
Vocación VARIABLE	-0,07*** (0,039)	-0,04 (0,048)	0,19*** (0,067)	0,10*** (0,037)	0,02 (0,052)	0,21*** (0,065)
Fusión	0,28*** (0,040)	0,16*** (0,045)	0,48*** (0,081)	0,31*** (0,038)	0,16 (0,046)	0,48*** (0,080)
Test de Hansen (p-valor)	0,18	0,31	0,37	0,62	0,35	0,39
Test de efectos fijos (Hausman)	NO	NO	NO	NO	NO	NO

Estimación MGM con variables instrumentales robusta a heteroscedasticidad y autocorrelación.

Coefficientes estimados y desviación típica entre paréntesis.

* Significatividad al 10%.

** Significatividad al 5%.

*** Significatividad al 1%.

El test de Hansen contrasta la validez de los instrumentos utilizados. Se ofrece el p-valor. La hipótesis nula que se contrasta es «el conjunto de los instrumentos utilizados es válido», por lo que un p-valor suficientemente elevado no rechazaría la validez de los mismos.

Los resultados de la estimación revelan otras diferencias interesantes entre la demanda de fondos en los segmentos minorista y mayorista. Con respecto a las variables que caracterizan a un fondo de inversión se observa, en primer lugar, que en ambos segmentos la cuota de mercado de un fondo está negativamente correlacionada con su precio (comisiones), siendo la elasticidad mucho mayor en el caso de los inversores mayoristas. Esta mayor elasticidad de los inversores mayoristas parece razonable, dado que al tener un grado de sofisticación más elevado pueden reunir más información sobre los fondos, compararlos en mejores condiciones y deshacer-

se de aquellos más caros de forma más rápida. Este tipo de inversores se muestra, en general, más predispuesto a cambiar de entidad.

En relación a la rentabilidad (neta) del fondo, se observa una relación positiva entre la rentabilidad que ofrece un fondo y su cuota de mercado en ambos segmentos. Sin embargo, la relación que se observa entre la volatilidad del fondo y su cuota de mercado es negativa en el segmento minorista de fondos, mientras que el coeficiente no es significativamente distinto de cero en el segmento mayorista. Este resultado nos indicaría que en el segmento minorista de fondos los inversores son, en general, más conservadores. Los fondos que presentan una mayor cuota de mercado son los que tienen menos volatilidad, es decir, los menos arriesgados. Finalmente, la edad del fondo de inversión es una variable que muestra una relación positiva con la cuota de mercado del mismo en ambos segmentos de la industria, es decir, los fondos más antiguos son los que muestran una cuota de mercado superior.

En relación con las variables que caracterizan a la gestora, cabe señalar también algunas diferencias entre los segmentos minorista y mayorista de fondos. La más relevante es aquella que hace referencia a la rentabilidad de la gestora (entendida como el promedio ponderado de la rentabilidad de sus fondos). Como se observa en el cuadro 3, la relación entre rentabilidad de la gestora y cuota de mercado de un fondo de inversión es negativa en el segmento minorista de fondos de inversión, mientras que en el segmento mayorista no es significativamente distinta de cero. Según este resultado, los fondos de las gestoras que ofrecen en promedio una rentabilidad inferior tienden a tener una cuota de mercado superior en el segmento minorista.

El coeficiente que identifica al tipo de grupo financiero al que pertenecen la sociedad gestora del fondo de inversión, y que nos dice si este toma la forma de entidad de crédito o no (en cuyo caso se trataría de una gestora independiente), no resulta significativo en ningún segmento de fondos cuando la variedad que se contempla es el número de vocaciones, y resulta positivo cuando la variedad que se contempla es el número de fondos que ofrece la gestora. Parece, por tanto, que las gestoras que pertenecen a entidades de crédito y que deciden incrementar su oferta de fondos logran incrementar la cuota de mercado de sus fondos en mayor proporción.

Los coeficientes asociados a las variables que nos informan de la vocación de los fondos y los segmentan en aquellos que se pueden considerar sustitutivos de los depósitos bancarios, de carácter conservador, y aquellos de renta variable, más arriesgados, muestran resultados interesantes. El primero de ellos resulta positivo en ambos segmentos de fondos, es decir, en ambos la cuota de mercado de los fondos sustitutivos de depósitos es mayor. Esta relación encajaría con el perfil de los inversores minoristas, que es muy poco arriesgado, pero resulta menos intuitivo, a priori, para el conjunto de los inversores mayoristas. Sin embargo, como se observaba en el gráfico 3, en el segmento mayorista de fondos, la importancia relativa del patrimonio de los fondos de carácter conservador es muy elevada, lo que ayudaría a explicar este coeficiente positivo. Por su parte, el coeficiente asociado a los fondos más arriesgados solo resulta significativo y positivo en el segmento mayorista.

Finalmente, el coeficiente que recoge las fusiones entre fondos de inversión resulta positivo y significativo en ambos segmentos de fondos de inversión, si bien es ma-

yor en el conjunto de fondos mayoristas. Por tanto, los fondos resultantes de algún proceso de fusión, en general, han tendido a mostrar cuotas de mercado superiores.

Gestoras

En el cuadro 4 se exponen los principales resultados del modelo estimado para el conjunto de las sociedades gestoras. Los coeficientes de las dos variables que capturan la variedad de fondos y el número de fondos y de vocaciones que la gestora distribuye entre sus clientes son significativos tanto para el mercado minorista como para el mercado mayorista. En ambos casos su signo es positivo, lo que indica que, en media, la cuota de mercado de las gestoras que ofrecen una variedad mayor de fondos es superior. Esto confirmaría la hipótesis de que en el mercado de fondos español los efectos cruzados de demanda juegan un papel relevante.

**Estimación en el ámbito de las gestoras:
mayorista (MA) versus minorista (MI)**

CUADRO 4

	Variedad					
	Número de vocaciones (sobre el total disponible)			Número de fondos		
	Total	MI	MA	Total	MI	MA
Variedad	4,71*** (0,44)	4,14*** (0,47)	2,26*** (0,11)	1,76*** (0,08)	1,62*** (0,11)	1,83*** (0,161)
Precio	-0,85*** (0,30)	-0,61 (0,52)	-1,74*** (0,54)	-0,68*** (0,18)	-0,40 (0,37)	-0,54*** (0,178)
Rentabilidad	0,024 (0,017)	0,01 (0,02)	0,01* (0,006)	0,04*** (0,01)	0,021*** (0,007)	0,02** (0,008)
Volatilidad	-0,11*** (0,039)	-0,16*** (0,05)	-0,0008 (0,02)	-0,07** (0,02)	0,015 (0,013)	-0,05*** (0,017)
Edad	-0,022 (0,023)	-0,02 (0,029)	0,02 (0,01)	0,02* (0,01)	0,014 (0,013)	0,02** (0,011)
Entidad de crédito	-0,62** (0,27)	0,47 (0,36)	-0,12 (0,10)	0,25** (0,119)	0,48*** (0,174)	0,009 (0,12)
Rotación	2,70*** (0,59)	1,28** (0,65)	0,39 (0,25)	0,46* (0,247)	-0,18 (0,317)	-0,18 (0,198)
Fusión	-0,14 (0,249)	-0,24 (0,22)	-0,24 (0,28)	-0,38*** (0,139)	-0,03 (0,15)	-0,52* (0,30)
Test de Hansen (p-valor)	0,22	0,21	0,23	0,18	0,00 ¹	0,21
Test de efectos fijos (Hausman)	NO	NO	NO	NO	NO	NO

Estimación MGM con variables instrumentales robusta a heteroscedasticidad y autocorrelación.

Coefficientes estimados y desviación típica entre paréntesis.

* Significatividad al 10%.

** Significatividad al 5%.

*** Significatividad al 1%.

El test de Hansen contrasta la validez de los instrumentos utilizados. Se ofrece el p-valor. La hipótesis nula que se contrasta es «el conjunto de los instrumentos utilizados es válido», por lo que un p-valor suficientemente elevado no rechazaría la validez de los mismos.

1 En este caso el número de instrumentos es igual al número de variables a instrumentalizar y los F-test reflejan un p-valor muy cercano a cero. Por tanto, no se puede rechazar la hipótesis nula de que ambos instrumentos son válidos a un nivel de significatividad del 1%.

Cuando la variedad se aproxima mediante el número de vocaciones, la intensidad del efecto cruzado es mucho más elevada en el mercado minorista de fondos. Sin embargo, cuando se aproxima mediante el número de fondos, las intensidades del efecto cruzado de demanda en el mercado minorista y en el mayorista son muy parecidas. Estos resultados se pueden explicar en función de la interpretación que se ha dado para las dos aproximaciones de la variedad. En el primer caso, cuando la variedad se aproxima mediante el número de vocaciones, las estimaciones recogerían fundamentalmente las preferencias de los inversores de fondos de renta variable y mixta, que forman la parte del mercado mayorista donde existe una mayor competencia (véase de nuevo el gráfico 8). En este caso, es coherente que el efecto cruzado sea menor en el segmento mayorista. En el segundo caso, cuando la variedad se aproxima mediante el número de fondos, el modelo tiende a recoger el comportamiento de los inversores más conservadores, y dado que tanto en el segmento minorista como en el mayorista existe una proporción mayoritaria de este tipo de inversores, la intensidad que se obtiene del efecto cruzado es similar.

Uno de los resultados que ayudan a entender la diferencia existente entre el mercado minorista y el mayorista de fondos radica en el coeficiente obtenido para las comisiones que pagan los inversores mayoristas, que resulta significativo y con el signo esperado, negativo. Esta significatividad está presente tanto cuando se considera el número de fondos como cuando se considera el número de vocaciones. En cambio, en el mercado minorista, las comisiones no parecen relevantes a la hora de invertir en los fondos de una determinada gestora. Este resultado podría ayudar a explicar por qué los inversores minoristas soportan mayores comisiones que los inversores mayoristas cuando invierten en fondos con carteras similares.

Como se aprecia en el cuadro 4, además de las comisiones, el inversor mayorista conservador también tiene en cuenta que los fondos de la gestora tengan una rentabilidad elevada y que la gestora tenga una larga historia en el mercado de fondos. Por el contrario, el inversor minorista solo tiene en cuenta la rentabilidad pasada obtenida por los fondos de la gestora.

Cuando es el número de vocaciones el que define el parámetro de variedad, únicamente resulta marginalmente significativo el parámetro de rentabilidad. En este último caso y dado el número de observaciones, es posible que esta estimación esté sobreponderando la varianza de los coeficientes estimados. En el caso de los inversores minoristas, estos fijarían su atención en gestoras con un amplio catálogo de fondos que no sean de renta fija y con una volatilidad que no resulte excesiva.

Finalmente, cabe señalar que el coeficiente asociado a la pertenencia de la gestora al grupo de una entidad de crédito sólo resulta significativo y positivo en el mercado minorista cuando la variedad se define mediante el número de fondos. Atendiendo a las interpretaciones que se le han dado a las dos definiciones propuestas para la variedad, el resultado anterior sugeriría que la pertenencia de la gestora a una entidad de crédito solo es importante cuando el perfil del inversor es minorista y conservador. A este respecto conviene recordar que la mayor parte del patrimonio invertido en los fondos de inversión en España corresponde a inversores minoristas que poseen fondos monetarios y de renta fija a corto plazo¹⁵.

15 Véase el capítulo 2.

La variable correspondiente a entidad de crédito se puede descomponer en tres *dummies*: una correspondiente a gestoras de banco, otra correspondiente a gestoras de cajas y una tercera correspondiente a gestoras que pertenecen a cooperativas de crédito. Cuando se estiman las ecuaciones con estas *dummies* se puede observar que en el mercado minorista de fondos conservadores los tres coeficientes son positivos y significativos. En este caso, el mayor coeficiente corresponde a las gestoras de las cajas (0,75), en segundo lugar aparecen las gestoras de los bancos (0,53) y por último las gestoras de las cooperativas de crédito (0,42). En el resto de las especificaciones, tanto minoristas como mayoristas, estas *dummies* aparecen como no significativas.

Cuando se comparan los resultados obtenidos con los de Gavazza (2011), se puede observar que los efectos cruzados estimados para el mercado de fondos español son más fuertes que los encontrados para el mercado estadounidense. Además, las estimaciones identifican la presencia de efectos cruzados de demanda en el mercado mayorista de fondos de inversión español que no se encuentran en el mercado estadounidense. La explicación podría radicar en el hecho de que en el segmento mayorista de inversores en España, en el que la importancia de las empresas es muy elevada, el tamaño medio del inversor es menor que en EEUU. En tal caso muchos de los inversores institucionales españoles podrían mostrar un comportamiento parecido al del minorista y preferir invertir en fondos de gestoras de entidades de crédito cuya gama de productos sea muy amplia para así ver reducido el coste de búsqueda de productos financieros.

Un resultado novedoso en relación al estudio anterior tiene que ver con la variable que identifica la pertenencia de la gestora a una entidad de crédito, como se apuntó anteriormente. El hecho de que las gestoras que pertenecen a entidades de crédito disfruten de una cuota de mercado superior que las gestoras independientes en el mercado minorista de fondos conservadores (el mayor por tamaño) es coherente con las diferentes formas de comercialización de fondos durante el periodo analizado. En España, los fondos se comercializan principalmente a través de entidades de crédito gestionadas bajo un modelo de banca universal, que han contando con una gran fuerza comercializadora.

3.2.2 El mercado de fondos mayorista

Como se deduce de lo expuesto en el capítulo 2 de este documento de trabajo, dentro del mercado mayorista de fondos podemos diferenciar dos submercados. Por un lado estaría el mercado de fondos conservadores (monetarios y renta fija) y por otro lado el mercado de fondos de renta variable y mixta. En el primero de ellos, se puede observar cómo su nivel de competencia es similar al que se advierte en el mercado de fondos minorista. En cambio, en el mercado de fondos de renta variable y mixta se observa un nivel de competencia notablemente superior (véase gráfico 9). Dado este diferente nivel de competencia entre ambos submercados, parece conveniente separar el mercado mayorista y estudiar sus posibles causas.

El cuadro 5 expone los resultados de la estimación para el segmento mayorista de fondos en las dos modalidades contempladas: fondos conservadores y fondos de renta variable y mixtos. Estos resultados ponen de manifiesto la presencia de efectos cruzados en ambos submercados de fondos, si bien estos efectos son más intensos para el

conjunto de los fondos conservadores. Este resultado confirmaría la hipótesis de que los inversores mayoristas en fondos conservadores podrían comportarse parcialmente como los inversores minoristas en el sentido de dar un valor elevado a las gestoras que les ofrecen una variedad amplia de fondos. En este mercado también se observa que la volatilidad está relacionada negativamente con la cuota de mercado del fondo, lo que denota el carácter conservador de estos inversores. Además, la *dummy* relacionada con la entidad de crédito de la gestora resulta positiva y significativa en las dos variedades contempladas. Como en el mercado minorista de fondos, en el mercado mayorista de fondos conservadores las gestoras pertenecientes a entidades de crédito que incrementan su variedad logran incrementar su cuota de mercado en mayor proporción.

Fondos: mercado mayorista

CUADRO 5

	Variedad			
	Número de vocaciones (sobre el total disponible)		Número de fondos	
	Fondos conservadores	Fondos de renta variable y mixta	Fondos conservadores	Fondos de renta variable y mixta
Variedad	1,322*** (0,176)	0,873*** (0,139)	0,553*** (0,070)	0,418*** (0,069)
Precio	-0,647*** (0,072)	-0,401*** (0,051)	-0,648*** (0,071)	-0,378*** (0,051)
Rentabilidad	0,040*** (0,009)	0,011*** (0,002)	0,044*** (0,008)	0,010*** (0,002)
Volatilidad	-0,115*** (0,020)	0,006 (0,005)	-0,090*** (0,019)	0,006 (0,005)
Edad del fondo	0,430*** (0,075)	0,548*** (0,058)	0,457*** (0,076)	0,542*** (0,057)
Rentabilidad de la SGIC	0,039** (0,019)	0,003 (0,003)	0,030 (0,019)	0,004 (0,003)
Volatilidad de la SGIC	0,002 (0,040)	0,003 (0,006)	-0,017 (0,040)	0,011* (0,006)
Edad de la SGIC	0,183 (0,178)	-0,355*** (0,107)	0,197 (0,167)	-0,188** (0,086)
Entidad de crédito	0,187* (0,11)	-0,025 (0,067)	0,283*** (0,104)	0,012 (0,063)
Vocación (RFCP/VAR)	0,649*** (0,11)	0,261*** (0,067)	0,640*** (0,110)	0,224*** (0,066)
Fusión	0,553*** (0,14)	0,454*** (0,092)	0,410*** (0,127)	0,500*** (0,090)
Test de Hansen (p-valor)	0,14	0,31	0,23	0,20
Test de efectos fijos (Hausman)	NO	NO	NO	NO
Número de observaciones	799		799	

Estimación MGM con variables instrumentales robusta a heteroscedasticidad y autocorrelación.

Coefficientes estimados y desviación típica entre paréntesis.

* Significatividad al 10%.

** Significatividad al 5%.

*** Significatividad al 1%.

El test de Hansen contrasta la validez de los instrumentos utilizados. Se ofrece el p-valor. La hipótesis nula que se contrasta es «el conjunto de los instrumentos utilizados es válido», por lo que un p-valor suficientemente elevado no rechazaría la validez de los mismos.

En relación con la demanda mayorista de fondos más arriesgados, cabe señalar que las variables de la gestora, en términos generales, no resultan significativas. Únicamente aquella relacionada con la edad de la misma muestra un coeficiente negativo, es decir, los inversores mayoristas prefieren invertir en fondos de gestoras de menor edad. En este mercado de fondos, los inversores no muestran una preferencia mayor por gestoras de entidades de crédito y están más orientados a fondos de renta variable pura, en detrimento de las vocaciones mixtas.

En el cuadro 6 se describen los resultados a nivel de gestora para ambos mercados mayoristas. Se puede observar cómo tanto la variedad como el precio resultan significativos en el caso de los fondos mayoristas conservadores. Este resultado se obtiene tanto para el caso en que la variedad es aproximada por el número de fondos como cuando es aproximada por el número de vocaciones. Hay que tener en cuenta

Gestoras: mercado mayorista

CUADRO 6

	Variedad			
	Número de vocaciones (sobre el total disponible)		Número de fondos	
	Fondos conservadores	Fondos de renta variable y mixta	Fondos conservadores	Fondos de renta variable y mixta
Variedad	2,71*** (0,679)	-0,65 (0,95)	1,90*** (0,459)	1,62*** (0,385)
Precio	-2,22*** (0,518)	0,30 (0,34)	-0,63*** (0,21)	0,20 (0,287)
Rentabilidad	0,049** (0,02)	-0,003 (0,004)	0,02 (0,016)	0,006 (0,004)
Volatilidad	0,15** (0,074)	0,001 (0,013)	-0,07 (0,05)	0,008 (0,011)
Edad de la gestora	-0,01 (0,047)	0,18** (0,088)	-0,001 (0,043)	-0,06 (0,039)
Entidad de crédito	1,22*** (0,460)	0,33 (0,28)	0,49* (0,28)	-0,13 (0,160)
Rotación ¹		0,59* (0,108)		0,05 (0,26)
Fusión	0,15 (0,457)	0,18* (0,311)	-0,649 (0,319)	0,009 (0,086)
Test de Hansen (p-valor)	0,25	0,31	0,00 ²	0,28
Test de efectos fijos (Hausman)	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Número de observaciones	1.070		1.070	

Estimación MGM con variables instrumentales robusta a heteroscedasticidad y autocorrelación.

Coefficientes estimados y desviación típica entre paréntesis.

* Significatividad al 10%.

** Significatividad al 5%.

*** Significatividad al 1%.

1 Dada la forma en que se ha construido la variable «rotación», esta toma siempre el valor cero cuando se trata de fondos monetarios y de renta fija a corto plazo.

2 En este caso, el número de instrumentos es igual al número de variables a instrumentalizar y los F-test reflejan un p-valor muy cercano a cero. Por tanto, no se puede rechazar la hipótesis nula de que ambos instrumentos son válidos a un nivel de significatividad del 1%.

que la mayor parte del patrimonio invertido por los inversores mayoristas tuvo como destino los fondos conservadores. Como se puede comprobar en el cuadro 6, los resultados que provienen de este submercado son los que están condicionando los resultados expuestos anteriormente para el total del mercado mayorista. Cabe destacar el hecho de que los inversores mayoristas prefieren fondos que estén gestionados por una gestora perteneciente a una entidad de crédito. Esto podría confirmar la fuerte vinculación que este tipo de inversores tiene con el sistema bancario.

En relación con los resultados del mercado mayorista de fondos mixtos y de renta variable, se puede observar que cuando se aproxima la variedad mediante el número de fondos, solo el coeficiente de la variedad es significativo. En cambio, cuando se aproxima la variedad mediante el número de vocaciones, se obtiene que el coeficiente de la edad de la gestora resulta significativo y que los coeficientes asociados a la rotación y a la fusión son marginalmente significativos. Estos resultados podrían estar poniendo de manifiesto que, para este submercado, las estimaciones pueden no tener la fiabilidad deseada. Esto sucedería, bien porque el número de observaciones no es lo suficientemente grande, bien porque las variables instrumentales consideradas no son las adecuadas para la estimación en este submercado de fondos mayoristas. Una de las razones por las que las variables instrumentales no son adecuadas en este caso podría radicar en el hecho de que el canal de distribución en el caso de los fondos de renta variable mayorista no está tan ligado a la principal fuerza comercializadora de que dispone el grupo de la gestora, es decir, a las tradicionales oficinas bancarias.

4 Conclusiones

La industria de fondos española se caracteriza por la presencia de un número elevado de gestoras que ofrecen un número significativo de fondos de inversión. Sin embargo, esta es una industria donde existe una gran concentración, similar a la observada en otros países europeos. En particular, las cuatro principales gestoras del país disfrutaron de una cuota de mercado que osciló entre el 36,2% en 1995 y el 49,2% en 2010, lo que representa un indicio de que la competencia en esta industria podría ser más limitada de lo que a priori cabría esperar a partir de la elevada oferta de fondos presente en el mercado y de la fuerte competencia existente entre las entidades financieras por captar clientes.

La presencia de una gran variedad de fondos es la variable que podría estar limitando las condiciones de competencia en esta industria. La industria financiera se caracteriza porque sus consumidores, sobre todo los inversores minoristas, tienden a concentrar la compra de productos financieros en un solo proveedor. Este comportamiento se debe a que la búsqueda de productos financieros en varios proveedores les resulta muy costosa. En las industrias que tienen esta característica, como, por ejemplo, la venta al por menor en supermercados, la variedad es una variable estratégica que las empresas utilizan para suavizar la competencia (Klemperer y Padilla, 1997).

En este documento de trabajo se han investigado las condiciones de la competencia en la industria de fondos en España que pueden derivarse de las características de los patrones de demanda de los inversores, teniendo en cuenta su carácter minorista o mayorista. Para ello, se ha buscado evidencia empírica sobre la posibilidad de que las gestoras de fondos que ofrecen más variedad en su oferta disfruten de mayores cuotas de mercado y se han comparado los resultados con los obtenidos en Gavazza (2011), donde se realiza el mismo análisis para el mercado de Estados Unidos. El interés de esta comparación reside en las distintas formas de distribución de los fondos de inversión. En Estados Unidos estos productos se comercializan, bien mediante *brokers* independientes, bien directamente a través de la propia gestora. En cambio, en España, donde el grado de bancarización es notablemente más elevado, la distribución de fondos de inversión se realiza principalmente a través de las oficinas de las entidades de crédito.

Los resultados del trabajo empírico apuntan a la existencia de efectos cruzados de demanda relacionados con la variedad de fondos que ofrecen las gestoras, tanto en el mercado mayorista como en el minorista. Las gestoras pueden diferenciar su oferta con respecto a sus competidores y aumentar su cuota de mercado en términos relativos mediante el incremento de la variedad en sus fondos. La intensidad de estos efectos cruzados es superior en el caso del mercado de fondos destinado a inversores minoristas. Además, en este mercado, a igualdad de oferta de fondos, las ges-

toras que pertenecen a entidades de crédito disfrutan de una cuota de mercado superior y la demanda de sus productos no parece verse afectada negativamente por un incremento en las comisiones que cargan. Todo ello pondría de manifiesto una fuerte vinculación entre las entidades de crédito y sus inversores minoristas.

Cuando se comparan los resultados de este trabajo con los obtenidos por Gavazza (2011) para el mercado de Estados Unidos, se observa que el incremento en la cuota de mercado que consigue una gestora por aumentar la gama de productos ofrecidos es notablemente superior en España, tanto en el segmento de fondos minorista como en el mayorista. Este contraste reflejaría de nuevo las diferencias en el modelo de distribución de productos financieros entre ambas economías que, en el caso español, se caracterizaría por la fuerte vinculación de los clientes con su entidad de banca universal. Esta característica puede ser la causa de que en el mercado español exista un mayor grado de concentración. Además, esta diferencia es especialmente relevante en el caso del mercado mayorista de fondos, donde no se encontró evidencia de efectos cruzados en EEUU mientras que sí se halló en el caso español. La mayor importancia de las empresas en el segmento mayorista de fondos en España que invierten fundamentalmente en productos conservadores y que comparten algunos patrones de comportamiento con los inversores minoristas justificaría este resultado.

A la luz de los resultados de este trabajo, parece conveniente impulsar la adopción de medidas que ayuden a reducir los costes que afrontan los inversores, particularmente los minoristas, a la hora de invertir en productos financieros que no les son provistos por sus entidades financieras habituales. Algunas de estas medidas podrían estar orientadas hacia la creación de herramientas de carácter público e independiente que ayudaran a comparar entre los distintos fondos disponibles en el mercado. El fomento de la educación financiera de los inversores para que la comparación de los productos sea más eficiente también puede jugar un papel relevante.

Bibliografía

Agarwal, S., Chang, Y. y Yavas, A. (2010). *Adverse Selection in Mortgage Securitization*. Federal Deposit Insurance Corporation, disponible en http://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/mortgage_future_house_finance/papers/Chang.PDF.

Banco Central Europeo (2010). *EU Banking Structures*.

Banco de España (2008). *Encuesta Financiera de las Familias (EFF)*.

Berry, S. (1994). «Estimating discrete-choice models of product differentiation». *RAND Journal of Economics*, vol. 25, pp. 242-262.

Cambón, M.I. (2011). *Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: una análisis de sus determinantes*. CNMV, Documento de Trabajo nº 48.

Cambón M.I. y Losada R. (2012). «Evolución de las sociedad gestoras de fondos de inversión y de su oferta desde 1995 hasta 2010». *Boletín Trimestral de la CNMV*, I trimestre, pp. 87-108.

Coates, J. y Hubbard, G. (2007). «Competition in the mutual fund industry: Evidence and implications for policy». *Journal of Corporation Law* 33, pp. 151-222.

Cohen, L. y Schmidt, B. (2009). «Attracting flows by attracting big clients». *Journal of Finance*, vol. 64, pp. 2125-2151.

Comisión Europea (2005). *Libro verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión*.

Datamonitor (2001). *Impact 2001 Survey*.

Delgado J., Pérez, D. y Salas, V. (2003). «Especialización crediticia y resultados en la banca europea». Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 5, pp. 273-294.

Del Guercio, D., Reuter, J. y Tkac, P. (2010). *Broker incentives and mutual fund market segmentation* (mimeo).

Fernández de Lis, S. y García Mora, A. (2008). «Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española». Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 15, pp. 55-72.

Fernández, P. y Bermejo, V. (2009). *Rentabilidad de los fondos de inversión en España: 1991-2008*. IESE, Universidad de Navarra, Documento de Investigación 788.

- Ferreira, M.A. y Ramos, S. (2009). *Mutual fund industry competition and concentration: International evidence*. SSRN working paper.
- Gavazza, A. (2011). «Demand spillovers and markets outcomes in the mutual fund industry». *RAND Journal of Economics*, vol. 42, pp. 776-804.
- Gil-Bazo, J. y Ruiz-Verdú, P. (2009). «The relation between price and performance in the mutual fund industry». *Journal of Finance*, vol. 64, pp. 2153-2183.
- Gruber, M. (1996). «Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds». *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 783-807.
- Hausman, J.A. (1978). «Specification tests in econometrics». *Econometrica*, vol. 46, pp. 1251-1271.
- Hortacsu, A. y Syverson, C. (2004). «Product differentiation, search costs, and competition in the mutual fund industry: A case study of S&P 500 index funds». *Quarterly Journal of Economics* 119, pp. 403-456.
- Investment Company Institute (2012). *2012 Investment Company Fact Book*.
- Klemperer, P. y Padilla, J. (1997). «Do firm's product lines include too many varieties?». *RAND Journal of Economics*, vol. 57, pp. 557-582.
- Korkeamaki, T. y Smythe, T.I. (2004). «Effects of market segmentation and bank concentration on mutual fund expenses and returns: evidence from Finland». *European Financial Management*, vol. 10, pp. 413-438.
- Laffont, J.J. y Tirole, J. (1988). «The dynamics of incentive contracts». *Econometrica*, vol. 56, pp. 1153-1175.
- Nevo, A. (2001). «Measuring market power in the ready-to-eat cereal industry». *Econometrica*, vol. 69, pp. 307-342.
- Retail Banking Research (2008). *Global ATM Market and Forecasts to 2013*.
- Schmalensee, R. (1978). «Entry deterrence in the ready-to-eat breakfast cereal industry». *Bell Journal of Economics*, vol. 9, pp. 305-327.
- Shaked, A. y Sutton, J. (1990). «Product differentiation and industrial structure». *Journal of Industrial Economics*, vol. 36, pp. 131-146.
- Sutton, J. (1991). *Sunk Costs and Market Structure. Price Competition, Advertising, and the Evolution of Concentration*. The MIT Press.
- WSBI (World Savings Banks Institute) y ESG (European Savings Banks Group) (2006). *A comparative analysis of the US and EU retail banking markets*.

