

Las depositarias de fondos de inversión en España

Sergio Mayordomo*

Introducción

Este estudio presenta un análisis descriptivo de la actividad de las depositarias de fondos de inversión en España usando información trimestral para todo el universo de fondos desde junio de 1999 a junio de 2012.

De acuerdo al régimen jurídico de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en España, una entidad depositaria es una figura cuya actividad principal es la custodia de los activos de las instituciones de inversión colectiva y la vigilancia de las funciones de las sociedades gestoras en interés de los partícipes del fondo. La depositaria también tiene funciones en la compra y venta de activos financieros ya que debe liquidar, por cuenta de los fondos, las operaciones de compra y venta de valores. Además la depositaria es la encargada de cobrar los intereses y dividendos devengados por los activos que están en las carteras de los fondos¹.

La literatura académica referente a los servicios de custodia y depositaría prestados a los fondos de inversión es escasa y hace referencia a la relación entre las comisiones de depositaría y el tamaño del fondo o la concentración del mercado. Así, Cullinan y Bline (2005) encuentran que las comisiones de custodia están relacionadas negativamente con el tamaño del fondo de inversión, siendo esta variable el mayor determinante de las comisiones de custodia. Liu y Arnold (2010) muestran que las comisiones de custodia son mayores a medida que aumenta la concentración del mercado. En este estudio se tratará de contribuir a un mejor conocimiento del negocio del servicio de depositaría prestado a los fondos de inversión en España.

Los principales objetivos de este estudio son: (i) descripción de la regulación de la actividad de depositaría en España; (ii) estudio de la evolución del número de depositarias y el patrimonio a su cargo; (iii) análisis de la concentración del mer-

* Universidad de Navarra, School of Economics and Business Administration.

¹ Es importante señalar que el análisis se basa en la definición de depositaria de acuerdo a la normativa española. En otros países la actividad de depositaría se refiere únicamente a la actividad de mantener (física o electrónicamente) registros de propiedad de valores mientras que al resto de actividades que engloba el concepto de depositaria en el régimen jurídico español se les denomina *securities services*.

cado y los efectos que dicha concentración puede tener sobre el riesgo de la economía, las comisiones cobradas a los partícipes de los fondos y las barreras de entrada que puedan surgir de la magnitud de las comisiones; (iv) evaluación de la relación entre el tamaño de la depositaria, el tamaño del fondo y el tamaño de la gestora con las comisiones de depositaría.

En el análisis de la concentración de la actividad de depositaría y sus efectos, se realizan dos supuestos con el fin de simplificar el análisis. Estos supuestos son: (i) Existe un solapamiento total entre los servicios de custodia y administración de fondos, es decir, las depositarias prestan a los fondos los dos tipos de servicios; (ii) dado que la depositaria es la responsable última de los activos custodiados, se considerarán todos los activos del fondo en los que una institución aparezca como depositaria para calcular su cuota de mercado. El supuesto (iii) implica que se ignorará la actividad que terceras instituciones puedan hacer en nombre de la depositaria. Estos supuestos implican una posición conservadora en el análisis y también que se ignora la externalización de los servicios por parte de los clientes para el cálculo de las cuotas de mercado.

Las principales conclusiones obtenidas en este estudio se detallan a continuación. Los resultados muestran un descenso continuado en el número de depositarias desde finales de los años noventa y una competencia reducida de las instituciones extranjeras que prestan servicios de depositaría a los fondos españoles. Pese a ello, los niveles de concentración en cuanto al servicio de depositaría prestado a los fondos de inversión son bajos. Aunque las comisiones de depositaría se han reducido desde finales de los noventa y son inferiores a los límites establecidos por la regulación, los resultados rechazan la existencia de una relación entre el tamaño de la depositaria y las comisiones que estas cargan a los fondos. Por tanto, se descarta

la existencia de barreras de entrada impuestas por las depositarias de mayor tamaño. Sin embargo, sí existe una relación negativa entre el tamaño del fondo, el grupo de la gestora y las comisiones cargadas por la depositaria debido a la existencia de economías de escala. Por otro lado, la probabilidad de liquidación de los fondos, medida a partir del patrimonio de los fondos, está en un nivel significativamente inferior al observado en torno al colapso de Lehman Brothers. Por último, es necesario mencionar que cualquier conclusión sobre la actividad y el nivel de concentración de las depositarias en la actualidad debe tener en cuenta el efecto indirecto que el actual proceso de reestructuración bancaria está teniendo sobre las mismas.

El resto del estudio se estructura de la siguiente forma. La segunda sección describe brevemente el marco regulatorio en España. En la tercera sección se describe la evolución de la actividad de depositaría en los fondos de inversión españoles. La cuarta sección analiza la concentración de la actividad de depositaría y sus efectos. En la quinta sección se describe la evolución de la actividad de los operadores de servicios de depositaría extranjeros que operan en España. La sexta sección contiene las principales conclusiones e implicaciones del estudio.

El marco regulatorio de las depositarias en España

De acuerdo al régimen jurídico de las IIC en España, las depositarias son aquellas entidades a cargo del depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC, así como de la vigilancia de la gestión de las sociedades gestoras de las ICC y, en su caso, de los administradores de las IIC con forma societaria y las demás funciones que les asigna la Ley².

² Véase el Capítulo 3 sobre el Régimen Jurídico de las IIC en el documento elaborado por la Fundación Inverco *Medio Siglo de Inversión Colectiva en España*: http://www.fundacioninverco.es/documentos/publicaciones/9997_MEDIO%20SIGLO%20DE%20INVERSION%20COLECTIVA%20EN%20ESPANA/C5_CAPITULO%203-Regimen%20juridico%20de%20las%20IIC%20en%20la%20actualidad.pdf

El requisito para que una institución pueda realizar la actividad de depositaria es tener domicilio social, o en su defecto, una sucursal en España. Pueden ser depositarias los bancos, las cajas de ahorros, las cooperativas de crédito, las sociedades y las agencias de valores. Para ello, estas instituciones deben ser una entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar, bien directamente o a través de otra entidad participante en cuyo caso deberá tener desglosada la cuenta de terceros.

Quienes ejerzan cargos de administración o dirección en una entidad depositaria deberán reunir los requisitos de idoneidad que establezca su legislación específica (honorabilidad y experiencia, medios técnicos y humanos, adecuada organización, adecuación de capital, control interno y de riesgos). Estos requisitos van dirigidos a que se actúe en el interés de los partícipes. Solo se permite tener un único depositario por cada institución. Salvo que la normativa lo autorice con carácter excepcional, ninguna entidad podrá ser simultáneamente gestora y depositaria de una misma institución. Es decir, existe una separación entre (a) la gestora del fondo que se dedica a la representación y gestión de los activos del fondo y (b) la depositaria; para evitar posibles conflictos de interés.

Las depositarias de las IIC deberán obtener una autorización de la CNMV e inscribirse en el correspondiente Registro administrativo de la misma. La CNMV solo podrá denegar la autorización para ser depositaria cuando la entidad no cumpla los requisitos normativos exigidos o no cuente con los medios adecuados para la realización de las obligaciones que la ley les impone.

Las funciones de las depositarias incluyen labores de custodia, supervisión, protección de los partícipes y otras funciones que se resumen a continuación. Las depositarias son responsables frente a los partícipes o accionistas de todos los perjuicios que les causen por el incumplimiento de sus obligaciones legales. La depositaria puede no desarrollar directamente las funciones de

depósito o administración de valores de los fondos sino delegarlas en un tercero. En cualquier caso, la depositaria es responsable de la custodia de los valores, sin que esta responsabilidad se vea afectada por el hecho de que confíe a un tercero la administración de parte o de la totalidad de los valores cuya custodia tenga encomendada.

Evolución de la actividad de depositaria en los fondos de inversión españoles

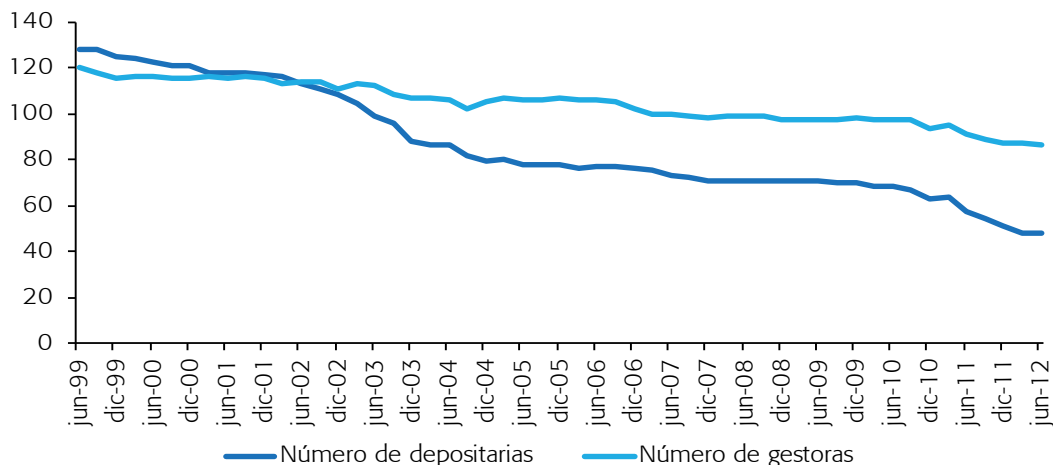
El número de depositarias que prestan servicio a los fondos de inversión muestra un continuo descenso desde finales de 1999 tal y como se muestra en el gráfico 1. En junio de 1999 había un total de 128 depositarias mientras que este número se redujo hasta 48 en junio de 2012. Este descenso fue más sostenido desde mediados de 2006 hasta finales de 2010. Sin embargo, se observa un descenso significativo desde finales de 2010 hasta mediados de 2012 debido, entre otras causas, al proceso de reestructuración bancaria que tuvo lugar durante este periodo.

El descenso en el número de depositarias fue más marcado que el observado en el número de gestoras que operan en el mercado de fondos de inversión. Si bien a mediados de 1999 existían 128 depositarias y 120 gestoras, a mediados de 2012 esta relación se invierte de forma que el número de gestoras (86) casi duplicaba al número de depositarias (48).

Además de la progresiva concentración en la actividad de depositaria existe un alto porcentaje de fondos en los que el grupo de la gestora coincide con el de la depositaria tal y como se muestra en el gráfico 2. La regulación exige una dirección efectiva de la sociedad gestora por personas independientes de la depositaria (domicilios diferentes y separación fija de los centros de actividad). Aunque a partir del gráfico 2 no se puede extraer ninguna conclusión referente a la independencia gestora-depositaria se muestra que en la mitad de los fondos de inversión existe una relación directa gestora-depositaria debido a que ambas pertene-

Gráfico 1

Número de depositarias y gestoras

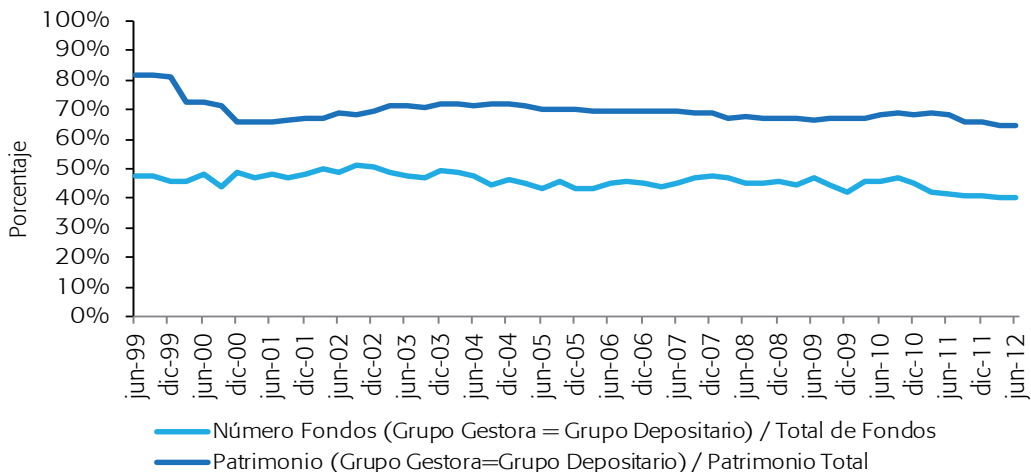


cen al mismo grupo. El porcentaje de fondos en los que el grupo de la gestora coincide con el de la depositaria ha permanecido constante durante los últimos trece años. En términos del patrimonio, los fondos en los que el grupo de la gestora coincide

con el grupo de la depositaria representan un 70% del patrimonio de la industria de fondos en España. Este porcentaje, al igual que ocurre con el porcentaje de fondos, muestra una tendencia plana.

Gráfico 2

Fondos en los que el grupo de la gestora coincide con el grupo de la depositaria



* Porcentaje de fondos y patrimonio que representan sobre el patrimonio total.

La concentración de la actividad de depositaria y sus efectos

Medición del grado de concentración

El grado de concentración en la actividad de depositaria se medirá a partir del índice de Herfindahl que representa una medida generalizada de la concentración económica en un mercado, en este caso la actividad de depositaria. El índice se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado (en porcentajes) de cada depositaria y sumando esas cantidades. El índice de Herfindahl varía entre $1/n$ y 1 donde n indica el número de competidores. El índice tiene valor 1 cuando una depositaria controla la totalidad del mercado. Este índice se calcula para el total de fondos y mide el grado de concentración en base al patrimonio de los mismos. Es decir, se calculará un índice Herfindahl en función de la cuota de mercado de cada depositaria en base al patrimonio bajo su responsabilidad. De acuerdo a los estándares del Departamento de Justicia de Estados Unidos, un valor del índice de Herfindahl que se sitúe por debajo de

0,15 se considera un mercado no concentrado, si el índice está entre 0,15 y 0,25 se concluye que el índice tiene una concentración moderada y si está por encima de 0,25 existe una alta concentración³.

El gráfico 3 muestra la medida de concentración construida a partir del patrimonio. Se observa poca variabilidad en el grado de concentración durante el periodo de la muestra. Además, en base a los anteriores valores guía se concluye que los niveles de concentración en la actividad de depositaria son reducidos.

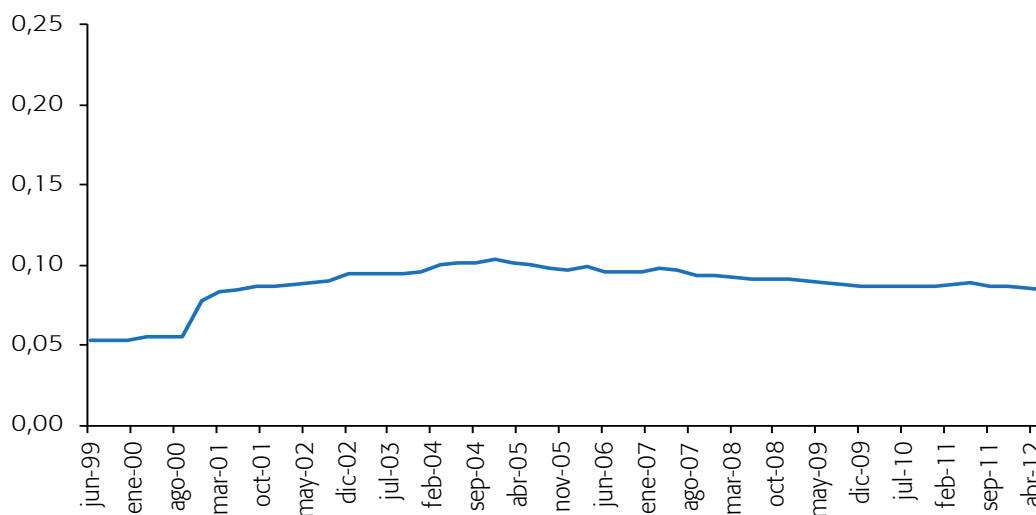
Efectos de la concentración

Riesgo sistémico

Las depositarias están sujetas a requerimientos de recursos propios dependiendo del volumen de su actividad y riesgo asumidos. Estos requisitos suponen una garantía frente al eventual incumplimiento por parte de la depositaria de sus funciones, ya que en tal caso, deberá responder con su propio patrimonio por los perjuicios causados a los

Gráfico 3

Índice de Herfindahl construido a partir del patrimonio sobre el que tienen responsabilidad las depositarias



³ Véase U.S. Department of Justice & FTC, Horizontal Merger Guidelines § 5.2 (2010) <http://www.justice.gov/atr/public/guidelines/hmg-2010.html#5c>

inversores del fondo. Sin embargo, la posibilidad de que dichos requerimientos no sean suficientes para hacer frente a sus obligaciones en caso de incumplimiento podría acentuarse si existe un elevado grado de concentración en la actividad de depositaría. Así, un *shock* que disminuya el valor de los activos del fondo junto con un alto grado de concentración en la depositaría podría contribuir a un aumento del riesgo sistémico. Este riesgo podría verse amplificado en el caso en que las depositarias realicen delegaciones a terceras entidades, sobre cuya actividad no tienen un control directo, dado que siguen teniendo la responsabilidad por el defectuoso cumplimiento de las funciones delegadas.

Para una adecuada medición de la contribución de la actividad de depositaría al riesgo sistémico se necesitaría información de los riesgos y complejidad de todos y cada uno de los activos gestionados por el fondo. La gran cantidad y variedad de activos en las carteras de los fondos dificulta un análisis detallado de este tipo debido al difícil acceso o la no disponibilidad de datos. Sin embargo, dado que la aparición de este riesgo está directamente asociada al patrimonio de los

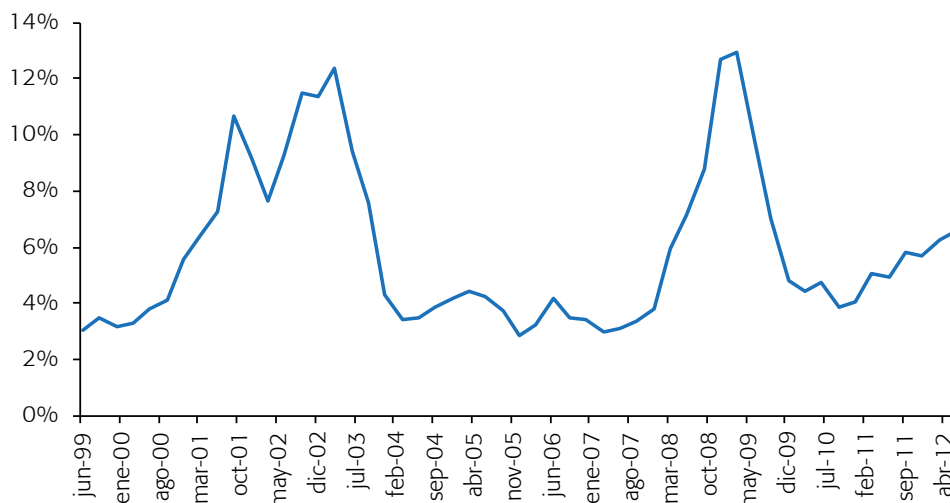
fondos, se pueden construir indicadores sobre la amenaza de los fondos al riesgo sistémico en base al valor del patrimonio.

Según la regulación vigente "los fondos de inversión de carácter financiero tendrán un patrimonio mínimo de tres millones de euros, que deberá ser mantenido mientras estén inscritos en los registros de la CNMV"⁴. Si el patrimonio cae por debajo de esa cifra que delimita el umbral necesario para una adecuada gestión, el fondo dispone de un año para recuperar el nivel mínimo o puede ser liquidado. Esta liquidación podría tener un efecto directo sobre la estabilidad financiera dado que podría conducir a un aumento significativo de la oferta de determinados activos financieros en el mercado y por tanto, a una fuerte caída en los precios. Esta caída de los precios tendría además un efecto directo sobre los costes de financiación de las empresas y la dificultad para acceder a nueva financiación.

El gráfico 4 muestra el porcentaje trimestral de fondos con unos activos por valor inferior a los 3 millones de euros. El periodo de mayor estrés sufrido por la industria de fondos corresponde al

Gráfico 4

Porcentaje de fondos con patrimonio inferior a 3 millones de euros



⁴ No obstante, podrán constituirse fondos de inversión con un patrimonio que no sea inferior a 300.000 euros a condición de que en el plazo máximo de seis meses desde su inscripción en el registro alcancen el patrimonio mínimo de tres millones de euros. En caso contrario, el fondo deberá disolverse y liquidarse.

colapso de Lehman Brothers en el que alrededor de un 13% de los fondos podrían haberse visto obligados a realizar una liquidación de sus activos. Sin embargo, a mediados de 2012 el nivel del riesgo de liquidación, de acuerdo al valor del patrimonio de los fondos, era muy inferior al observado en torno al evento de Lehman. Esta liquidación hubiera afectado gravemente a la actividad de las depositarias; siendo dicho efecto más grave a medida que la concentración fuera mayor.

Comisiones de depositaría

Una mayor concentración podría propiciar unas menores comisiones de depositaría y permitiría una vigilancia más eficiente de las contrapartes de las transacciones. Un mejor entendimiento del efecto del tamaño de las depositarias sobre las comisiones de depósito, que se fijan como un porcentaje sobre el patrimonio, es fundamental dado que la principal fuente de ingresos de las depositarias proviene de dichas comisiones. En esta sección se estudia (i) la evolución de la comisión media que las depositarias aplican a los fondos y (ii) la relación entre estas comisiones con el tamaño de la

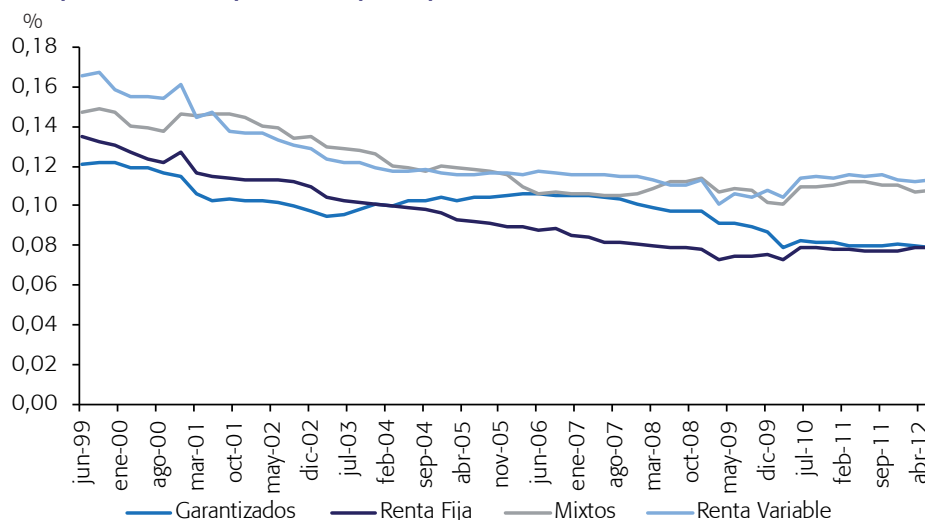
depositaria, el tamaño del fondo y el tamaño de la gestora.

En primer lugar se estudia la evolución de las comisiones cobradas por la depositaria para los distintos estilos de fondos. El gráfico 5 muestra la comisión de depositaría media ponderada por el patrimonio del fondo.

Las comisiones de depositaría aplicadas por los fondos de carácter financiero no pueden exceder el dos por mil (0,2%) del patrimonio del fondo⁵. Sin embargo, las comisiones medias para los cuatro estilos de fondos analizados están significativamente por debajo del nivel anterior. Así, las comisiones medias durante los últimos dos años de la muestra fueron un 0,08% para los fondos garantizados y de renta fija y un 0,11% para los fondos mixtos y de renta variable. Las comisiones medias aplicadas a los fondos de renta fija, renta variable y fondos mixtos muestran un descenso continuado desde 1999 que se ve frenado por la crisis *subprime*. El hecho de que el número de depositarias descienda y que a su vez las comisiones también lo hagan durante la muestra contra-

Gráfico 5

Comisión de depositaría media ponderada por el patrimonio del fondo



⁵ Las comisiones de depositaría aplicadas por los fondos de carácter inmobiliario no pueden ser superiores al cuatro por mil (0,4%).

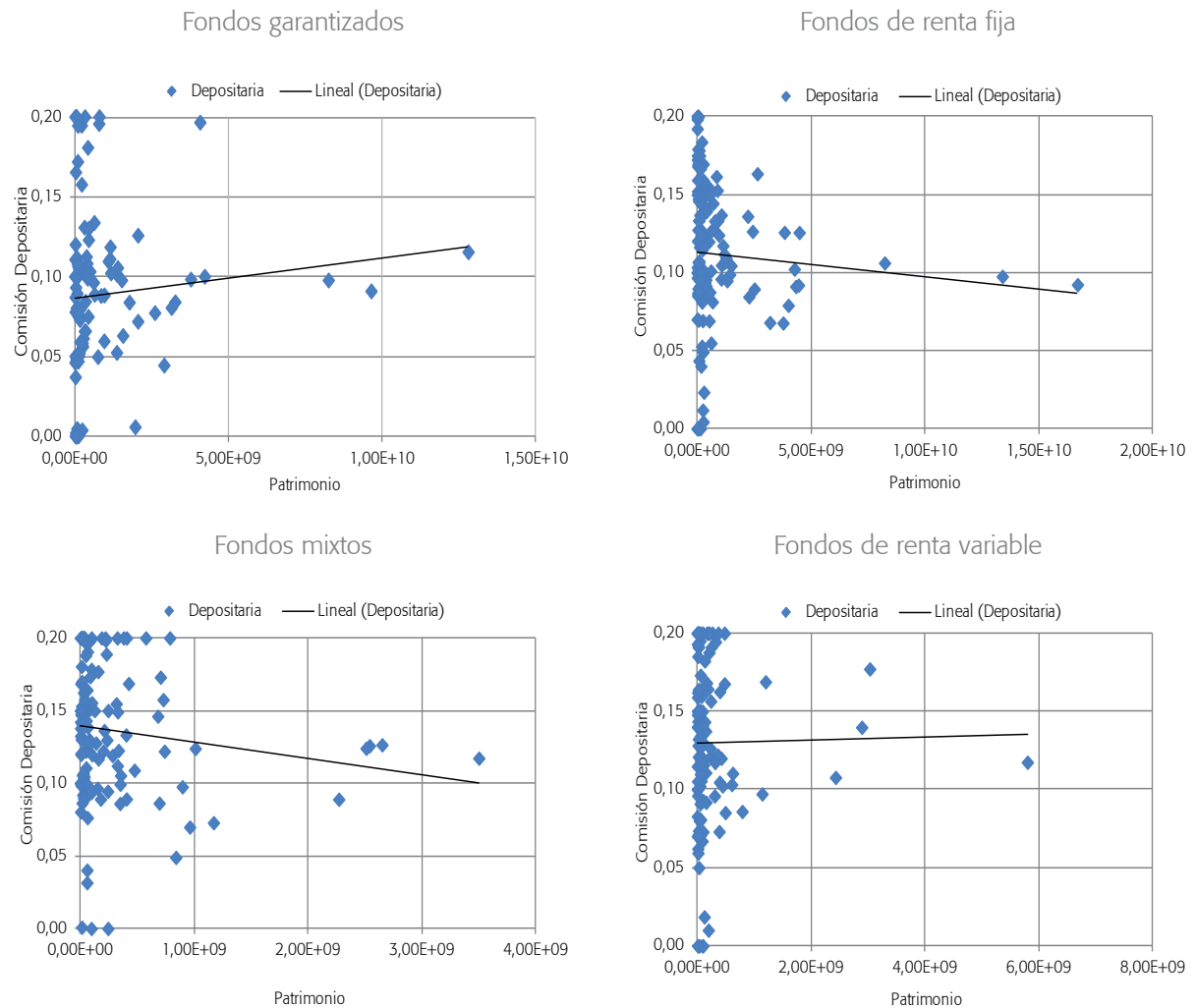
dice el resultado de Liu y Arnold (2010), según el cual las comisiones de depositaria son mayores a medida que aumenta la concentración. La estabilización en el nivel de las comisiones observado desde el comienzo de la crisis *subprime* podría reflejar un nivel de equilibrio. Las bajas comisiones de depositaria observadas en los fondos garantizados y de renta fija sugieren un menor margen de beneficio para estos tipos de fondos. Sin embargo, los activos de estos fondos no están en absoluto exentos de riesgo debido a la actual crisis de deuda soberana europea que ha provocado un

sustancial aumento en el riesgo de los activos en las carteras de estos tipos de fondos. En cualquier caso, dada la falta de información sobre los costes de la actividad de las depositarias resulta imposible realizar un análisis del margen de beneficio de las depositarias.

En el gráfico 6 se analiza la relación entre las comisiones de depositaria y el tamaño de la gestora para los cuatro estilos de fondos. Este gráfico muestra la relación entre las comisiones medias cobradas por las distintas depositarias y el patri-

Gráfico 6

Relación entre las comisiones medias (%) cobradas por las distintas depositarias y el patrimonio total (euros) al que presta servicio cada depositaria



monio total al que presta servicio cada depositaria. Las dos medidas se obtienen usando la información de todo el periodo de la muestra. Los dos paneles superiores hacen referencia a los fondos garantizados (izquierdo) y de renta fija (derecho) mientras que los dos paneles inferiores se refieren a los fondos mixtos (izquierdo) y de renta variable (derecho). El gráfico 6 contiene además la línea de mejor ajuste de los puntos del gráfico. De acuerdo al nivel de significatividad del coeficiente referente a la pendiente de la línea de mejor ajuste se concluye que para ninguno de los cuatro estilos existe una relación tamaño-comisión significativamente distinta de cero. Es decir, no existe una relación lineal negativa y significativa entre el patrimonio y las comisiones. Por tanto, un aumento en el patrimonio a cargo de cada depositaria no contribuye a una reducción significativa en las comisiones. Este resultado confirma la hipótesis de ausencia de barreras de entrada impuestas por las depositarias de mayor tamaño.

A continuación se analiza si el tamaño del fondo al que se cargan las comisiones de depositaria tiene algún tipo de relación con dichas comisiones. Para ello, se utiliza la información referente al patrimonio del fondo en el momento en que se produce el registro del mismo en la CNMV y se realiza una estimación lineal al igual que en el análisis anterior donde la variable dependiente es la comisión cargada al fondo y la explicativa el tamaño del fondo. Al igual que en Cullinan y Bline (2005) los resultados muestran que existe una relación lineal negativa y significativa entre el tamaño del fondo y las comisiones.

Por último, en línea con el resultado anterior se analiza si además existe una relación significativa entre el tamaño de la gestora del fondo y las comisiones cargadas a los mismos. Para medir el tamaño de la gestora se utiliza la información referente al patrimonio de los fondos de inversión ges-

tionados por cada gestora. Las comisiones de cada gestora se obtienen como las comisiones medias de los fondos ponderadas por la capitalización de los fondos. Como en los análisis anteriores se realiza una estimación lineal donde la variable dependiente es la comisión media cargada a la gestora y la explicativa el tamaño del grupo de la gestora. En línea con el resultado anterior, se obtiene una relación lineal negativa y significativa entre el tamaño de la gestora y las comisiones.

El efecto de la reestructuración del sector bancario

En junio de 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el objetivo de facilitar la reestructuración de entidades en crisis y contribuir a reforzar sus recursos propios en los procesos de integración entre entidades. Dado que la actividad de los fondos de inversión está fuertemente influida por el sector bancario tal y como se puede observar en el gráfico 7 que muestra el porcentaje de fondos de inversión que pertenecen a bancos o cajas, parece necesario analizar el efecto del FROB sobre el número de depositarias.

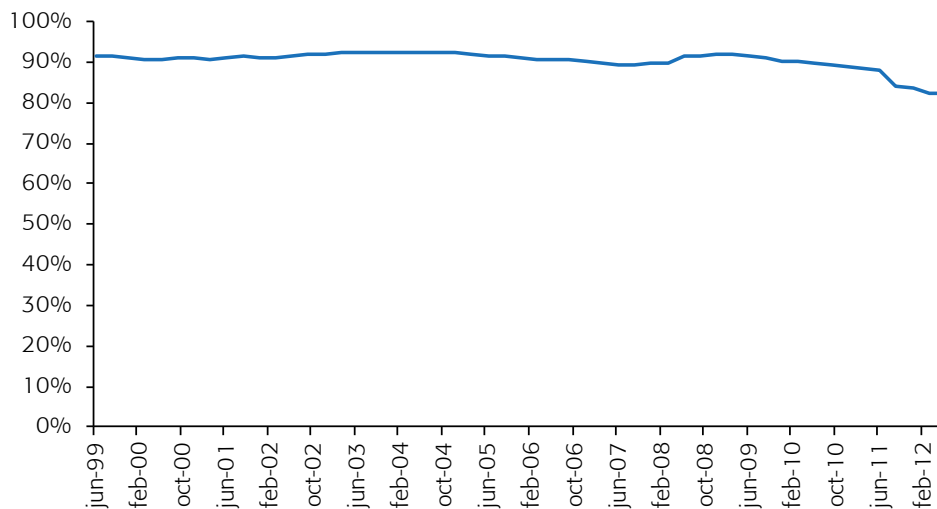
El efecto del FROB se analizará por medio de un test de medias que permitirá comprobar si la disminución del número de depositarias y gestoras se vio significativamente afectada por dicho proceso de reestructuración. Para este análisis se utilizarán dos años y tres años de información antes y después de junio de 2009, es decir, en total cuatro y seis años de información⁶.

Los resultados indican que la disminución media mensual en el número de depositarias en los dos años y tres años posteriores a junio de 2009 es significativamente superior al descenso en el número de depositarias observado en los

⁶ La longitud de la muestra a analizar no es obvia pues existe un alto número y variedad de eventos durante este periodo. En cualquier caso, para tener un número mínimo de observaciones que permita realizar dicho test se utilizarán las longitudes anteriores. Para realizar el test se toman primeras diferencias en el número mensual de depositarias y gestoras que operan en la industria de fondos de inversión y se compara su media en los dos y tres años anteriores y posteriores a junio de 2009.

Gráfico 7

Porcentaje del patrimonio de los fondos pertenecientes a bancos y cajas



dos y tres años anteriores a esta fecha, respectivamente. Sin embargo, el descenso medio mensual en el número de gestoras tras junio de 2009 no es significativamente más alto que el observado antes de esa fecha con independencia de si usamos dos o tres meses en torno a la fecha de referencia. A partir de estos resultados se concluye que el proceso de restructuración ha tenido un efecto significativo en el grado de concentración de la actividad de depositaria debido a su efecto significativo sobre el descenso en el número de depositarias como consecuencia de las fusiones entre entidades financieras que tuvieron lugar tras junio de 2009. Este efecto no es significativo en el caso de las gestoras. Una posible explicación es que la mayoría de las depositarias son instituciones financieras mientras que entre las gestoras existe un número considerable de sociedades y agencias de valores además de otro tipo de instituciones.

Por tanto, cualquier conclusión sobre la actividad y el nivel de concentración de las depositarias debe tener en cuenta el efecto indirecto que el actual proceso de restructuración bancaria está teniendo sobre las mismas. Es decir, el aumento en la concentración de la actividad de depositaria

estaría, en parte, directamente determinado por las fusiones y adquisiciones en el sector bancario. Pese a ello el grado de concentración incluso tras el proceso de restructuración sigue siendo reducido.

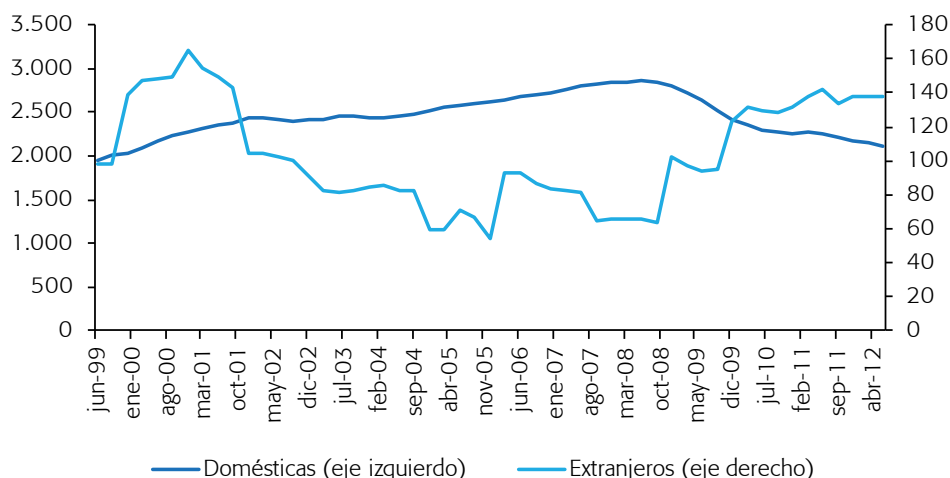
Los operadores de servicios de depositaria extranjeros que operan en España

Esta sección incluye un análisis descriptivo de la competencia potencial de operadores extranjeros operando en España que puedan constituir alternativas creíbles para la prestación de los servicios de custodia y administración. El gráfico 8 muestra el número de fondos en los que la depositaria es una entidad española frente al número de fondos con una depositaria extranjera.

Desde septiembre de 2008 se observa un aumento en el número de fondos con depositarias extranjeras frente a una reducción en el número de fondos con depositarias domésticas. En cualquier caso, los fondos con depositarias domésticas constituyen la gran mayoría. En concreto, en junio

Gráfico 8

Número de fondos custodiados por depositarias domésticas y extranjeras



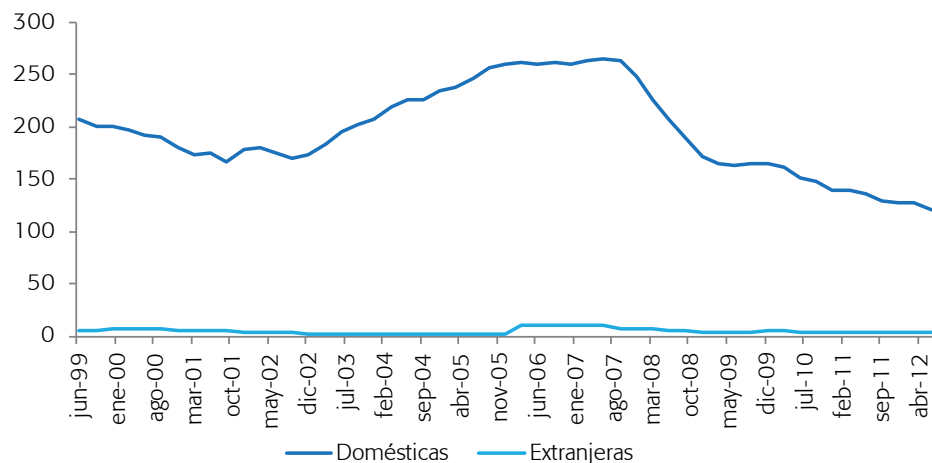
de 2012 el número de fondos con depositarias domésticas era 15 veces superior al número de fondos con depositarias extranjeras. Por tanto, pese al aumento observado en los últimos tres años en la actividad de depositaría llevada a cabo por

entidades extranjeras, parece difícil hablar de una competencia potencial por parte de las mismas. El gráfico 9, en el que se muestra el patrimonio custodiado por depositarias domésticas y extranjeras, confirma la afirmación anterior.

Gráfico 9

Patrimonio total custodiado por depositarias domésticas y extranjeras

(miles de millones)



Conclusiones e implicaciones del estudio

A partir del estudio anterior se pueden extraer las siguientes conclusiones e implicaciones:

1. *Evolución de la actividad de las depositarias.* El número de depositarias prestando servicios a los fondos de inversión se ha reducido significativamente desde finales de los años noventa. Este descenso no ha sido tan acusado en el caso de las gestoras. Aunque la normativa exige independencia entre la actividad de gestión y depositaría, cerca del 70% del patrimonio de los fondos pertenece a fondos en los que la gestora y la depositaria pertenecen al mismo grupo.

2. *Concentración.* En base al índice de concentración construido a partir del patrimonio al que prestan servicio las depositarias se puede concluir que los niveles de concentración han sido y son bajos.

3. *Riesgo sistémico.* De acuerdo a la evolución de su patrimonio se concluye que en el escenario actual no existen riesgos destacables ligados a la liquidación de fondos que puedan afectar a las depositarias o que puedan ser generados por las mismas.

4. *Comisiones.* Las comisiones de depositaría se sitúan en media, significativamente por debajo del nivel máximo permitido (0,2%). Se observa que no existe una relación entre el tamaño de la depositaria y las comisiones que estas cargan a los fondos. Este resultado contradice la idea referente a la existencia de barreras de entrada impuestas por las depositarias de mayor tamaño. Por otro lado, se obtiene una relación negativa entre el tamaño del fondo y el grupo de la gestora de forma que

las gestoras y los fondos de mayor tamaño pagan unas menores comisiones de depositaría debido a la existencia de economías de escala.

5. *Reestructuración del sector bancario.* Cualquier conclusión sobre la actividad y el nivel de concentración de las depositarias debe tener en cuenta el efecto indirecto que el actual proceso de reestructuración bancaria está teniendo sobre las mismas. Así, el proceso de reestructuración ha tenido un efecto significativo en la disminución del número de depositarias como consecuencia de las fusiones entre entidades financieras que tuvieron lugar tras junio de 2009. Este efecto no es significativo en el caso de las gestoras. Pese a ello el grado de concentración incluso tras el proceso de reestructuración sigue siendo reducido.

6. *Los operadores de servicios de depositaría extranjeros que operan en España.* Pese al aumento de depositarias extranjeras observado en los últimos meses parece difícil hablar de una competencia potencial por parte de los depositarios extranjeros.

Referencias:

- CULLINAN, C.P., y BLINE, D. M. (2005), "An Analysis of mutual fund custodial fees", *Journal of Applied Business Research*, 21, 13-21.
- FUNDACIÓN INVERCO (2007), *Medio siglo de inversión colectiva en España*.
- LIU, K. y ARNOLD, B.R. (2010), "Australian superannuation outsourcing: fees, related parties and concentrated markets", *Working Paper*.
- U.S. DEPARTMENT OF JUSTICE AND THE FEDERAL TRADE COMMISSION (2010), *Horizontal Merger Guidelines*.