



Intermediación financiera no bancaria en España

Junio 2019

Intermediación financiera no bancaria en España

Junio 2019

El informe sobre la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España describe las tendencias más recientes de las entidades y actividades que forman parte de ella y evalúa sus riesgos más importantes. Este informe forma parte de la publicación de la CNMV denominada *Monitor de la intermediación financiera no bancaria* y tiene periodicidad semestral (<https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=56>).

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es

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

ISSN (edición electrónica): 2695-5822

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

1	Resumen ejecutivo	9
2	Desarrollo de las principales magnitudes	13
	Interconexión entre las entidades pertenecientes al sistema financiero	15
3	Intermediación financiera no bancaria	19
	Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria	22
3.1	Función económica 1	22
3.2	Función económica 2	30
3.3	Función económica 3	32
3.4	Función económica 4	33
3.5	Función económica 5	33

Índice de cuadros

Intermediación financiera no bancaria en España

Cuadro 1	Estructura del sistema financiero español	13
Cuadro 2	Estructura de las otras instituciones financieras	14
Cuadro 3	Interconexión entre los bancos y las OIF	17
Cuadro 4	Clasificación de la IFNB según funciones económicas	20

Índice de gráficos

Intermediación financiera no bancaria en España

Gráfico 1	Distribución y evolución del sector OIF en España	15
Gráfico 2	Interconexión entre bancos y OIF	16
Gráfico 3	Peso relativo de la IFNB	21
Gráfico 4	Distribución de la IFNB. Jun.-2019	22
Gráfico 5	Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB	24
Gráfico 6	Evolución de los riesgos de crédito y transformación de vencimientos en los fondos de inversión	25
Gráfico 7	Evolución del riesgo de liquidez en los fondos de inversión	26
Gráfico 8	Medida de apalancamiento indirecto de los fondos de inversión (distribución de los fondos en función de su exposición al riesgo de mercado mediante el uso de derivados). Jun.-2019	28
Gráfico R.1	Suscripciones/reembolsos netos en fondos de inversión en marzo-mayo 2020	30
Gráfico 9	Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito	31
Gráfico 10	Evolución de los riesgos en las sociedades de valores	32
Gráfico 11	Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo	34
Gráfico 12	Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización	35

1 Resumen ejecutivo

Este informe describe la evolución de las instituciones, actividades y riesgos que forman parte de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España durante el primer semestre de 2019. Continúa así la serie de publicaciones sobre esta materia que comenzó en 2019 con el artículo «Intermediación financiera no bancaria en España», publicado en el *Boletín de la CNMV* del primer trimestre de ese año con información de 2017¹ y que continuó con una serie específica de publicaciones denominada *Monitor de la intermediación financiera no bancaria*, cuyo primer número se publicó a finales de 2019 y se basó en información de 2018². A partir de ese último informe, la información se proporciona con carácter semestral a mediados y finales de cada año.

El análisis efectuado en esta entrega pone de relieve que no hubo grandes cambios en el tamaño de la IFNB en España durante los 6 primeros meses de 2019, manteniéndose ligeramente por debajo de los 300.000 millones de euros. Cabe mencionar, no obstante, que se produjo una recomposición de las entidades que conforman la IFNB a favor de las instituciones de inversión colectiva (IIC) en detrimento de las titulaciones. En concreto, en este número se puede destacar que la relevancia de las IIC pertenecientes a la IFNB era del 89 % del total a cierre de junio de 2019. Del análisis efectuado para dichos fondos se sigue que la proporción de activos poco líquidos en su patrimonio sigue siendo reducida, y que la situación de apalancamiento se sitúa muy por debajo de los niveles máximos permitidos por la regulación. Dada la situación originada por la crisis del COVID-19 a mediados de marzo de 2020, en este informe se incluye un recuadro que describe la evolución de las IIC en España y en la Unión Europea en dicho contexto y en el que se evidencia que tanto el aumento de los reembolsos originados por los partícipes como las dificultades de valoración de algunos activos de la cartera en los momentos de mayor incertidumbre han sido en todo momento manejables, tanto por su magnitud como por el uso de las diferentes herramientas de gestión de la liquidez disponibles.

De este número cabe destacar los siguientes elementos:

- El tamaño del sistema financiero español³ aumentó más de un 3 % en el primer semestre de 2019, aunque este aumento no fue homogéneo entre sus

1 Ispierto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*, trimestre I, pp. 79-122. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019.pdf

2 https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IFNB_2018.pdf

3 Integran el sistema financiero el banco central, las entidades financieras (bancos), las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los auxiliares financieros, así como otras instituciones financieras, que incluye fundamentalmente los fondos de inversión, con la excepción de los fondos de renta variable, los vehículos de propósito especial (SFV) para la titulización, las sociedades de valores y los establecimientos financieros de crédito. También, aunque no forman parte de la IFNB, las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT), las

componentes. Los activos del sector bancario se incrementaron debido a los negocios en el exterior y también lo hicieron los activos de las compañías de seguros y de los auxiliares financieros. Por el contrario, el tamaño de las OIF (otras instituciones financieras), que a veces se utiliza como primera aproximación a las entidades de la IFNB, disminuyó un 5,7 %, hasta situarse en 736.000 millones de euros (15,9 % del sistema financiero español).

- La evolución de las OIF entre sus componentes también fue desigual en el primer semestre del año pasado, observándose ascensos en el patrimonio de los fondos de inversión (no monetarios) y en los activos de las sociedades de valores, que se compensaron con creces con los descensos de los activos del resto de entidades, entre los que destacaron los de las instituciones financieras con actividad limitada, los REIT y las titulizaciones.
- Siguiendo la metodología del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) para delimitar los activos de la IFNB a partir de las entidades que conforman las OIF⁴, se estima que el tamaño de este sector se situaba a mediados de 2019 en 507.000 millones de euros, lo que supone un leve incremento (0,6 %) respecto a la cifra de finales de 2018. Esta metodología clasifica las entidades en cinco funciones económicas inspirándose en las actividades y riesgos típicamente bancarios. En España las entidades más relevantes de la IFNB en términos cuantitativos forman parte de la función económica 1 (determinadas tipologías de IIC) y de la función económica 5 (titulizaciones). La evolución de ambos tipos de entidades ha sido diferente desde hace varios años, de manera que la expansión observada en el patrimonio de las IIC (excepto en 2018) se ha compensado con el descenso del saldo vivo de las titulizaciones, lo que ha hecho que el volumen de activos de la IFNB se mantenga relativamente estable en torno a 500.000 millones de euros desde 2013 y que su relevancia respecto del sistema financiero total se mantenga con pocas oscilaciones entre el 11 % y el 12 %.
- Si se descuentan los activos que consolidan en grupos bancarios, una particularidad que afecta sobre todo a las titulizaciones y a los establecimientos financieros de crédito, el volumen de activos asociado a la IFNB (en sentido estricto) quedaría en 298.000 millones de euros a mediados de 2019 (un 0,7 % más que en diciembre de 2018 y un 6,5 % del sistema financiero total). De este importe, la relevancia de las instituciones de la función económica 1 (IIC) ascendería al 89 %, por encima de la cifra de 2018, que fue del 85,5 %.
- El análisis de riesgos de las instituciones que forman parte de la IFNB durante el primer semestre de 2019 muestra pocos cambios en relación con los patrones observados en 2018. Los indicadores que representan los distintos riesgos considerados (liquidez, transformación de vencimientos, riesgo de crédito o apalancamiento) apuntan a una situación relativamente favorable desde el punto de vista de la estabilidad financiera. También disminuyó ligeramente el grado de interconexión directa entre las entidades bancarias y el resto de entidades financieras, lo que, en principio, reduce el riesgo de contagio (si bien

cámaras de contrapartida central (CCP), las entidades de capital riesgo y la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria).

4 Véase FSB (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.

es cierto que el contagio se puede producir por otras vías indirectas como, por ejemplo, las exposiciones comunes a determinados instrumentos financieros).

- La identificación de vulnerabilidades en el ámbito de los fondos de inversión es especialmente relevante, pues estas instituciones conforman cerca del 90 % de la IFNB total (en sentido estricto), como ya se ha indicado. Dentro de ellas, se presta especial atención al riesgo de liquidez y al apalancamiento. Así, se presentan varias métricas que representan diferentes dimensiones de la liquidez de la cartera de los fondos de inversión. De ellas se deduce un cierto aumento de la relevancia de activos menos líquidos, aunque su proporción en el patrimonio total sigue siendo reducida. En relación con el apalancamiento, la exposición al riesgo de mercado como resultado de la posición en derivados de los fondos de inversión se sitúa muy por debajo de los niveles máximos permitidos por la regulación y sugiere un riesgo bajo por esta vía.
- Como consecuencia del recrudecimiento de la crisis del COVID-19 a mediados de marzo de este año, este informe incluye un recuadro que describe la evolución de las instituciones de inversión colectiva en España y en la Unión Europea en dicho contexto y que da una idea del aumento de los reembolsos originados por los partícipes, de las dificultades de valoración de algunos activos de la cartera en los momentos de mayor incertidumbre y del uso de las diferentes herramientas de gestión de la liquidez disponibles. También se comenta la introducción en España de una nueva herramienta macroprudencial relacionada con la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV.

2 Desarrollo de las principales magnitudes

El tamaño del sistema financiero español aumentó más de un 3 % en el primer semestre de 2019 hasta superar los 4,6 billones de euros, después de haberse contraído un 1,7 % un año antes⁵. El incremento no fue homogéneo entre sus diferentes participantes, destacando el avance del activo de las entidades bancarias, que fue del 6,2 %, hasta los 2,58 billones de euros. Así, la relevancia de este sector pasó del 54,2 % del sistema financiero al 55,8 %. Cabe señalar que este aumento se debió a la evolución del negocio de estas entidades en el exterior, especialmente en lo que se refiere a la concesión de crédito, mientras que los activos de los negocios en España disminuyeron. La elevada diversificación geográfica de las entidades de depósito españolas situaba los activos financieros en el exterior por encima del 50 % de los activos financieros totales en junio de 2019⁶.

Estructura del sistema financiero español

CUADRO 1

Millones de euros

	Banco central	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	Auxiliares financieros	OIF	Total
Tamaño jun.-2019 (millones)	753.000	2.577.918	323.824	140.392	85.618	736.067	4.616.819
Tamaño 2018 (millones)	748.807	2.426.298	306.297	138.025	76.486	780.627	4.476.538
% del total (jun.-2019)	16,3	55,8	7,0	3,0	1,9	15,9	100,0
Crecimiento jun.-2019 ¹ (%)	0,6	6,2	5,7	1,7	11,9	-5,7	3,1
Crecimiento 2018 (%)	7,5	-3,6	0,6	-1,0	1,5	-5,2	-1,7

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Tasa de crecimiento semestral correspondiente al periodo enero-junio de 2019.

La evolución del resto de sectores que conforman el sistema financiero, es decir, de los intermediarios financieros no bancarios, fue desigual. Se incrementaron los activos de las compañías de seguros (5,7 %), de los auxiliares financieros (11,9 %) y, en menor medida, de los fondos de pensiones (1,7 %). Sin embargo, se redujo el tamaño de los activos de las denominadas OIF (otras instituciones financieras), que son las entidades que en el contexto internacional se han considerado como una primera aproximación o medida amplia de la IFNB, en parte por la heterogeneidad de la regulación de estas entidades entre las diferentes jurisdicciones. Sin embargo, es preciso recordar que la mayoría de estas entidades está sujeta a regulación y supervisión —en algunos casos, como el español, muy exigente— y que esta es realizada sobre todo por los reguladores y supervisores de valores. El descenso de los activos

5 Este nivel es el más elevado desde 2012, año en que la restructuración del sistema bancario redujo la cifra total de activos desde 5,1 billones hasta 4,45.

6 Véase Banco de España (2019). *Informe de estabilidad financiera*. Otoño. Disponible en: https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuHorizontal/Publicaciones/Boletines%20y%20revistas/InformedeEstabilidadFinanciera/IEF_Otono2019.pdf

de las OIF en España en el primer semestre de 2019 fue del 5,7 %, hasta situarse en 736.000 millones de euros. Por tanto, su importancia relativa en el sistema financiero total se redujo desde el 17,4 % a finales de 2018 hasta el 15,9 % en junio de 2019.

Como se ha argumentado en publicaciones anteriores de este informe, la financiación no bancaria es una alternativa a la financiación bancaria, con elevados beneficios tanto para las empresas que acceden a ella como para la economía en su conjunto. Para estas empresas, las posibilidades de financiación mejoran, los niveles de transparencia de la compañía aumentan, señalizan haber alcanzado un cierto grado de gestión profesional de su negocio y pueden producirse mejoras asociadas en términos de prestigio y reputación. Por otro lado, es razonable pensar que una economía que presenta una estructura de financiación más equilibrada entre el sector bancario y los mercados de capitales puede alcanzar tasas de crecimiento más elevadas a largo plazo, así como oscilaciones de menor intensidad en su ciclo económico. También se ha observado que la financiación que proporcionan los mercados financieros tiene un fuerte carácter estabilizador en momentos en los que otras fuentes alternativas se reducen o disminuyen.

Como se observa en el cuadro 2, la evolución de los distintos componentes de las OIF fue heterogénea en el primer semestre del año, observándose ascensos en el patrimonio de los fondos de inversión (no monetarios) y en los activos de las sociedades de valores, que se compensaron con creces con los descensos de los activos del resto de entidades, entre los que destacaron los de las instituciones financieras con actividad limitada, los REIT y las titulizaciones. Los tres tipos de entidades más importantes de las OIF por su tamaño, que son los fondos de inversión (42 %), las titulizaciones (24 %) y las instituciones financieras con actividad limitada (18 %) —asociadas, sobre todo, a la emisión de participaciones preferentes—, han mostrado comportamientos divergentes a lo largo de los últimos años: los fondos de inversión están en expansión desde 2013 (excepto una ligera interrupción en 2018), mientras que las titulizaciones y las instituciones financieras con actividad limitada vienen contrayéndose, al no haberse mantenido en el tiempo los volúmenes de emisiones de titulizaciones ni de participaciones preferentes observados antes de los dos periodos de crisis en 2008 y 2012 (véase panel derecho del gráfico 1). Estos movimientos de sentido opuesto tendieron a compensarse entre 2013 y 2017, por lo que el tamaño total de las OIF se mantuvo relativamente estable en 800.000 millones de euros. Sin embargo, en 2018 y el primer semestre de 2019 pesó más la evolución de las entidades en descenso, que hizo que el total de los activos disminuyera hasta los 736.000 millones en junio de 2019.

Estructura de las otras instituciones financieras

CUADRO 2

Millones de euros

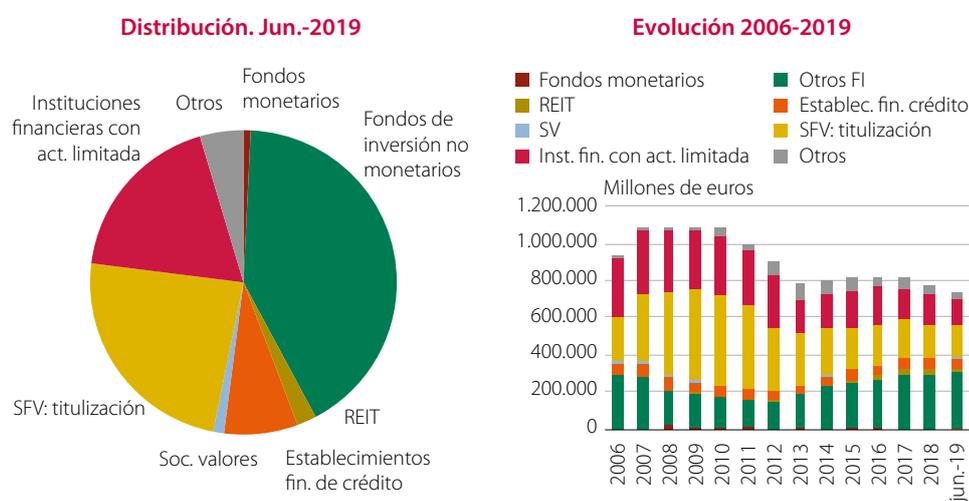
	Fondos de inversión no monetarios	Fondos de inversión monetarios	Instit. financ. con act. limitada	SFV: titulización	Sociedades de valores	Establ. financ. de crédito	REIT	Otras	Total
Tamaño jun.-2019 (millones)	305.149	5.531	135.576	175.279	8.504	57.197	15.116	33.715	736.067
Tamaño 2018 (millones)	290.041	6.810	163.048	184.576	4.563	60.504	28.493	42.592	780.627
% del total (jun.-2019)	41,4	0,8	18,4	23,8	1,1	7,8	2,1	4,6	100,0
Crecimiento jun.-2019 (%)	5,2	-18,8	-16,8	-5,0	86,4	-5,5	-46,9	-20,8	-5,7
Crecimiento 2018	-2,8	-4,4	-2,8	-10,8	23,5	5,7	3,0	-22,0	-5,2

Fuente: CNMV y Banco de España.

Dentro del ámbito de las OIF se distinguen las entidades que forman parte de la IFNB, que se describirán con más detalle en la siguiente sección, y el resto de entidades. Las primeras son los fondos de inversión, aunque no todos ellos⁷, los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) para la titulización, las sociedades de valores y los establecimientos financieros de crédito. Por otro lado, los subsectores de las OIF que no pertenecen al ámbito de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT⁸, por sus siglas en inglés), las cámaras de contrapartida central (CCP por sus siglas en inglés), las entidades de capital riesgo y la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria). Dentro de estas últimas, las más importantes según su tamaño son las entidades financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, cuyos activos vienen descendiendo desde hace varios años, tal y como se indicó anteriormente.

Distribución y evolución del sector OIF en España

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV y Banco de España.

Interconexión entre las entidades pertenecientes al sistema financiero

El análisis de las interrelaciones entre las entidades pertenecientes al sistema financiero es relevante, en la medida en que puede dar una idea de cómo puede propagarse un *shock* al conjunto de dicho sistema y de cómo se puede comportar en un momento de estrés. Existen múltiples aproximaciones para cuantificar y evaluar el grado de interconexión entre instituciones. La primera y más inmediata identifica las exposiciones bilaterales entre entidades o conjuntos de entidades. Se trataría de una medida de exposición directa. También hay medidas de exposición indirecta, que tratan de cuantificar el número de entidades (o sectores) que tienen una exposición a un determinado activo, es decir, una exposición común. Finalmente, existen otra serie de medidas que, usando metodologías diversas y basándose en datos de

7 No todos los fondos de inversión forman parte de la IFNB, aunque sí la mayoría. Los que no forman parte son, básicamente, los fondos de renta variable.

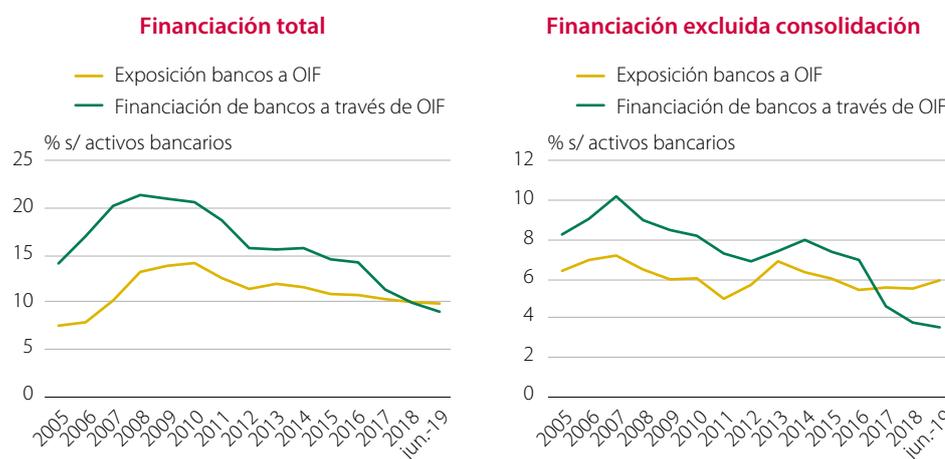
8 *Real Estate Investment Trusts*: Incluye tanto los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria como las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (más conocidas como SOCIMI).

precios en los mercados, pueden delimitar el grado de interconexión y su variación en el tiempo⁹.

A efectos de este análisis se presentan medidas de exposición directa entre los bancos y las OIF. En particular, se ha calculado tanto la exposición de los bancos a las OIF como la financiación de los bancos a través de las OIF. La exposición de los bancos a las OIF en el primer semestre de 2019, evaluada como los activos que tienen los bancos en las OIF, experimentó un ligero incremento en términos absolutos, pero se mantuvo estable en términos relativos en torno al 10 % del activo total de los bancos (véase gráfico 2). Por su parte, la financiación bancaria a través de OIF (obligaciones bancarias con las OIF) se redujo tanto en términos absolutos como relativos y quedó, en este último caso, por debajo del 10 % de los activos bancarios totales. La evolución de estas interconexiones es relativamente parecida cuando se descuentan los activos que consolidan dentro de las cuentas de los grupos bancarios¹⁰ (véase panel derecho del gráfico 2).

Interconexión entre bancos y OIF

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV y Banco de España.

9 A modo de ejemplo de este tipo de estudios véase Losada, R. y Laborda, R. (2020). *La interconexión en las instituciones de inversión colectiva no alternativas y el riesgo sistémico*. Documento de Trabajo de la CNMV, n.º 71. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/71_Interconexión-IICyRSistémico.pdf. En él los autores analizan la interconexión entre las IIC no alternativas y sus mercados subyacentes a partir de los rendimientos o volatilidades de los activos en un marco generalizado de autorregresión vectorial. Estos autores, que estiman interconexiones a corto, medio y largo plazo, concluyen que: i) en periodos de dificultades financieras aumenta la interconexión entre las IIC no alternativas y sus mercados subyacentes, siendo esta interconexión fundamentalmente de corto plazo y ii) no se identifica una relación a largo plazo entre la interconexión y el riesgo sistémico.

10 En el caso español, los datos de interconexión entre los bancos y las OIF que consolidan en grupos bancarios solo están disponibles para el subsector de las SFV.

Interconexión entre los bancos y las OIF

CUADRO 3

Desarrollo de las
principales magnitudes

Millones de euros

	Exposición de los bancos a las OIF		Obligaciones bancarias frente a las OIF	
	Total	Consolidados en grupos bancarios	Total	Consolidados en grupos bancarios
2011	406.899	250.245	598.897	370.374
2012	362.028	187.775	493.815	283.068
2013	337.648	149.577	436.948	234.354
2014	316.976	149.456	426.657	215.894
2015	282.351	132.153	373.979	189.633
2016	270.198	138.837	354.353	185.805
2017	265.077	128.099	289.733	176.149
2018	248.333	117.349	246.989	156.837
jun.-19	260.586	110.470	239.353	149.643

Fuente: CNMV y Banco de España.

3 Intermediación financiera no bancaria

Con el objetivo de identificar y evaluar los riesgos asociados a la IFNB, como en los análisis realizados anteriormente para los ejercicios de 2017 y 2018, se ha utilizado el criterio que el FSB desarrolló en 2013 basado en cinco funciones económicas¹¹. El cuadro 4 muestra un resumen de las cinco funciones económicas que describe el FSB, las entidades del sistema financiero español que pertenecen a cada una de ellas¹² y su tamaño a mediados de 2019. Estas entidades, según se comentó en la sección anterior, son un subconjunto de las OIF y forman parte de la IFNB si pueden englobarse en alguna de las definiciones que proporciona el FSB, inspiradas en alguna faceta de la actividad y los riesgos típicamente bancarios. Hay un tipo de entidad que forma parte de la IFNB y que no proviene de las OIF: las sociedades de garantía recíproca (EF4), si bien su tamaño es muy reducido.

Como se observa en el cuadro 4, las entidades más importantes de la IFNB en términos cuantitativos son las que forman parte de la EF1, que son determinadas tipologías de IIC, y de la EF5, que se nutre de las titulaciones. Los activos de las primeras se situaron cerca de los 265.000 millones a mediados de junio de 2019, el 52 % del total de la IFNB, y los de las segundas eran de 175.000 millones, casi un 35 % de la IFNB. La evolución de ambos tipos de entidades no fue homogénea, puesto que los activos de las IIC mostraron un crecimiento del 2,3 %, mientras que el saldo vivo de las titulaciones descendió un 5 %. Esta divergencia entre las entidades más relevantes de la IFNB en España se observa desde hace varios años. La industria de la inversión colectiva ha experimentado una etapa de expansión significativa desde el final de la crisis de la deuda soberana que solo se detuvo en 2018, coincidiendo con un periodo de incertidumbre en los mercados que repercutió negativamente en el valor de sus activos e impulsó los reembolsos. Por el contrario, la evolución del saldo vivo de las titulaciones es descendente desde hace varios años, pues las emisiones de estos activos, de mucho menor volumen que sus vencimientos, se realizan casi exclusivamente para ser aportados por las entidades originadoras como colateral en las operaciones de financiación con el Eurosistema.

Las siguientes entidades en cuanto a tamaño son los establecimientos financieros de crédito (EF2), cuyos activos descendieron un 5,5 % en el primer semestre de 2019 hasta quedar algo por encima de los 57.000 millones de euros, lo que supone el 11,3 % de la IFNB. Las entidades de menor relevancia son las que pertenecen a la EF3 y EF4. Las primeras son aquellas que intermedian en los mercados financieros y dependen de financiación a corto plazo y que son, en el caso español, las sociedades de valores. El activo de estas entidades, de 8.500 millones de euros, apenas suponía en junio de 2019 el 1,7 % de la IFNB total. Las entidades que pertenecen a la EF4, que son las que facilitan la creación de crédito pero no lo conceden (por ejemplo, las

11 Véase FSB (2013) (*op. cit.*).

12 Para un mayor detalle, véase Isperto (2019) (*op. cit.*).

sociedades de garantía recíproca y las plataformas de financiación participativa), tenían, a mediados de 2019, unos activos algo superiores a los 1.000 millones de euros, el 0,2 % de la IFNB.

Dentro de la evolución de estas entidades de menor relevancia, cabe señalar el fuerte aumento de los activos de las sociedades de valores, que fue del 86,4 % en los 6 primeros meses de 2019 y que se puede asociar, fundamentalmente, con el traspaso de gran parte de la actividad de una entidad como consecuencia del *brex*it.

Clasificación de la IFNB según funciones económicas

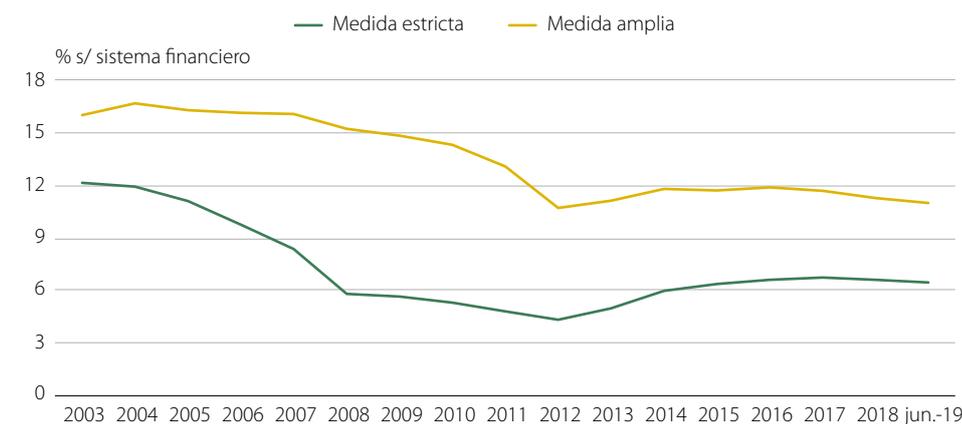
CUADRO 4

Funciones económicas	Definición	Entidades pertenecientes	Tamaño en millones de euros (% en total IFNB), % var. 1S19
EF1	Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos	Fondos monetarios, fondos de renta fija, fondos mixtos ¹ , fondos de inversión libre (<i>hedge funds</i>) y SICAV	264.914 (52,3 %) 2,3 %
EF2	Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo	Establecimientos financieros de crédito	57.197 (11,3 %) -5,5 %
EF3	Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada	Sociedades de valores	8.504 (1,7 %) 86,4 %
EF4	Entidades que realizan una actividad de <i>facilitación</i> a la creación de crédito	Sociedades de garantía recíproca	1.079 (0,2 %) 4,9 %
EF5	Intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras	Vehículos de propósito especial (SFV) cuyo objeto es la titulización de activos	175.279 (34,6 %) -5,0 %

Fuente: CNMV y Banco de España.

¹ Según el criterio establecido por el FSB, solamente los fondos mixtos con un porcentaje de renta variable inferior al 80 % de la cartera total se incluyen en la EF1. En España, según la legislación vigente, la exposición a la renta variable de los fondos mixtos no puede superar el 75 % de la cartera, por lo que todos ellos se consideran dentro de la IFNB.

El importe total de los activos de las entidades que forman parte de la IFNB se situaba en junio de 2019 en 507.000 millones de euros, lo que supone un leve aumento (0,6 %) respecto del cierre de 2018. Esta medida amplia de la IFNB ha mostrado una gran estabilidad desde el año 2013, al oscilar en valores cercanos a los 500.000 millones de euros (habiendo alcanzado un máximo superior a los 735.000 millones en 2008). El avance de los activos de la IFNB fue inferior al del sistema financiero en su conjunto, por lo que, en términos relativos, pasaron de representar el 11,3 % del sistema a finales de 2018 al 11 % en junio de 2019. Este porcentaje es relativamente estable e inferior al 12 % desde 2012 (véase gráfico 3).



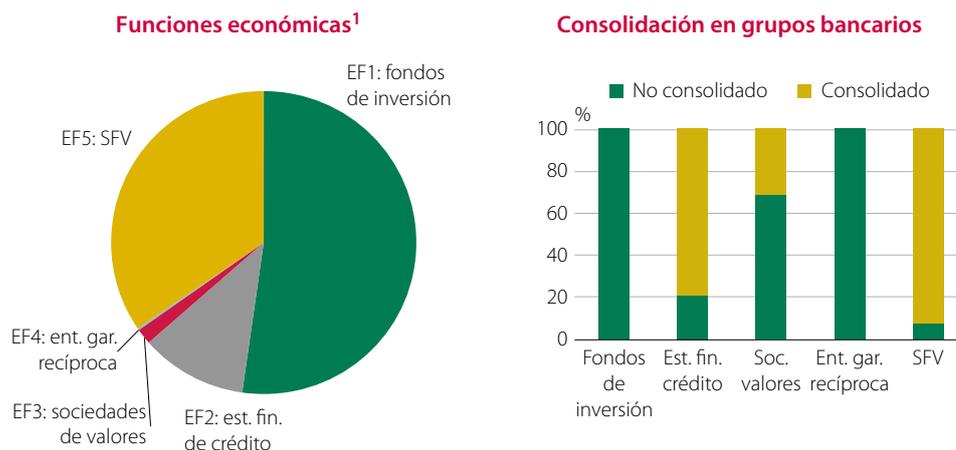
Fuente: CNMV y Banco de España.

Finalmente, para obtener una cifra lo más acotada posible de la porción del sistema financiero que lleva a cabo actividades de intermediación financiera pero no pertenece al ámbito bancario, se excluyen las entidades que, a pesar de pertenecer a una de las funciones económicas descritas, consolidan en grupos bancarios¹³. Una vez eliminada la fracción que consolida en los bancos, la cifra de IFNB —en sentido estricto— se sitúa en 298.000 millones de euros a mediados de 2019, un 0,7 % más que a finales de 2018. Esta cifra supone el 6,5 % del sistema financiero español (6,6 % en 2018).

La consolidación bancaria afecta principalmente a las titulaciones y a los establecimientos financieros de crédito (véase panel derecho del gráfico 4). En el caso de las primeras, aproximadamente el 90 % de sus activos consolidaban en entidades de crédito en junio de 2019, por lo que el peso de estas instituciones en el total se reduce desde el 35 % hasta el 5 % de la IFNB. Con respecto a los establecimientos financieros de crédito, el porcentaje de consolidación también es elevado¹⁴ y disminuye la importancia de estas instituciones hasta el 4 % de la IFNB (11,3 % sin consolidar). Como consecuencia de estos ajustes, se obtiene que la relevancia de las instituciones de la EF1 (fundamentalmente fondos de inversión) es del 89 % de la IFNB en sentido estricto (85,5 % en 2018).

13 La consolidación bancaria viene dada por distintos motivos, pero básicamente por dos: bien la entidad en cuestión está controlada por un banco o bien los activos pertenecientes a la entidad están a su vez en el balance del banco (por tanto, sujetos a la regulación bancaria). Este último caso sería el de los vehículos de titulización, cuyos activos deben permanecer en el balance bancario si los riesgos y beneficios asociados a ellos no se han transferido sustancialmente a terceras partes.

14 No se dispone de la cifra de consolidación para el primer semestre de 2019. Se ha utilizado como aproximación el porcentaje de consolidación de 2018 (80 %), valor que se ha mantenido muy estable en los últimos años.



Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Según la medida amplia de la IFNB.

Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria

La definición y delimitación de las entidades que conforman la IFNB tiene como objetivo final la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales que estas pueden suponer para la estabilidad financiera. En esta sección se ofrece una actualización de algunos de los indicadores de riesgo presentados en informes anteriores y se presentan algunas métricas novedosas con el fin de mejorar progresivamente este análisis. Concretamente, se evalúan el riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento en el ámbito de los fondos de inversión¹⁵, de los establecimientos financieros de crédito, de las sociedades de valores y de los SFV¹⁶.

3.1 Función económica 1

Como se puede ver en el cuadro 4, la función económica 1 (EF1) se define como la gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos. Teniendo en cuenta estas consideraciones, de las distintas vocaciones de los vehículos de inversión existentes en nuestro país se ha considerado que pertenecen a esta función económica y, en consecuencia, forman parte de la IFNB los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos¹⁷, los fondos de inversión libre (*hedge funds*¹⁸) y las SICAV¹⁹.

15 Se analizan por separado los riesgos asociados a los fondos monetarios, fondos de renta fija y fondos mixtos.

16 Las entidades de garantía recíproca no se incluyen en el análisis, ya que su dimensión en el sector es inferior al 0,5 %.

17 Véase nota al pie 1 del cuadro 4.

18 Estas instituciones podrían ser susceptibles de reembolsos masivos en sus ventanas de liquidez, si las tuvieran. Dentro de esta denominación se incluyen las cuatro tipologías de inversión libre que existen en España: IIC de inversión libre (fondos y sociedades) e IIC de IIC de inversión libre (fondos y sociedades).

19 Los vehículos conocidos como fondos de *direct lending*, que en el caso español se corresponderían con las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (aunque no todas ellas, solo las que tienen activos

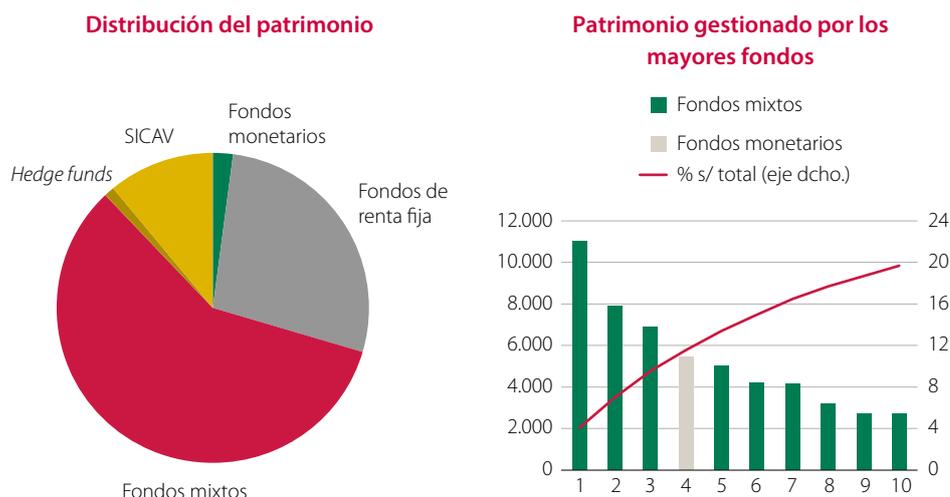
Como ya se ha descrito con anterioridad, los fondos de inversión pertenecientes a la EF1 representaban en España casi el 90 % del total de la IFNB a mediados de 2019. Este porcentaje ha ido aumentando a lo largo de los últimos años (en 2010 era del 60 %) a causa de la expansión que ha experimentado esta industria, una tendencia interrumpida únicamente en 2018 como consecuencia de un periodo de turbulencias en los mercados financieros internacionales.

El volumen de activos de las instituciones de la EF1 se situó en 265.000 millones de euros en junio de 2019, un 4,7 % más que a finales de 2018. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 5, los fondos mixtos representaban casi el 60 % del total de IIC incluidas en la IFNB (su importancia se ha doblado en los últimos 10 años) y los fondos de renta fija suponían cerca de un 30 % (llegaron a suponer más del 50 % en 2011-2012). El patrimonio de las SICAV era del 11 % del total, un porcentaje similar al de 2018 aunque inferior al de los años anteriores. Finalmente, los fondos monetarios y los fondos de inversión libre (*hedge funds*) siguieron siendo las instituciones de menor tamaño, al representar apenas un 2,1 % y un 1,1 % respectivamente de los activos totales de la IFNB a mediados de junio de 2019²⁰.

El sector de los fondos de inversión en España muestra un grado elevado de bancarización, así como de concentración entre gestoras e instituciones²¹. Como se observa en el panel derecho del gráfico 5, los 10 mayores fondos de inversión concentraban cerca del 20 % del patrimonio total de la industria a mediados de 2019. De hecho, los 5 primeros tenían un patrimonio superior a los 5.000 millones de euros (4 eran fondos mixtos²² y 1 era un fondo monetario).

crediticios por un valor superior al 20 % de su cartera), formarían parte de esta función económica si el apalancamiento de estas instituciones es elevado. En el caso español, el importe del patrimonio total de estas entidades (no solo de las que conceden crédito) en junio de 2019 era reducido (313 millones de euros), aunque no se dispone, por el momento, de información para cuantificar su grado de apalancamiento.

- 20 Durante el primer trimestre de 2019 entró en vigor una nueva circular de la CNMV por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, modificada parcialmente por la Circular 3/2011, de 9 de junio. Esta nueva circular ha sido necesaria para dar cumplimiento al Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario, que tiene como objetivo el establecimiento de unas normas comunes en la Unión Europea en relación con el vencimiento, la composición y la liquidez de la cartera de los fondos monetarios para evitar disparidades en los niveles de protección a los inversores. En el caso español, las gestoras de los fondos de inversión que tenían la vocación de monetarios debían establecer si con la nueva legislación podían permanecer como tales o, dado que las nuevas condiciones son más restrictivas, debían modificar su vocación a la de renta fija a corto plazo (de nueva creación). Al cierre del segundo trimestre de 2019, el número de fondos que permanecían como monetarios era de dos, mientras que el resto había cambiado su vocación.
- 21 A modo de ejemplo, las tres mayores gestoras de IIC, todas ellas pertenecientes a grupos bancarios, concentraban más del 40 % del patrimonio gestionado (incluidos los fondos de inversión que no forman parte de la IFNB).
- 22 De estos cuatro fondos, dos de ellos eran fondos globales. Esta categoría se engloba dentro de los fondos mixtos, de acuerdo con la metodología del FSB.



Fuente: CNMV.

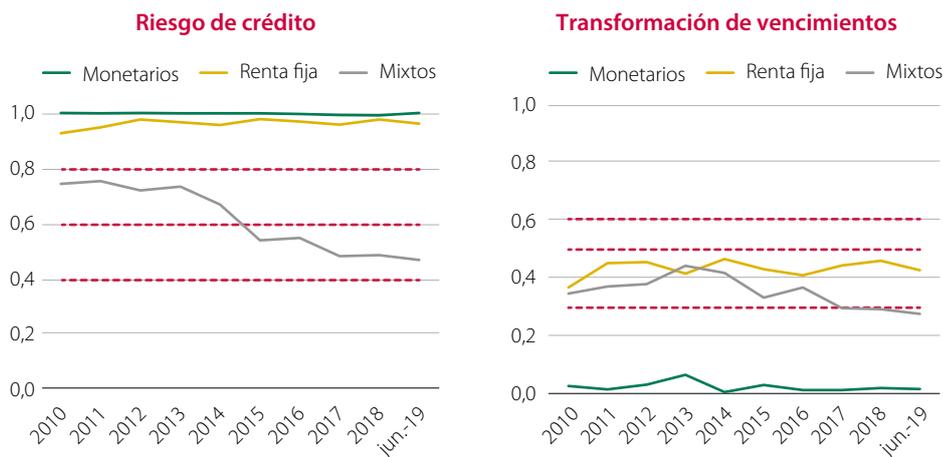
Como se puede observar en los gráficos que se exponen a continuación, los riesgos asociados a los fondos de inversión españoles no son demasiado elevados, a excepción del riesgo de crédito, ya que, por la propia naturaleza de estos fondos, muestran un porcentaje alto de activos crediticios²³ en sus carteras. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 6, los fondos monetarios seguían siendo los que mantenían un porcentaje mayor de activos crediticios, cerca del 100 %, seguidos de los fondos de renta fija, con un 96 % de activos crediticios en su cartera. En ambos tipos de fondos, estos porcentajes se han mantenido muy estables a lo largo de los últimos años. En los fondos mixtos, por su parte, ese porcentaje era mucho más reducido (por debajo del 50 %) y, además, ha disminuido durante los últimos años (en 2011-2012 estaba alrededor del 75 %), seguramente por la mayor proporción de acciones y de inversiones en otras IIC en la cartera de los fondos.

En relación con el riesgo de transformación de vencimientos, es decir, la capacidad o no de la entidad de satisfacer sus obligaciones a corto plazo, en el caso de los fondos de inversión se ha utilizado la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio gestionado por el fondo, en lugar de la relación entre el pasivo y activo a corto plazo, como en el resto de entidades. La razón de esta diferencia se encuentra en el hecho de que en los fondos de inversión los partícipes pueden reembolsar sus participaciones con una frecuencia elevada, por lo que el pasivo a corto plazo no representaría todas las posibles *obligaciones* del fondo.

Utilizando la ratio mencionada, tan solo los fondos de renta fija tienen un nivel de riesgo moderado (véase panel derecho del gráfico 6), con una proporción de activos a largo plazo del 42 %, por debajo del porcentaje del año anterior. En el resto de vocaciones el riesgo es bajo: en el caso de los fondos mixtos, la proporción de activos a largo plazo se consolidaba por debajo del 30 % y en los fondos monetarios, con importantes restricciones a la inversión a largo plazo²⁴, el riesgo de transformación de vencimientos era prácticamente nulo.

23 Los activos crediticios incluyen crédito y activos de renta fija.

24 En los fondos monetarios la duración media de la cartera debe ser inferior o igual a 60 días y el vencimiento medio no puede superar los 120 días.



Fuente: CNMV.

El análisis del riesgo de liquidez reviste una elevada complejidad, puesto que no existe una definición única e inequívoca de activo líquido. En general la liquidez de un activo está relacionada con la posibilidad de comprar o venderlo en un tiempo reducido sin incurrir en pérdidas significativas. Por tanto, depende de su propia naturaleza y de la coyuntura de los mercados financieros y, en particular, de la incertidumbre presente. Los activos que se suelen considerar más líquidos por su naturaleza son el efectivo y los depósitos, seguidos por los repos y, en general, los activos de deuda pública. A continuación se situarían la renta variable y, por último, los activos de renta fija privada. Sin embargo, todos ellos pueden experimentar una disminución de su liquidez en momentos de estrés. Teniendo en cuenta estas consideraciones, el análisis del riesgo de liquidez que se presenta para los fondos de inversión se nutre de diferentes métricas, todas ellas complementarias, que tratan de ilustrar distintas dimensiones de la liquidez de la cartera de los fondos. Así, se describe la evolución de indicadores que solo tienen en cuenta la naturaleza del activo, junto con otros que, además, incorporan la calificación crediticia de los activos y, finalmente, se describen las condiciones de liquidez de los activos de renta fija privada (que *a priori* los más ilíquidos) en función de la información de la que se dispone sobre la negociación de estos activos o su vencimiento. Todas estas métricas sugieren que la liquidez de las carteras de los fondos de inversión es, en términos generales, satisfactoria.

La primera métrica evalúa la proporción de activos de menor liquidez definiendo como activos líquidos los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable. Esta proporción se incrementó entre 2013 y 2017 para todas las vocaciones contempladas, si bien desde 2017 se ha mantenido estable para los fondos de renta fija y los mixtos con valores de entre el 50 % y el 60 %²⁵ (véase panel izquierdo del gráfico 7). El aumento de la proporción de activos menos líquidos durante los años previos ha podido tener origen tanto en el incremento de la inversión en activos de deuda corporativa como en otras IIC de IIC. Dado que estas últimas pueden invertir en activos líquidos, las

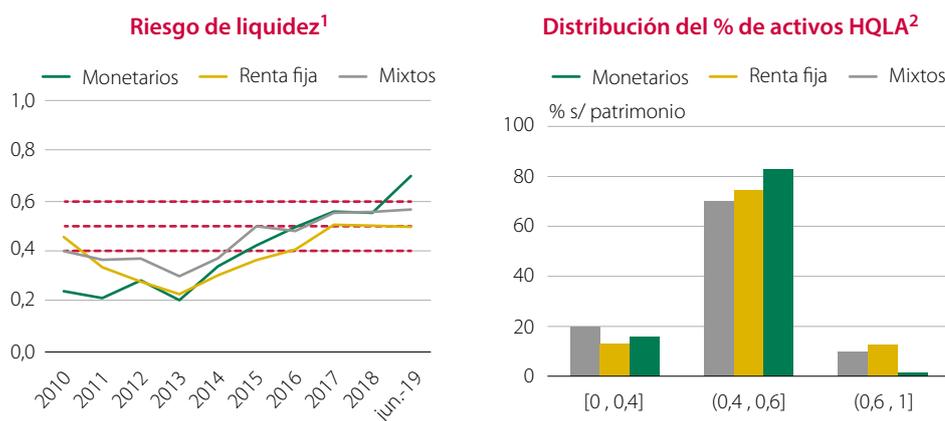
25 Los umbrales del riesgo de liquidez de los fondos de inversión son inferiores a los del resto de entidades como consecuencia de sus características particulares. En concreto, la posibilidad de que se produzcan reembolsos masivos por parte de los partícipes genera una necesidad adicional de liquidez, que en este caso se ha considerado del 20 %.

proporciones presentadas en el gráfico deben ser interpretadas como un nivel de referencia máximo de activos menos líquidos. En el caso de los fondos monetarios se registró un nuevo incremento de la proporción de activos menos líquidos, pero dado el escaso patrimonio de estos fondos se trata de una evolución poco relevante para el análisis de riesgos.

La segunda métrica incorpora las calificaciones crediticias de los diferentes tipos de activos, de manera que en función de esta calificación y del tipo de activo se realiza un supuesto sobre la proporción de la cartera que puede considerarse formada por activos líquidos de alta calidad (*high quality liquid assets*, HQLA). La distribución de esta proporción de activos para el año 2018 se expone en el panel derecho del gráfico 7²⁶. En este panel se observa que el grueso del patrimonio de los fondos (entre el 70 % y el 83 %, dependiendo de la categoría de fondos) mostraba, al cierre de 2018, una proporción de HQLA relativamente alta, entre el 40 % y el 60 %. Una fracción menor del patrimonio de los fondos (menos del 20 % en todas las categorías) mostraba una proporción de HQLA más pequeña (por debajo del 40 %). Finalmente, en torno al 10 % de dicho patrimonio tenía una proporción muy alta de activos líquidos de alta calidad (más del 60 %).

Evolución del riesgo de liquidez en los fondos de inversión

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

- 1 Se mide como la proporción de activos menos líquidos sobre el patrimonio total, considerando activos líquidos los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable.
- 2 Se consideran activos líquidos de alta calidad (*high quality liquid assets*, HQLA) el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulaciones dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 y el 100 %, el de la renta fija privada entre el 0 y el 85 % y el de las titulaciones entre el 0 y el 65 %. Datos de 2018.

En un análisis detallado de los activos que conforman la cartera de renta fija privada, que en la primera de las métricas presentadas se han considerado poco líquidos en conjunto, se tiene en cuenta su vencimiento (se consideran líquidos si su duración es inferior a 1 año) y la disponibilidad de un número representativo de intermediarios dispuestos a su compra y venta con un diferencial normal de mercado. Este trabajo revela que en el año 2009 los activos ilíquidos de los fondos de inversión

26 El número de fondos incluidos en este análisis es inferior al total de fondos pertenecientes a la EF1, ya que se han excluido los fondos cuya inversión en otras IIC era superior al 60 %, debido a la imposibilidad de evaluar la liquidez de esta fracción de sus carteras.

llegaron a alcanzar el 30 % de la cartera de renta fija, mientras que a mediados de 2019 esta proporción era cercana al 8 %, por debajo del 8,7 % de finales de 2018.

El riesgo de liquidez de los fondos es particularmente relevante, debido al hecho de que la mayoría de las instituciones permiten reembolsos diarios y, por tanto, es posible que, en una situación de alta incertidumbre se produzca un aumento sustancial de las peticiones de reembolsos de los partícipes. Es de máxima importancia que los activos de las carteras se valoren de forma adecuada, que el volumen de activos líquidos sea suficiente y que las herramientas de gestión de la liquidez se empleen convenientemente. Precisamente la crisis relacionada con el COVID-19 ha generado una situación de este tipo, que se ha podido afrontar sin incidencias reseñables (véase el recuadro 1 para más información).

Finalmente, en relación con el apalancamiento de las IIC, en la legislación española se establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por algún motivo específico²⁷, y nunca superar el 10 % de su patrimonio. En España, ninguna categoría superaba el 2 % en 2019²⁸ ni lo había hecho al menos desde 2009²⁹. Adicionalmente, a nivel individual, ningún fondo superaba al cierre de 2019 el 10 %.

Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una parcela de análisis que está en desarrollo y en la que se van a emplear los indicadores propuestos recientemente por la Organización Mundial de Comisiones de Valores (IOSCO) para hacer un seguimiento del apalancamiento de estas instituciones a escala internacional³⁰. La información disponible sobre el uso de derivados por parte de las IIC españolas no apunta a la existencia de vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar dicha operativa (de contraparte, de mercado y de contagio). Se estima que a mediados de 2019 la exposición al riesgo de mercado evaluado para las IIC que pertenecen a la IFNB y sujetas a la normativa UCITS que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso³¹ (99 % del total) suponía el 26,6 % de su patrimonio, porcentaje que se encuentra muy por debajo del máximo permitido por la legislación vigente (100 % del patrimonio)^{32, 33}. En términos individuales, la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en más del 90 % de los fondos de renta fija y del 60 % de los fondos

27 Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

28 La información sobre apalancamiento tiene frecuencia anual.

29 Para calcular el nivel de apalancamiento de los fondos de inversión se ha calculado la ratio entre el pasivo de estos vehículos y su patrimonio.

30 IOSCO (2019). *Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds*.

31 EL método europeo del compromiso, cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías de ESMA *Guidelines on risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS* (CESR/10-788) permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente. La metodología se basa en considerar el valor de mercado del activo subyacente (o su valor nominal si es más conservador) ajustándolo por la delta en el caso de las opciones e incorporando unas reglas para compensar las posiciones largas con posiciones cortas del mismo subyacente (*netting*) así como entre diferentes subyacentes (*hedging*).

32 El 1 % del patrimonio restante corresponde a fondos de inversión cuya exposición al riesgo de mercado se calcula de acuerdo con la metodología de VaR.

33 También impone exigencias adicionales a la operativa con derivados no negociados en mercados organizados: entre otras, limita el riesgo asumido con una única contrapartida al 10 % de su patrimonio.

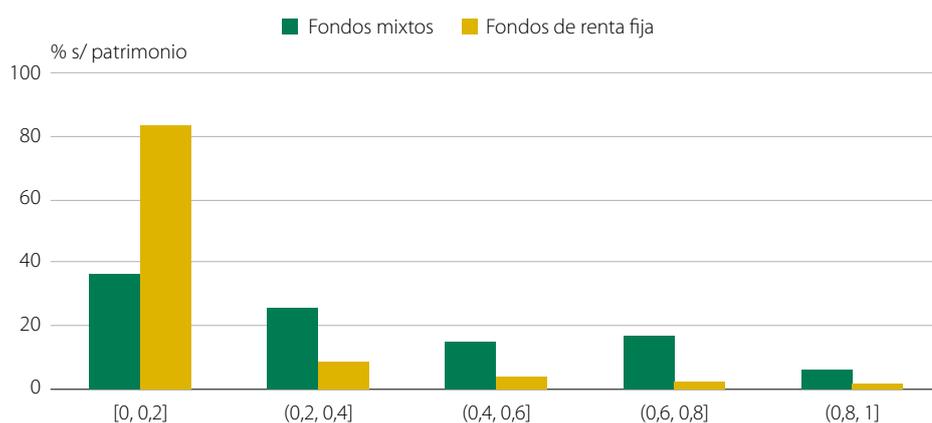
mixtos (en términos patrimoniales), mientras que únicamente un 1,6 % y un 6 % de ellos experimentaban unos valores relativamente elevados de exposición a este riesgo, de entre el 80 % y el 100 % del patrimonio (véase gráfico 8).

Por su parte, en los fondos denominados cuasi-UCITS³⁴, el nivel de exposición se situaba por debajo del 70 %. Finalmente, por lo que respecta a las IIC de inversión libre (incluidas en la categoría de IIC alternativas, con una regulación más flexible), la evidencia empírica también respalda que el nivel de apalancamiento es, en general, moderado y tan solo algunos fondos aislados realizan un uso más intensivo de este.

El riesgo de contraparte, es decir, el riesgo de que las dificultades financieras de una entidad se transmitan a sus contrapartes o prestamistas y que se amplifica con un elevado uso del apalancamiento, no se ha materializado en los fondos de inversión españoles. Así, la exposición a este riesgo, que en el caso de estos vehículos se origina en las operaciones de derivados contratadas en mercados no organizados (OTC) a través de las operaciones pendientes de liquidar, se encuentra en niveles muy reducidos y alejados de los importes que podrían considerarse potencialmente sistémicos. A modo de ejemplo, al cierre de 2018 los saldos deudores de las IIC sujetas a la normativa UCITS por operaciones con derivados OTC representaban el 0,27 % del patrimonio total. En sentido contrario, las contrapartidas de las operaciones OTC realizadas por parte de los fondos de inversión estaban expuestas a un riesgo de contraparte equivalente al 0,13 % del patrimonio total de dichos fondos. En el caso de las IIC de inversión libre estas cifras eran del 1,09 % y del 0,82 %, respectivamente.

**Medida de apalancamiento indirecto de los fondos de inversión¹
(distribución de los fondos en función de su exposición al riesgo de mercado mediante el uso de derivados). Jun.-2019**

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

¹ Fondos de inversión UCITS que utilizan el método del compromiso y que pertenecen a la IFNB (excepto para los fondos monetarios).

³⁴ Son fondos sujetos a la normativa UCITS con la posibilidad de acogerse a una mayor flexibilidad en ciertos aspectos de la operativa a través de instrumentos derivados, pudiendo superar el límite del 100 % de exposición al riesgo de mercado.

Aunque este informe tiene como propósito detallar la evolución de las principales magnitudes de la IFNB en España en el primer semestre de 2019, la relevancia de la crisis del COVID-19 hace conveniente una referencia a la evolución de los fondos de inversión durante ese periodo (pues estas entidades conforman el grueso de la IFNB), así como al uso de las herramientas macroprudenciales disponibles. La aparición de la crisis a mediados de marzo de 2020 hizo que la CNMV reforzara los esfuerzos en materia de supervisión de entidades y, en particular, de los fondos de inversión. Los trabajos principales estuvieron relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos y con la evolución de los reembolsos por entidad, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras con el fin de seguir la situación y recordarles tanto sus obligaciones como las herramientas de gestión de la liquidez que tienen disponibles. En este sentido, la CNMV dio indicaciones sobre la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*.

Las condiciones de liquidez de los fondos se evaluaron en función de diferentes indicadores como los volúmenes de negociación, el tiempo para deshacer una posición o la disponibilidad de precios para poder realizar compraventas. También se prestó atención a las calificaciones crediticias de los activos de deuda de estas instituciones y, en particular, a los activos calificados como BBB, al ser el último escalón que pertenece a la deuda de alta calidad (*investment grade*), que podrían verse afectados si se percibía un empeoramiento del riesgo de crédito de las compañías emisoras. Con el resultado de estos análisis la CNMV realizó un seguimiento especial de una serie de sociedades gestoras que gestionan al menos un fondo con una exposición elevada a los activos considerados como menos líquidos o a la deuda con peor calificación crediticia.

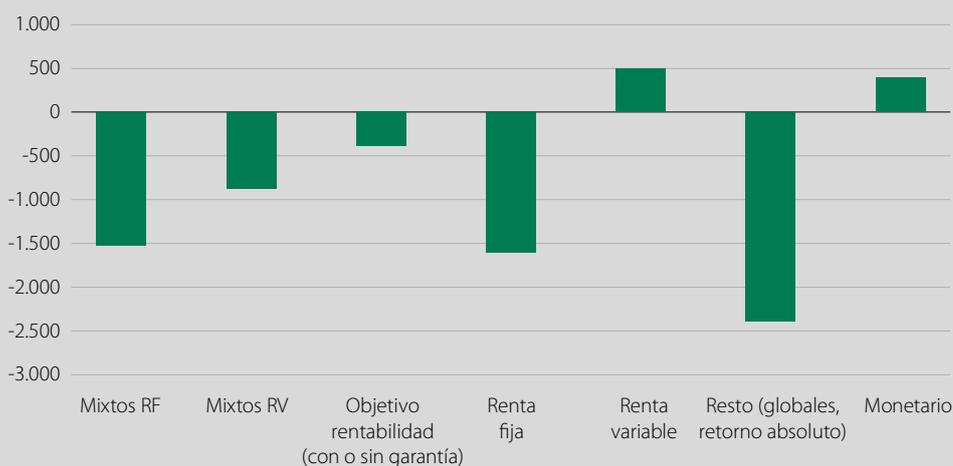
En relación con el seguimiento de los reembolsos, se estima que su volumen neto acumulado desde primeros de marzo hasta finales de mayo de 2020 se situó ligeramente por encima de 6.000 millones de euros (algo más del 2 % del patrimonio de los fondos de inversión), una cifra que las gestoras afrontaron sin incidencias. En un número reducido de fondos los reembolsos superaron el 20 % del patrimonio, porcentaje que obliga a una comunicación de información relevante (a estos efectos, se tienen en cuenta los reembolsos realizados en un solo acto; no obstante, cuando los límites se alcanzan a través de sucesivos reembolsos solicitados por un mismo partícipe o por varios partícipes pertenecientes al mismo grupo en un periodo de dos meses, también se considera como hecho relevante). La única incidencia reseñable que se ha producido, hasta el momento de elaboración de este informe (julio de 2020) afectó a un fondo de fondos que tenía en su cartera participaciones de una SICAV luxemburguesa que había suspendido el cálculo del valor liquidativo. En consecuencia, el fondo realiza suscripciones y reembolsos parciales con normalidad sin tener en cuenta esta inversión, que representaba un 7,1 % de la cartera.

En la Unión Europea los fondos de inversión también experimentaron un incremento de los reembolsos en marzo que fue algo mayor que en España, siendo los fondos de renta fija los más afectados, con un volumen de reembolsos del 3 % de su patrimonio. Las herramientas de gestión de la liquidez de estas instituciones también fueron muy importantes debido a los problemas para valorar algunos activos. Como consecuencia de estas dificultades de valoración en un contexto de

mayores peticiones de reembolsos, que afectaron especialmente a los activos de deuda corporativa, a los derivados OTC y a los activos inmobiliarios, cerca de 200 instituciones (de las cuales aproximadamente el 90 % eran fondos inmobiliarios) tuvieron que suspender los reembolsos (en España no se produjo ninguna suspensión). Otras herramientas disponibles, como los esquemas de *swing pricing*, también se pusieron en marcha, aunque cabe señalar que la disponibilidad de herramientas en las distintas jurisdicciones de la Unión Europea es diversa.

Suscripciones/reembolsos netos en fondos de inversión en marzo-mayo 2020

GRÁFICO R.1



Fuente: CNMV.

Finalmente, cabe señalar la introducción de una nueva herramienta macroprudencial en el contexto de la crisis en España, consistente en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV¹. Esta herramienta se une a otra aprobada hace algo más de un año que tiene que ver con la facultad de la CNMV para exigir, a una sola entidad o a un conjunto de ellas, un incremento del porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos, una exigencia que tendría carácter temporal y estaría motivada por razones de estabilidad financiera².

1 Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19.

2 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales. Esta normativa también contempla, de forma más general, que la CNMV pueda introducir límites y condiciones a la actividad de sus entidades supervisadas con la finalidad de evitar un endeudamiento excesivo del sector privado que pueda afectar a la estabilidad financiera.

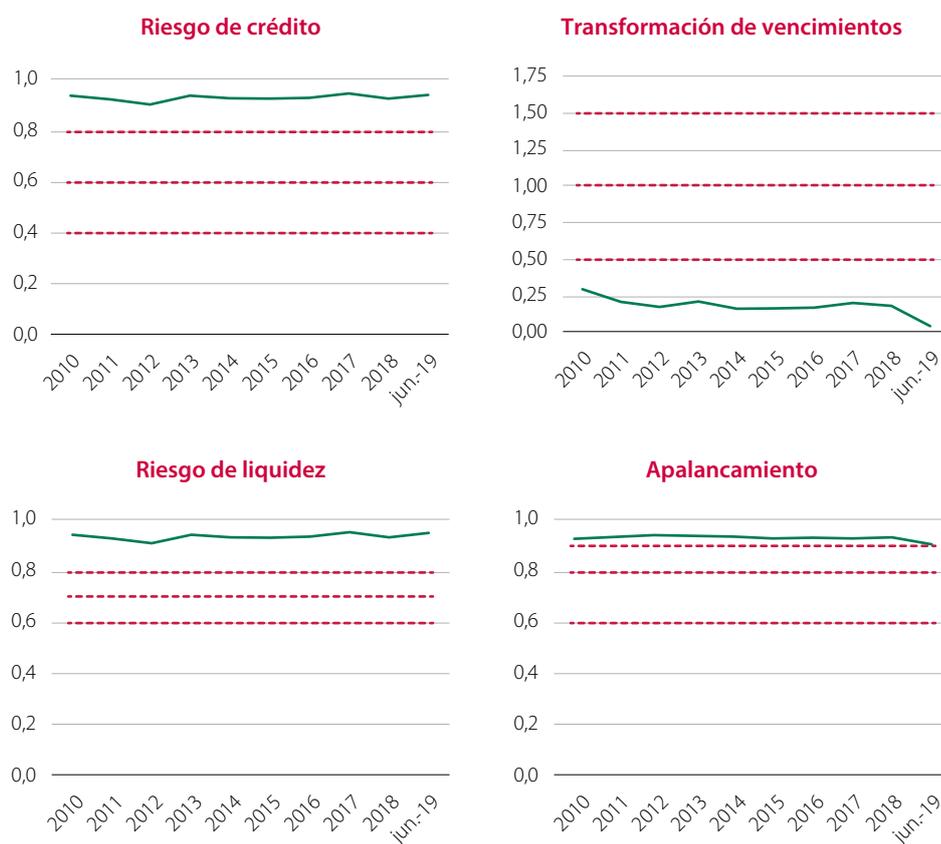
3.2 Función económica 2

La función económica 2, definida como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo, puede estar compuesta por una amplia variedad de entidades y, dependiendo de la jurisdicción, con marcos jurídicos muy diferentes. En el caso español pertenecen a esta función económica los establecimientos financieros de crédito. Los activos financieros de estas instituciones se situaban a mediados de 2019 en 57.200 millones de euros, lo que supone un 6 % menos que a finales de 2018

y un 11,3 % de la IFNB (en su versión amplia). Si se descuenta el importe que consolida en los grupos bancarios, que ronda el 80 %³⁵, el importe de los activos financieros desciende hasta los 11.600 millones de euros, menos de un 4,2 % de la IFNB en su versión estricta. Por tanto, el análisis de riesgos de estas entidades es relevante pero, dado su escaso peso en la IFNB, sus efectos en términos de estabilidad financiera no serían, en principio, significativos.

Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

Como se puede observar en el gráfico 9, los establecimientos financieros de crédito muestran ratios superiores en el riesgo de crédito y de liquidez, relacionados en parte con la naturaleza de su negocio. Estas entidades se dedican fundamentalmente a la concesión de crédito, por lo que la proporción de activos crediticios en sus balances no desciende del 90 % de media desde hace varios años. Como consecuencia de este modelo de negocio, la proporción de activos de menor liquidez es muy alta (véase panel inferior izquierdo del gráfico 9). Por otra parte, son entidades que muestran un nivel bajo de recursos propios, por lo que el indicador de apalancamiento es elevado. El indicador que presenta una variación más significativa respecto al último dato es el que muestra la transformación de vencimientos. Este indicador mejoró sensiblemente durante el primer semestre de 2019 debido a la disminución del volumen de pasivos a corto plazo. De media, estas entidades podrían atender sin dificultad estos pasivos a corto plazo con el volumen de activos a corto plazo disponible.

35 No se dispone del dato de consolidación del primer semestre de 2019, por lo que se proporciona el último disponible (2018).

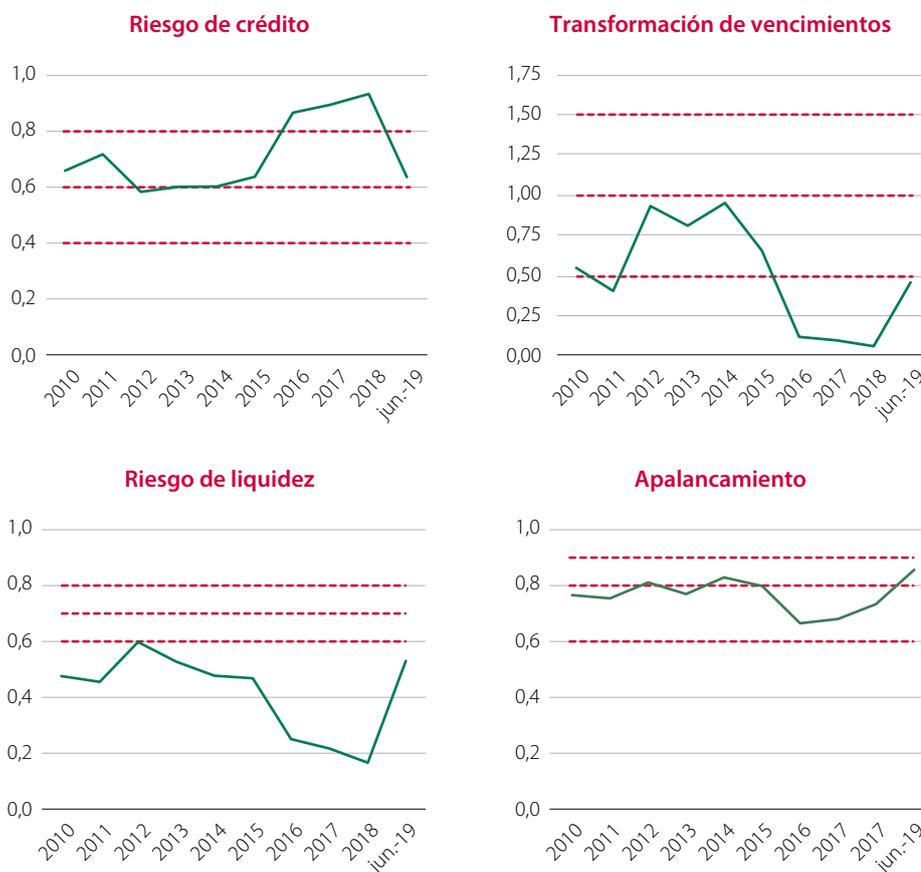
3.3 Función económica 3

La EF3 viene definida como la intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada. En España pertenecen a esta categoría las sociedades de valores. El tamaño de este sector es pequeño comparado con el de otras jurisdicciones, puesto que en España los servicios de inversión los prestan en su mayoría las entidades de crédito. Sin embargo, en el primer semestre de 2019 se produjo un incremento de los activos de estas entidades como consecuencia del fuerte aumento de la actividad en España de una sociedad de valores perteneciente a una entidad de crédito extranjera en el contexto del *brexit*. En particular, el tamaño de este sector prácticamente se dobló, al pasar de 4.560 millones de euros a 8.500 millones. Su importancia para la IFNB siguió siendo, no obstante, pequeña, a pesar del incremento (pasó del 0,9 % del total al 1,7 %).

La incorporación de la entidad aludida ha tenido un impacto significativo sobre los indicadores de riesgo calculados para el sector en el primer semestre de 2019. Como se observa en los paneles del gráfico 10, el indicador de riesgo de crédito disminuyó de forma considerable, mientras que los demás se han incrementado. En el caso del riesgo de liquidez y de transformación de vencimientos se observa un aumento notable, aunque los indicadores no sobrepasaron el umbral que separa el riesgo bajo del moderado. Sin embargo, el indicador de apalancamiento pasó de la región de riesgo moderado a la de riesgo medio.

Evolución de los riesgos en las sociedades de valores

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

3.4 Función económica 4

En esta categoría se enmarcan las entidades que realizan una actividad de *facilitación* a la creación de crédito. En España pertenecen a esta clase de entidades las sociedades de garantía recíproca. Estas compañías, que nacieron en 1978, se definen como entidades financieras cuyo objeto principal es facilitar el acceso al crédito de las pymes y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante los bancos, las Administraciones públicas o los clientes y proveedores. Las plataformas de financiación participativa (PFP, conocidas como *crowdfunding*), que podrían formar parte de la IFNB en el futuro puesto que son vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación, se consideran, por el momento, como innovaciones, por lo que se hace un seguimiento de ellas pero no están incorporadas en la IFNB³⁶.

En España, las sociedades de garantía recíproca suponen una fracción muy pequeña de la IFNB, ya que sus activos financieros (1.080 millones de euros) representaban apenas el 0,2 % del total en junio de 2019, un porcentaje que se ha mantenido bastante estable durante los últimos años. El escaso peso de estas entidades sugiere que los riesgos que su actividad implica para la estabilidad financiera son, por el momento, poco relevantes. Por ello no se ha realizado el análisis de riesgos que se ha presentado con el resto de entidades pertenecientes a la IFNB.

3.5 Función económica 5

La EF5 se define como la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Pertenecen a esta categoría los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés), cuyo objeto es la titulización de activos. Estos vehículos proveen de recursos a los bancos u otras entidades financieras, por lo que, al ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia, deben tenerse presentes los riesgos asociados a la IFNB, especialmente en lo que respecta a la transformación de vencimientos. No obstante, como ya se ha mencionado en anteriores informes, las emisiones de titulización en España están estructuradas, en términos generales, de manera que los pagos se realizan con los *pools* de activos que se van amortizando, por lo que este problema no es tan relevante como en otras jurisdicciones.

Como se ha comentado previamente, en España la titulización es el segundo sector en importancia dentro de la IFNB, con un 34,6 % del total (definición amplia) y unos activos financieros totales de 175.000 millones de euros a finales de junio de 2019. De la misma forma que para los establecimientos financieros de crédito (EFC), un porcentaje muy elevado de los vehículos de titulización consolida en grupos bancarios³⁷, por lo que, a pesar de que su tamaño es elevado dentro de la IFNB en el

36 La información estimada más reciente para estas plataformas representa un importe poco significativo (en 2019 captaron una financiación de 139 millones de euros). Además, cabe señalar que no todas las PFP formarían parte de la IFNB, solo lo harían las plataformas de *crowdlending*. De las 28 PFP registradas a finales de 2019, solamente 9 eran plataformas de *crowdlending*.

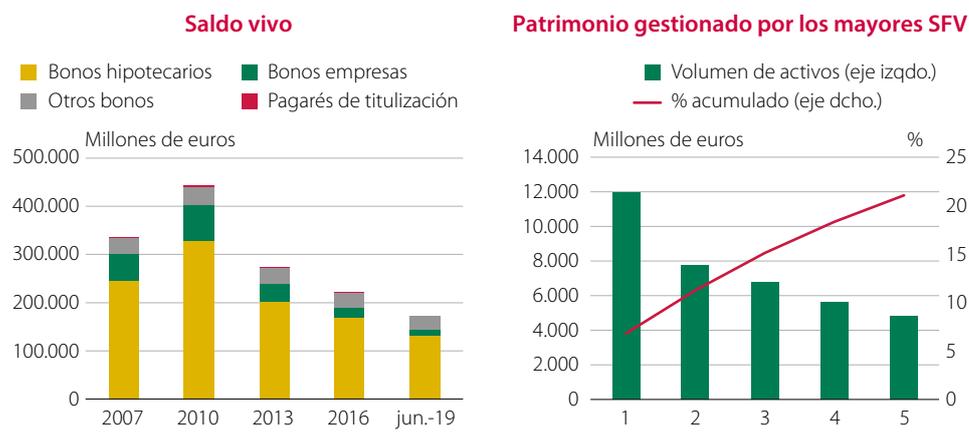
37 La razón por la que esto sucede en España es que la entidad cedente en la mayoría de las situaciones retiene el control, de acuerdo con la Circular 4/2017 del Banco de España y la NIIF 10: Estados financieros consolidados, por, entre otros, continuar expuesta a los rendimientos variables de los fondos y los activos titulizados, bien a través de mejoras crediticias, bien a través de un *swap* en el que cobra los

sentido amplio, una vez se detraen los activos que se incluyen en el balance de alguna entidad bancaria, la cifra se reduce hasta el 5 %.

Como refleja el panel izquierdo del gráfico 11, el saldo vivo de los bonos y pagarés de titulización se ha ido reduciendo de forma progresiva desde hace varios años (en 2010 llegó a alcanzar los 489.000 millones de euros), ya que el volumen de emisiones de estos activos en los últimos ejercicios ha sido mucho menor que los vencimientos que se han ido produciendo, especialmente de los fondos creados en los años de mayor dinamismo del sector³⁸. Tan solo en los primeros 6 meses del año pasado, el saldo vivo de los activos titulizados se contrajo un 6,9 %. En relación con la estructura del sector, en el que se contabilizaban 254 fondos al cierre del segundo trimestre de 2019 (12 menos que 6 meses antes), se observa un grado de concentración elevado, atendiendo a los balances de las entidades: los 5 vehículos con un mayor volumen de activos financieros suponían alrededor del 21 % del total (véase panel derecho del gráfico 11), mientras que con 28 vehículos se obtiene el 50 % del total del tamaño del sector.

Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

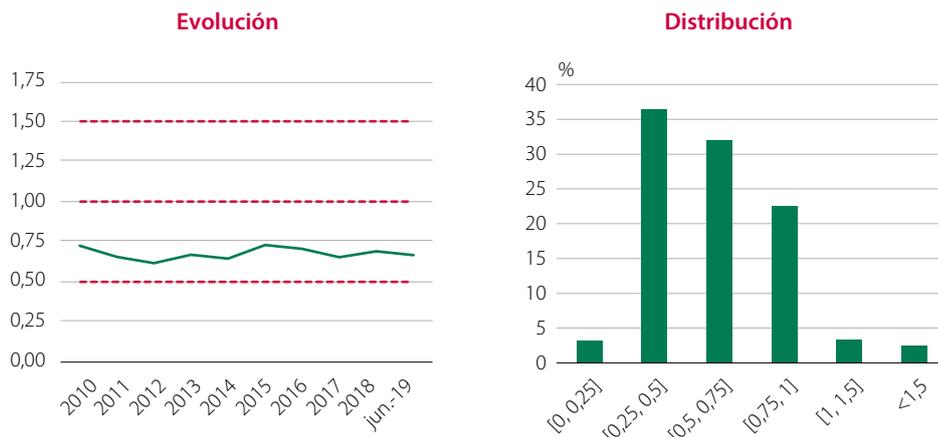
En la evaluación de los riesgos de estas entidades, como ya se ha comentado, el riesgo de transformación de vencimientos es el más relevante, estando este en un nivel moderado para los SFV españoles al cierre del segundo trimestre de 2019. Por su parte, los riesgos de crédito, liquidez y apalancamiento se situaban en esa misma fecha en un nivel alto, aunque hay que matizar algunos de los valores obtenidos. El riesgo de crédito era prácticamente del 100 %, debido a que todo el activo de los SFV está formado por los créditos traspasados por la entidad originadora o cedente, lo que también deriva en que el apalancamiento tome el valor 1, ya que los fondos de titulización no poseen fondos propios. Por su parte, el riesgo de liquidez se situó en el 93 %, una cifra que no ha variado excesivamente en los últimos años.

rendimientos de la cartera titulizada y paga los cupones de los bonos. En estos casos, según las normas contables existentes, el vehículo debe permanecer en el balance de los bancos emisores y, por tanto, entra dentro del ámbito de la regulación bancaria *tradicional*.

38 A modo de ejemplo, la vida media de los bonos hipotecarios (representan alrededor del 75 % del total del sector) que se registraron en 2012 se situaba en 8,4 años, por lo que muchos de los vencimientos se están produciendo en la actualidad.

En relación con el indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos, su valor se situó en el 67 %, mostrando así una asimetría moderada en los vencimientos de los pasivos con relación a los activos (véase panel izquierdo del gráfico 12); este porcentaje ha permanecido relativamente estable en los últimos años. En la mayor parte de los vehículos, concretamente en el 94,2 % en términos patrimoniales, el valor de los activos a corto plazo de su balance era suficiente para cubrir los vencimientos (pasivos) que se iban a producir en los siguientes 12 meses, es decir, la ratio se situaba por debajo del 100 % (véase panel derecho del gráfico 12).

Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

