



# Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2019



# Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 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](http://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

<b>1</b>	<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>Desarrollo de las principales magnitudes</b>	<b>13</b>
2.1	Intermediación crediticia y financiación de las entidades pertenecientes a la IFNB	17
2.2	Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF	20
<b>3</b>	<b>Intermediación financiera no bancaria</b>	<b>23</b>
	Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria	27
3.1	Función económica 1	28
3.2	Función económica 2	44
3.3	Función económica 3	45
3.4	Función económica 4	47
3.5	Función económica 5	48

## Índice de cuadros

### Intermediación financiera no bancaria en España

---

Cuadro 1	Estructura del sistema financiero español	14
Cuadro 2	Estructura de las otras instituciones financieras	16
Cuadro 3	Intermediación crediticia en el sistema financiero español	18
Cuadro 4	Interconexión entre los bancos y las OIF	22
Cuadro 5	Clasificación de la IFNB según funciones económicas	23
Cuadro 6	Estructura de la intermediación financiera no bancaria	26
Cuadro 7	Riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria. 2019	28
Cuadro R1.1	Resultados de los test de estrés bajo diferentes escenarios (flujos agregados)	37
Cuadro R1.2	Impacto sobre los precios de los activos en los mercados de valores	38
Cuadro R2.1	Herramientas disponibles para UCITS	42
Cuadro R2.2	Herramientas disponibles para fondos alternativos (FIA)	42

# Índice de gráficos

## Intermediación financiera no bancaria en España

---

Gráfico 1	Financiación de las sociedades no financieras	13
Gráfico 2	Crecimiento anual de los activos del sistema financiero	14
Gráfico 3	Distribución y evolución del sector OIF en España	16
Gráfico 4	Financiación mayorista de las entidades del sistema financiero	19
Gráfico 5	Financiación mediante la cesión temporal de activos	20
Gráfico 6	Posición neta repos	20
Gráfico 7	Interconexión entre bancos y OIF	21
Gráfico 8	Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2019	25
Gráfico 9	Peso relativo de la intermediación financiera no bancaria	25
Gráfico 10	Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2019	27
Gráfico 11	Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB	29
Gráfico 12	Concentración en el sector de la inversión colectiva	30
Gráfico 13	Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión	31
Gráfico 14	Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión	32
Gráfico 15	Riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión	34
Gráfico R1.1	Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría	36
Gráfico 16	Apalancamiento en las distintas tipologías de fondos de inversión	40
Gráfico 17	Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito	45
Gráfico 18	Activos de las sociedades de valores y número de entidades	46
Gráfico 19	Evolución de los riesgos en las sociedades de valores	47
Gráfico 20	Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo	49
Gráfico 21	Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia	50
Gráfico 22	Riesgos de transformación de vencimientos en los fondos de titulización	51



# 1 Resumen ejecutivo

Esta publicación realiza el seguimiento de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España. En esta edición se analizan las principales magnitudes de este sector, así como sus riesgos más importantes en 2019. El análisis de los riesgos es una parcela en constante evolución que se trata de enriquecer en cada edición de este informe semestral con nuevas métricas. En esta ocasión se incluyen, como novedad, los resultados de los análisis de varias pruebas de estrés realizadas sobre los fondos de inversión españoles y también se describen las principales herramientas de gestión de la liquidez activadas en el contexto de la crisis del coronavirus. De este número cabe destacar los siguientes elementos:

- El tamaño del sistema financiero español experimentó un crecimiento del 1,9 % en 2019 hasta situarse en 4,64 billones de euros. Esta cifra sigue lejos de los máximos alcanzados en 2012 (5,15 billones), pero se recupera de los mínimos de 2015 (4,41 billones). La particularidad del año 2019 es que el aumento del tamaño del sistema financiero se originó en la expansión de todos sus grandes componentes, incluido el sector bancario, que había mostrado varios años de fuerte contracción en sus activos. Así, los activos bancarios, que continúan siendo los más relevantes por su tamaño en el sistema (55 %), aumentaron un 2,4 %, hasta los 2,54 billones de euros; los de las OIF (otras instituciones financieras) —los siguientes en importancia (17,8 %)— lo hicieron un 2,2 %, hasta los 825.000 millones; los seguros avanzaron un 6,9 %, hasta los 321.000 millones, y los fondos de pensiones se incrementaron un 3,2 %, hasta los 148.000 millones de euros. También aumentó el activo de los auxiliares financieros, un 1,4 %, hasta los 65.000 millones de euros.
- Los activos del sector de intermediación financiera no bancaria en su sentido más amplio (todas las entidades no bancarias) se situaron en 1,36 billones de euros en 2019, lo que supone un aumento del 2,9 % respecto al año anterior, y representan cerca de un 30 % del sistema financiero total. Dentro de este sector, cabe destacar la evolución de las OIF, dado que a partir de este grupo de entidades se identifican aquellas que finalmente formarán parte de la medida estrecha de la IFNB. Pues bien, los activos de las OIF en su conjunto se situaron en 825.000 millones de euros en 2019, un 2,2 % más que en 2018. Este importe representa más del 60 % del sector financiero no bancario. Dentro de las OIF destacan por su volumen de activos los fondos de inversión (con más de 320.000 millones de euros), las instituciones financieras con actividad limitada (con 190.000 millones) y las titulaciones (con 175.000 millones). También cabe señalar que el activo total de las OIF ha oscilado en torno a los 800.000 millones de euros desde 2013, registrándose al mismo tiempo una recomposición muy importante a favor de los fondos de inversión y en detrimento del saldo vivo de las titulaciones.
- El nivel de interrelación entre los grandes subsectores del sistema financiero se analiza mediante la exposición directa en balance. Los datos de 2019 respecto

a esta interrelación entre el sector bancario y las OIF revelan que la exposición directa entre ambos continúa descendiendo: los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF») suponían un 9,5 % del activo bancario (en 2010 era del 14 %) y las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación de bancos a través de OIF») suponían en 2019 el mismo porcentaje, un 9,5 % del activo de los bancos (10 puntos porcentuales menos que en 2008).

- La delimitación de la medida estrecha de la IFNB parte del sector financiero no bancario en su sentido más amplio (todas las entidades financieras excepto los bancos) y trata de identificar aquellas entidades que pueden englobarse dentro de alguna de las cinco funciones económicas definidas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) en 2013<sup>1</sup> y que tratan de asimilar las actividades de estas entidades a algunos de los riesgos típicamente bancarios. En la práctica este proceso supone sustraer las entidades de seguros, los fondos de pensiones y los auxiliares financieros, junto con las OIF que no desarrollan ninguna de dichas funciones económicas (las más importantes que se excluyen son las instituciones financieras con actividad limitada). Esta medida considera como parte de la IFNB determinadas tipologías de fondos de inversión, las titulaciones, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y las entidades de garantía recíproca. El importe de los activos de estas entidades era de 513.000 millones de euros a finales de 2019. Tras el descuento de los activos que consolidan en grupos bancarios, la medida estrecha de la IFNB en España tendría un tamaño de 311.000 millones de euros en 2019, casi un 5 % más que en 2018. La importancia relativa de este sector en el sistema financiero (6,7 %) continúa por debajo de las referencias de otras economías avanzadas.
- De los 513.000 millones de euros a los que ascienden el total de funciones económicas, las entidades pertenecientes a las funciones 1 y 5 (EF1 y EF5), que se corresponden con ciertas tipologías de fondos de inversión y con los vehículos de titulación, representan un mayor porcentaje, con un 52,1 % y un 34,2 % del total en 2019, respectivamente (50,2 % y 36,6 % en 2018). Los establecimientos financieros de crédito (EF2) son los terceros en importancia, con un peso del 11,7 %. Las entidades pertenecientes a la EF3 (sociedades de valores) y EF4 (sociedades de garantía recíproca) tienen una importancia relativa inferior, del 1,8 % y 0,2 %, respectivamente. Estas cifras, que se corresponden con el total de entidades, cambian de forma sustancial si se eliminan aquellas que se integran en los balances consolidados de grupos bancarios: los fondos de inversión, en los que no existe consolidación, ganan relevancia hasta alcanzar el 86,1 % de la medida estrecha de la IFNB, mientras que el peso de los vehículos de titulación, con una fracción muy elevada del total del sector que consolida en bancos, desciende hasta el 8,8 %. Las entidades pertenecientes a las otras tres funciones económicas apenas representan un 5 % del total en su conjunto.
- El análisis de los riesgos asociados a la IFNB no apunta, por el momento, a la existencia de vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Los riesgos más notables continúan siendo los de riesgo de crédito y de liquidez para la mayor parte de las entidades que forman parte de la IFNB. El mapa de colores que representa la intensidad percibida de estos riesgos muestra pocos cambios en relación con el año anterior. Así, en 2019

descendió el apalancamiento en los establecimientos financieros de crédito (EFC) y, en el caso de las sociedades de valores, se produjo un aumento del apalancamiento y una reducción del nivel del riesgo de crédito. En el ámbito específico de los fondos de inversión los análisis más exhaustivos se centran en la valoración de las condiciones de liquidez de las carteras y del endeudamiento adquirido mediante la operativa en derivados. Los análisis de liquidez señalan una cierta disminución de la proporción de activos más líquidos, sobre todo en algunas categorías, si bien se considera que estos siguen siendo suficientes para atender un posible aumento de los reembolsos. Los indicadores de apalancamiento calculados, por su parte, tampoco permiten concluir un apalancamiento excesivo para el sector en su conjunto ni tampoco para ninguna categoría de fondos en particular.

- Este monitor incluye dos recuadros que tratan dos temas de especial interés:
  - El primero resume los resultados más importantes de los últimos test de estrés realizados por la CNMV sobre los fondos de inversión mobiliarios, con información hasta junio de 2020. Este ejercicio utiliza una metodología que parte de una propuesta realizada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y que se ha mejorado con la incorporación de datos granulares de los fondos y de una modelización más robusta. Entre los resultados más importantes destaca la cuantificación de los activos líquidos de alta calidad o HQLA (*High Quality Liquid Assets*) de los fondos y la identificación de los fondos que no podrían atender un *shock* determinado de reembolsos con los activos líquidos disponibles. El análisis revela que únicamente en el escenario más extremo contemplado un total de 8 fondos distribuidos en 3 categorías tendrían problemas de liquidez (estos fondos suponen el 3,9 % del patrimonio de la categoría de bonos corporativos, el 0,5 % de la categoría de bonos soberanos y corporativos y el 0,2 % de los fondos de la categoría denominada como «Otros»).
  - El segundo recuadro describe las herramientas de gestión de la liquidez más relevantes de los fondos de inversión, su disponibilidad en diferentes países y su uso en los momentos más turbulentos de la crisis del COVID-19. Los trabajos relacionados con la idoneidad de estas herramientas y la homogeneización de su disponibilidad a nivel europeo han recibido un nuevo impulso a raíz de la reciente crisis. Lo cierto es que hay múltiples herramientas para gestionar el riesgo de liquidez de estas instituciones, unas de naturaleza preventiva y otras que tratan de minimizar el perjuicio para los partícipes una vez materializado el riesgo. Sin embargo, solo unas pocas, como la suspensión o las comisiones sobre los reembolsos, están disponibles de forma mayoritaria entre los distintos Estados, existiendo también diferencias notables entre las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS) y los fondos alternativos. España destaca no solo por el elevado número de herramientas disponibles, sino también por el dinamismo en su adopción, que se demuestra en las dos herramientas nuevas que se han aprobado desde 2019. En cuanto al uso de estas durante la crisis, a nivel europeo se han producido suspensiones de los reembolsos en varios fondos (con exposición al sector inmobiliario y deuda corporativa), mientras que en España solo se han producido cinco suspensiones parciales. También se ha fomentado el uso de los esquemas de *swing pricing* o la valoración a precios *bid*.

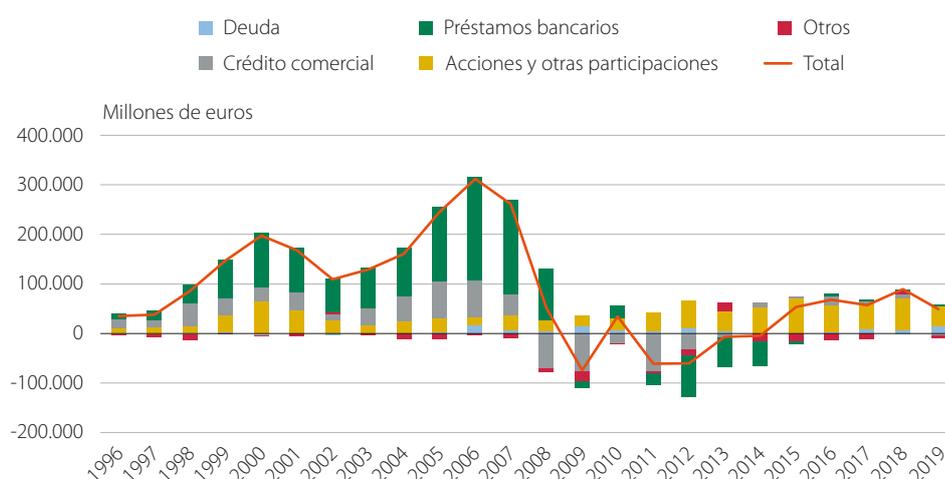


## 2 Desarrollo de las principales magnitudes

Esta sección presenta la evolución más reciente de los sectores que forman parte del sector financiero español, prestando una atención particular a aquellos no bancarios. Como se ha comentado en ediciones anteriores de este informe, 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. La financiación no bancaria, concebida desde un punto de vista amplio, se perfila como una alternativa valiosa a la financiación bancaria, con beneficios tanto para las partes que intervienen en dicha financiación como para la economía en su conjunto. Las compañías que reciben financiación al margen del tradicional canal bancario ven incrementadas sus posibilidades de obtención de recursos para financiar proyectos, mejoran sus niveles de transparencia y obtienen beneficios en términos de reputación. Desafortunadamente, la financiación a través de los mercados de capitales, en la práctica, es una opción frecuente solo para las compañías de gran tamaño, por lo que se observan, en el ámbito nacional e internacional, diferentes iniciativas para fomentar y facilitar el acceso de las compañías de menor tamaño a estos mercados. Finalmente, cabe destacar el carácter estabilizador de la financiación que proporcionan los mercados financieros a las compañías en momentos en los que otras fuentes alternativas se reducen o disminuyen sensiblemente, como se ha comprobado hace escasos años (véase gráfico 1).

**Financiación de las sociedades no financieras**

GRÁFICO 1



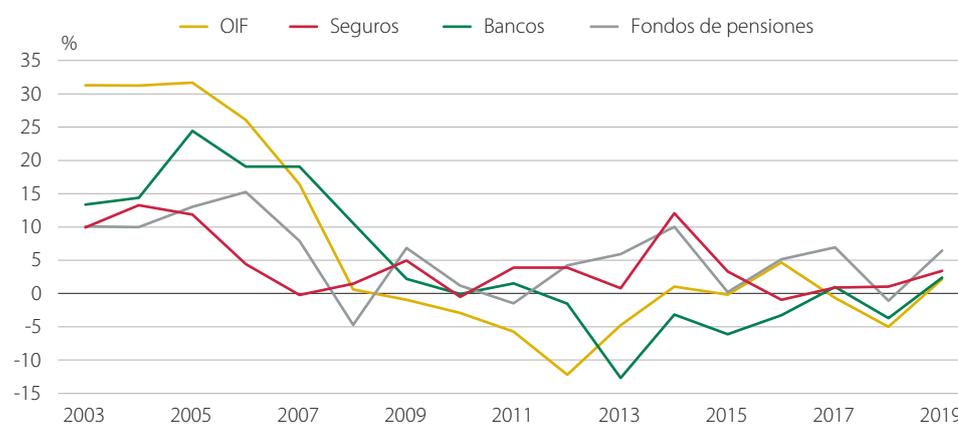
Fuente: Banco de España.

El tamaño del sistema financiero español experimentó un crecimiento del 1,9 % en 2019, hasta situarse en 4,64 billones de euros. Esta dimensión, que había alcanzado un máximo de 5,15 billones de euros en 2012, cuando comenzó el proceso de reestructuración bancaria en España, alcanzó un nivel mínimo en 2015 (4,41 billones) y

posteriormente ha mostrado una tendencia levemente creciente. Como se observa en el gráfico 2, la disminución del sistema financiero español entre 2012 y 2015 se produjo exclusivamente por la contracción de los activos de los bancos. El resto de los grandes segmentos del sistema financiero (los seguros, los fondos de pensiones y las OIF) experimentaron crecimientos de mayor o menor intensidad hasta el año 2018. La particularidad observada en 2019 está en la expansión conjunta de todos los segmentos (excepto la parte correspondiente al Banco Central). Como se observa en el cuadro 1, los activos bancarios, que continúan siendo los más relevantes por su tamaño en el sistema (55 %), aumentaron un 2,4 %, hasta los 2,54 billones de euros; los de las OIF, los siguientes en importancia (17,8 %), lo hicieron un 2,2 %, hasta los 825.000 millones; los seguros avanzaron un 6,9 %, hasta los 321.000 millones, y los fondos de pensiones se incrementaron un 3,2 %, hasta los 148.000 millones de euros. También aumentó el activo de los auxiliares financieros un 1,4 %, hasta los 65.000 millones de euros.

**Crecimiento anual de los activos del sistema financiero**

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España.

**Estructura del sistema financiero español**

CUADRO 1

Millones de euros

	Banco central	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	Auxiliares financieros	OIF	Total
Tamaño en 2019 (millones)	745.021	2.539.128	321.125	148.471	65.445	825.024	4.644.215
Tamaño en 2018 (millones)	753.896	2.480.143	310.482	139.457	64.130	807.567	4.555.676
% del total (2019)	16,0	54,7	6,9	3,2	1,4	17,8	100,0
Crecimiento 2019 (%)	-1,2	2,4	3,4	6,5	2,1	2,2	1,9
Crecimiento acumulado 2002-2009	125,8	158,4	54,6	73,2	338,0	231,9	158,9
Crecimiento acumulado 2009-2018	243,5	-25,4	26,5	35,0	13,1	-23,8	-9,1

Fuente: CNMV y Banco de España.

La identificación del sector de intermediación financiera no bancaria a partir de las entidades que conforman el sistema financiero no es una tarea simple. De hecho, la definición de actividades y entidades que forman parte de este sector se ha ido modificando y perfilando con más exactitud en los últimos años en un proceso de revisión que ha afectado, incluso, a la denominación del sector, originalmente conocido

como banca en la sombra (*shadow banking*<sup>2</sup>). Con todo, no existe una delimitación unívoca de IFNB. Por ejemplo, los análisis que realiza la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) se basan en el conjunto de las OIF, mientras que el FSB parte de un agregado no bancario sobre el que aplica determinados conceptos para acabar dando una aproximación estrecha de la IFNB. El propio FSB ha flexibilizado en sus últimos informes anuales sobre la IFNB<sup>3</sup> (*Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*) la concepción original de este sector, que se inicia, en un primer paso, en todas las entidades financieras que no son bancarias y finaliza en la misma medida estrecha que viene presentando en los últimos años.

Este monitor, que sigue en líneas generales las directrices definidas por el FSB, describe en esta sección la evolución de este agregado más general, excluyendo a los bancos e incidiendo en las OIF y en la siguiente sección delimita la medida estrecha de la IFNB en cuanto a su tamaño y sus riesgos más relevantes. Desde el punto de vista de este concepto amplio de IFNB, que parte de todas las entidades financieras no bancarias, cabe señalar que su importancia en el conjunto del sistema financiero español fue cercana al 30 % durante los años de la crisis financiera global, se redujo hasta el 25 % en 2012 y posteriormente ha vuelto a recuperar tasas próximas al 30 %. En 2019 el tamaño de los activos de estas entidades se situó en 1,36 billones de euros, un 2,9 % más que en 2018. La relevancia del sector financiero no bancario en otras jurisdicciones es más elevada. Según los datos del FSB esta proporción es, de media, cercana al 50 % del sistema financiero total, habiendo registrado un aumento del 8,9 % en 2019.

Dentro del grupo de entidades no bancarias destacan las OIF, no solo porque son las más relevantes en función de su tamaño, sino también porque este grupo conforma la base a partir de la cual se obtiene la medida estrecha de la IFNB identificando aquellas entidades que cumplen determinadas funciones. Como se observa en el cuadro 2, los activos de las OIF se situaron en 825.000 millones de euros en 2019, un 2,2 % más que en 2018. Este importe representa más del 60 % del sector no bancario. Dentro de las OIF destacan por su volumen de activos los fondos de inversión (con más de 320.000 millones de euros), las instituciones financieras con actividad limitada (con 190.000 millones) y las titulizaciones (con 175.000 millones). En términos relativos representan el 39 %, el 23 % y el 21 % respectivamente del total de las OIF (véase panel izquierdo del gráfico 3). La composición de las OIF en el ámbito internacional muestra algunas similitudes respecto al patrón español, pero también existen diferencias. Entre las primeras destaca la preponderancia de los fondos de inversión y de las instituciones financieras con actividad limitada, con importes que suponen cerca del 50 % y el 20 %, respectivamente, de los activos agregados de las OIF. Por el contrario, otras entidades como las sociedades de valores son más relevantes (en relación con su tamaño) que en España, al contrario que las titulizaciones, que apenas representan el 4 % de este sector.

---

2 La denominación *shadow banking* tenía implícita una connotación negativa que invitaba a pensar en un conjunto de entidades que operan sin estar sujetas a regulación y supervisión. El cambio de denominación a *intermediación financiera no bancaria* se produjo tras un cierto debate, liderado por los supervisores de valores, en el que se resaltaba el hecho de que la mayoría de las entidades de este grupo están sujetas a regulación y supervisión y, en algunos casos, como el español, muy exigente.

3 El último informe, publicado en diciembre de 2020, está disponible en: <https://www.fsb.org/2020/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2020/>

Millones de euros

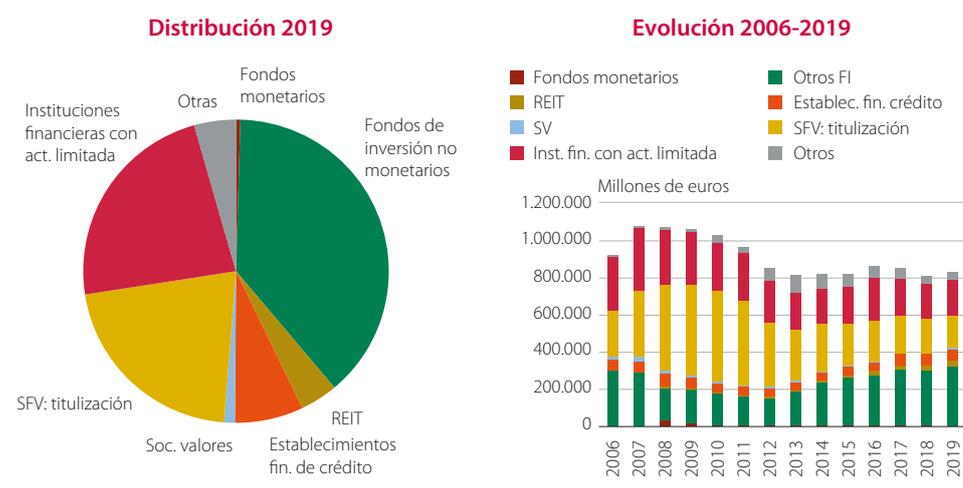
	Fondos de inversión no monetarios	Fondos de inversión monetarios	Insttit. financ. con act. limitada	SFV: titulización	Sociedades de valores	Establ. financ. de crédito	REIT	Otras	Total
Tamaño en 2019 (millones)	317.082	3.788	190.088	175.542	9.392	59.893	32.714	36.525	<b>825.024</b>
Tamaño en 2018 (millones)	290.041	6.810	189.432	184.576	4.563	60.504	32.381	39.260	<b>807.567</b>
% del total (2019)	38,4	0,5	23,0	21,3	1,1	7,3	4,0	4,4	<b>100,0</b>
Crecimiento 2019 (%)	24,4	-44,4	0,3	-4,9	105,8	-1,0	1,0	-7,0	<b>2,2</b>
Crecim. acumulado 2002-2009	33,3	-74,7	845,3	917,4	14,3	49,0	-	-	<b>231,9</b>
Crecim. acumulado 2009-2018	55,1	-49,6	-33,3	-61,8	-65,4	11,4	378,9	124,5	<b>-23,8</b>

Fuente: CNMV y Banco de España.

Como se ha explicado en ediciones anteriores de este monitor (y se puede observar en el panel derecho del gráfico 3), los activos de las OIF alcanzaron su nivel máximo en los años comprendidos entre 2007 y 2010, periodo en el que llegaron a superar el billón de euros. A partir de 2010, con los efectos de la crisis, las OIF sufrieron una contracción paulatina hasta 2013, debido al retroceso de los activos de sus componentes más relevantes. Desde entonces, el tamaño agregado de las OIF se ha mantenido relativamente estable en torno a los 800.000 millones de euros, pero cabe destacar una importante recomposición entre las entidades que conforman el sector: así, la importancia relativa de los fondos se ha incrementado desde el 23 % de las OIF hasta el 38 %, mientras que la de las titulaciones ha disminuido desde el 34 % hasta el 21 %. La expansión reciente de la industria de la inversión colectiva en los últimos años ha sido muy importante, pues ha conseguido doblar con creces sus activos en apenas unos ejercicios.

## Distribución y evolución del sector OIF en España

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y Banco de España.

En el ámbito de las OIF existen distintos tipos de entidades que desarrollan actividades financieras muy heterogéneas. Algunas de ellas cumplen determinadas funciones económicas definidas por el FSB (y que se describen en la sección siguiente) y, en consecuencia, se consideran parte de la IFNB en sentido estricto. A este grupo pertenecen los fondos de inversión —aunque no todos<sup>4</sup>—, 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 el contrario, las entidades de las OIF que no pertenecen a la medida estrecha de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT<sup>5</sup>, 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 este conjunto de entidades que no se incluyen en la IFNB destacan, por el tamaño de sus activos, las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, que se definen como entidades que proveen servicios de inversión cuyos activos o pasivos no se transan, en su mayoría, en los mercados financieros abiertos<sup>6</sup>. A finales de 2019 los activos financieros de estas entidades se situaban en 190.000 millones de euros, ligeramente por encima de la cifra del año anterior. El resto de las entidades que no forman parte de la IFNB concentra, en conjunto, unos activos cercanos a los 70.000 millones de euros<sup>7</sup>.

## 2.1 Intermediación crediticia y financiación de las entidades pertenecientes a la IFNB

El objetivo de este epígrafe es tener una visión general de la implicación de los intermediarios financieros no bancarios en la intermediación crediticia y en la concesión de préstamos dentro del sistema financiero, así como el uso que hacen de la financiación mayorista y, especialmente, de la adquisición temporal de activos, más conocidos como *repos*.

En 2019, la intermediación crediticia del sistema financiero en su totalidad (excluyendo los depósitos) se incrementó un 1,1 %, después de haberse contraído un 2,5 % en 2018, con aumentos de diferente cuantía en todos los subsectores a excepción de los fondos de pensiones (véase cuadro 3). En el caso concreto de las OIF, los activos crediticios se situaron al cierre de 2019 en 235.642 millones de euros, lo que supone un 28,6 % del valor total de sus activos financieros, porcentaje muy inferior al del resto de subsectores que pertenecen al sector financiero. Dentro de las OIF, las entidades más importantes en términos de intermediación crediticia son, con diferencia, los vehículos de titulización: prácticamente un 60 % del total.

---

5 *Real Estate Investment Trusts*.

6 Este subsector incluye, esencialmente, las filiales de un grupo de sociedades o entidades que proveen préstamos a partir de recursos propios provistos por un solo origen. En España, una parte importante de estas instituciones se corresponde con sociedades especialmente creadas para la emisión de participaciones preferentes y otros valores negociables.

7 No se incluye la información de los fondos de inversión que no pertenecen a las funciones económicas.

## Intermediación crediticia en el sistema financiero español

CUADRO 3

Millones de euros

	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	OIF	Total
Activos crediticios <sup>1</sup> 2019 (millones)	1.707.405	240.188	65.936	235.642	2.249.171
Activos crediticios <sup>1</sup> 2019 (% del activo)	68,2	74,3	44,4	28,6	59,2
Crecimiento 2019 (%)	0,7	3,7	-1,4	1,8	1,1
Préstamos 2019 (millones)	1.281.826	2.285	13	98.689	1.382.812
Préstamos 2019 (% del activo)	51,2	0,7	0,0	12,0	36,4
Crecimiento 2019 (%)	0,4	-5,6	-14,1	0,7	0,4

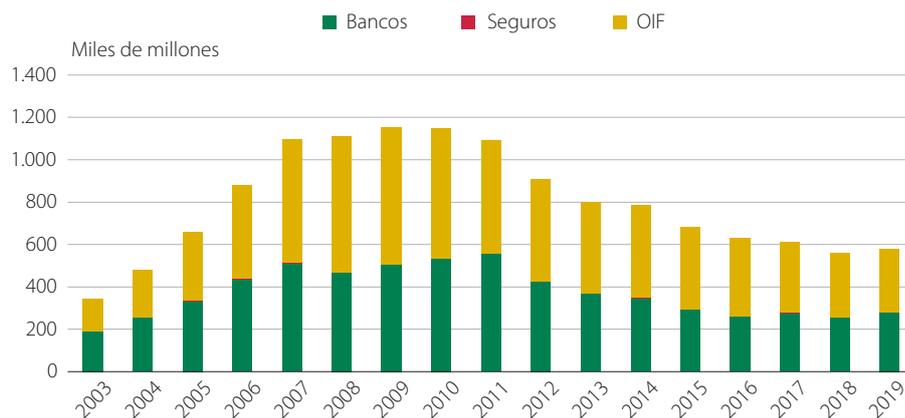
Fuente: CNMV y Banco de España.

<sup>1</sup> Se excluyen los depósitos.

Desde 2002, los activos crediticios de las OIF han crecido, en términos acumulados, un 25,1 %, lo que supone una media anual del 1,3 %. Estas cifras son muy inferiores a las del resto de las entidades del sector financiero. Así, por ejemplo, las entidades bancarias han registrado un aumento acumulado del 92,4 % (media anual del 3,9 %). En relación con los activos financieros totales de estas entidades, el porcentaje ha disminuido desde el 59,0 % hasta el 28,6 %.

En relación con la financiación recibida por parte de las entidades del sistema financiero, la financiación mayorista es una de las fuentes más relevantes de obtención de recursos. Si bien es cierto que estos instrumentos son positivos para la formación de precios y la liquidez en los mercados secundarios, en ocasiones pueden generar obligaciones a corto plazo y originar, en consecuencia, riesgos asociados a la transformación de vencimientos y liquidez fuera del sistema bancario. De la misma forma, la financiación mayorista podría aumentar la interconectividad entre distintas instituciones financieras y contribuir, por lo tanto, a incrementar la prociclicidad del sistema.

Las OIF españolas alcanzaron su mayor dependencia de la financiación mayorista en 2009, con 647.000 millones de euros, momento a partir del cual esta cifra comenzó a disminuir con fuerza año tras año hasta alcanzar los 297.000 millones a finales de 2019, tras haberse reducido un 2,1 % respecto al ejercicio anterior. En términos relativos, esto supone un 35,9 % del total de activos financieros de estas entidades, porcentaje que ha ido disminuyendo progresivamente desde 2009, año en el cual se situó por encima del 60 %. Si se comparan estas cifras con las referidas a los bancos, se observa, como cabría esperar, que la financiación mayorista de estos está muy por debajo de la de las OIF, con un porcentaje respecto a sus activos financieros de poco más del 11 % (el máximo se alcanzó en 2006, con casi un 18 %). En el caso de las compañías de seguros, la financiación mayorista es residual, con poco menos de 1.300 millones de euros a finales de 2019, un 0,4 % de sus activos financieros (véase gráfico 4). Los fondos de pensiones, por su parte, no obtienen financiación mediante la emisión de los instrumentos considerados en la financiación mayorista.



Fuente: Banco de España.

<sup>1</sup> Se entiende como financiación mayorista la financiación mediante emisiones de bonos, pagarés y adquisición temporal de activos (repos).

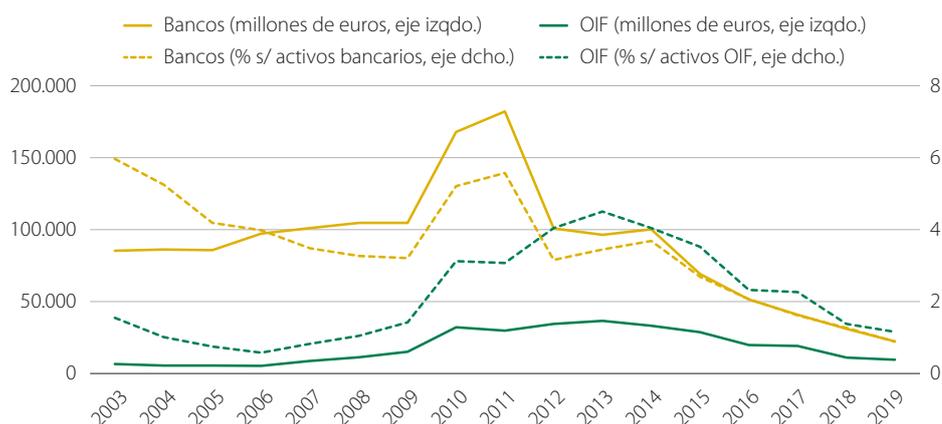
Dentro de este tipo de obligaciones, la financiación a largo plazo es la fuente predominante para las OIF, con un porcentaje del 70,9 % del total de la financiación mayorista en 2019, mientras que en el caso de los bancos esta cifra se sitúa en el 86,8 %. No obstante, la evolución a lo largo de los años ha sido muy diferente entre ambos tipos de entidades, especialmente en los primeros años de la crisis financiera global. De esta forma, la financiación a largo plazo de las OIF aumentó con fuerza hasta 2009-2010, tanto en términos absolutos como relativos, hasta superar los 550.000 millones de euros, más de un 86 % del total. A partir de entonces, en los peores momentos de la crisis, la dependencia de la financiación a corto plazo incrementó su importancia, tendencia que ha continuado en los últimos años, aunque a menor ritmo. En el caso de los bancos, en cambio, la financiación a largo plazo, que en 2007 estaba 20 puntos porcentuales por debajo de la de las OIF (que era de un 60 % aproximadamente), ha ido aumentando desde entonces hasta el 86,8 % mencionado.

La cesión temporal de activos merece un análisis individualizado dentro de la financiación mayorista, ya que es la tipología con un plazo de amortización más corto y, por tanto, los riesgos asociados pueden ser más elevados en términos de estabilidad financiera. En el caso de las compañías de seguros, la financiación mayorista a través de repos representa la mayor parte, con casi un 90 % del total. No obstante, como ya se ha mencionado, la financiación mayorista es residual para estas entidades, por lo que las cifras absolutas no son elevadas, con poco más de 1.000 millones de euros en repos.

En el caso de las OIF, la financiación mediante repos ha sido reducida, sin llegar en ningún caso a superar el 9 % del total de la financiación mayorista. El máximo se alcanzó en 2013 con 36.500 millones de euros, lo que representaba el 8,4 % de la financiación mayorista de estas entidades (4,5 % del total de activos financieros, véase gráfico 5). En 2019, después de haber estado disminuyendo año tras año, la financiación mediante repos superaba ligeramente los 9.500 millones de euros, tan solo un 3,7 % de la financiación mayorista. En el caso de las entidades bancarias, este tipo de financiación mediante repos llegó a superar el 50 % de la financiación mayorista en 2002 y se mantuvo alrededor del 30 % en 2010 y 2011, con unas obligaciones que alcanzaron los 180.000 millones de euros. A partir de 2012 este tipo de financiación comenzó a descender hasta situarse en el último año en el 8,0 %, con poco más de 22.000 millones de euros.

### Financiación mediante la cesión temporal de activos

GRÁFICO 5

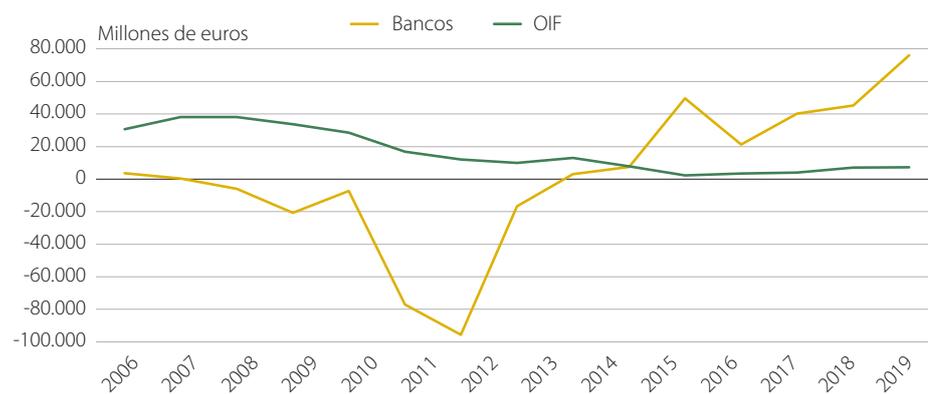


Fuente: Banco de España.

El análisis de la financiación vía repos en términos netos —es decir, la diferencia entre las transacciones mediante repos en las que la entidad es proveedora de liquidez y aquellas en las que la entidad recibe financiación— muestra que los bancos han sido perceptores de liquidez hasta 2013, momento a partir del que se convirtieron en proveedores netos de liquidez para la economía (véase gráfico 6), con una cifra cada vez mayor, como consecuencia del descenso de la financiación mediante repos de casi un 80 % en términos acumulados entre 2014 y 2019. En el activo bancario, en cambio, los repos han permanecido en cifras similares, incluso ligeramente crecientes, en los últimos ejercicios. Las OIF, en cambio, han sido en los últimos 15 años siempre proveedores netos de liquidez, aunque este valor se fue reduciendo de forma sustancial hasta 2015 y ha permanecido muy por debajo de los 10.000 millones de euros desde entonces. En 2019, concretamente, se situaba alrededor de los 7.000 millones, un valor muy similar al del año anterior.

### Posición neta repos

GRÁFICO 6



Fuente: Banco de España.

## 2.2 Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF

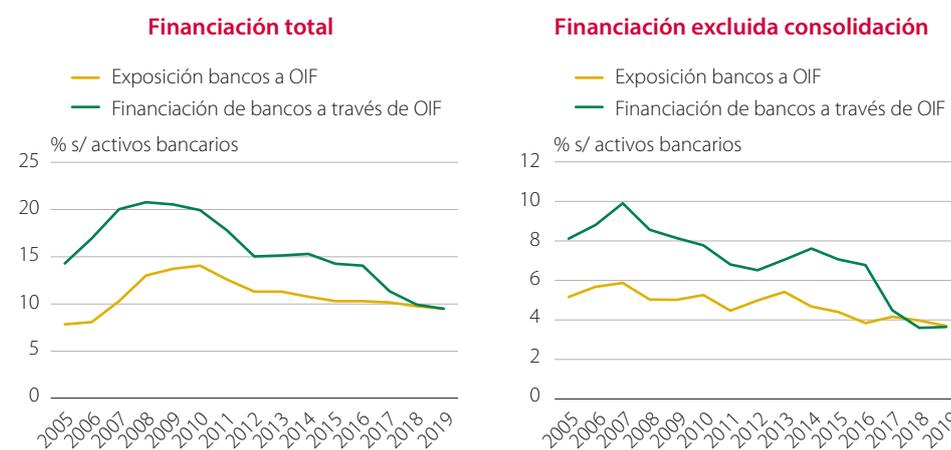
Durante periodos de estrés o dificultades financieras, no solo es relevante el tamaño de los distintos subsectores financieros, sino también las interrelaciones existentes entre ellos, ya que son canales propicios para el contagio de riesgos. Estas conexiones se pueden dar tanto de forma directa (a través de financiación crediticia, por

ejemplo) como de forma indirecta, que se produce cuando dos entidades poseen activos de la misma entidad o el precio de sus acciones o valores de deuda tiene, por distintas razones, un comportamiento muy similar. Para determinar la interrelación directa se han obtenido los datos de las exposiciones bilaterales entre sectores financieros. Así, por ejemplo, se ha calculado la exposición de los bancos a las OIF como los activos que tienen los bancos en las OIF en relación con los activos totales de los bancos (véase gráfico 7).

Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 7, en 2019 los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF») suponían un 9,5 % del activo bancario<sup>8</sup>, cifra que ha ido disminuyendo ininterrumpidamente desde 2010, cuando llegó a superar el 14 %. Por otra parte, las cifras correspondientes a las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación bancos a través de OIF») suponían en 2019 el mismo porcentaje, un 9,5 % del activo de los bancos, después de haber descendido en un año 45 puntos básicos y más de 10 puntos porcentuales desde 2008.

### Interconexión entre bancos y OIF

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV y Banco de España.

En términos absolutos, estas cifras se situaban en 2019 alrededor de los 241.000 millones de euros (véase cuadro 4). Si se excluyen los derechos u obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios<sup>9</sup>, los porcentajes mencionados descienden, para el caso de los derechos bancarios, hasta el 3,7 % del activo de los bancos, mientras que las obligaciones bancarias con las OIF se sitúan en un porcentaje muy similar, del 3,6 %. Atendiendo a la evolución de esta exposición a lo largo de los últimos años, la mayor interrelación (en términos netos) entre los dos subsectores mencionados se produjo en 2007, cuando los derechos de los bancos en relación con las OIF suponían cerca del 6 % del activo total bancario y las obligaciones de los bancos con las OIF el 10 %. Esta última cifra fue consecuencia del importante aumento que se produjo entre 2002 y 2007, después de que dichas obligaciones pasaran de poco más de 33.000 millones de euros a casi 300.000 millones. En el caso de los derechos bancarios, aunque también se produjo un incremento durante

8 Esta misma cifra suponía un 29,2 % del activo de las OIF.

9 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.

el mismo periodo, este fue mucho menos acusado, al pasar de 35.000 millones de euros a algo más de 130.000 millones.

### Interconexión entre los bancos y las OIF

CUADRO 4

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	424.555	273.467	600.260	370.374
2012	374.996	209.151	499.679	283.068
2013	327.653	170.337	438.661	234.354
2014	302.292	170.669	429.976	215.894
2015	271.103	154.798	376.069	189.633
2016	262.155	164.081	358.520	185.805
2017	261.663	154.392	291.811	176.149
2018	242.221	143.900	246.231	156.837
2019	240.582	146.654	240.617	148.119

Fuente: CNMV y Banco de España.

La interconexión de las OIF con el resto de sectores del sistema financiero es muy inferior a la que existe con los bancos, siendo la relación con otras entidades pertenecientes al mismo subsector la que presenta los valores más elevados, seguida de la relación con las compañías de seguros. Así, los derechos de las entidades pertenecientes al subsector de las OIF con otras del mismo grupo ascendían, a finales de 2019 a poco más de 28.000 millones de euros, mientras que los derechos con las compañías de seguros eran de 13.000 millones y las obligaciones con ellas, de 18.000 millones. Desde el punto de vista bancario, también la mayor interconexión se produce con las OIF, seguida de la relación con otras entidades bancarias, que ascendía al cierre del año anterior a 112.000 millones de euros.

### 3 Intermediación financiera no bancaria

Para identificar y evaluar los riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria se emplea el criterio que el FSB desarrolló en 2013, basado en cinco funciones económicas<sup>10</sup>. Las entidades que realicen actividades que se puedan englobar en alguna de estas funciones se considerarán pertenecientes a la IFNB. Con esta metodología se pretende que las diferentes jurisdicciones delimiten su sector de IFNB en función de la actividad de las instituciones y no de su forma legal y se asegura, además, una cierta coherencia de los análisis a escala internacional, incluso en la parte relacionada con la evaluación de los riesgos de este sector. El cuadro 5 muestra un resumen de las cinco funciones económicas que describe el FSB y las entidades del sistema financiero español que pertenecen a cada una de ellas<sup>11</sup>.

#### Clasificación de la IFNB según funciones económicas

CUADRO 5

Funciones económicas	Definición	Entidades pertenecientes	Tamaño en millones de euros (% en total IFNB), % var. 2019
EF1	Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos	Fondos monetarios, fondos de renta fija, fondos mixtos <sup>1</sup> , fondos de inversión libre ( <i>hedge funds</i> ) y SICAV	267.342 (52,1 %) 5,6 %
EF2	Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo	Establecimientos financieros de crédito	59.893 (11,7 %) -1,6 %
EF3	Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada	Sociedades de valores	9.392 (1,8 %) 105,8 %
EF4	Entidades que realizan una actividad de <i>facilitación</i> a la creación de crédito	Sociedades de garantía recíproca	1.068 (0,2 %) -1,3 %
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	175.542 (34,2 %) -4,9 %

Fuente: CNMV y Banco de España.

<sup>1</sup> 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 intermediación financiera no bancaria.

Para obtener una cifra del volumen de activos incluidos en la IFNB, se parte del sector financiero no bancario (en anteriores ediciones denominado MUNFI<sup>12</sup>) y se excluyen aquellas entidades cuya actividad no puede encuadrarse en ninguna de las

10 FSB (2013). *Op. cit.*

11 Para un mayor detalle, véase el primer artículo de esta serie: Ispuerto, 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](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019.pdf).

12 *Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation*. Se ha seguido la línea marcada por el último informe del FSB, que ha dejado de mencionar a este conjunto de entidades de esta manera.

cinco funciones económicas descritas en el cuadro anterior. De esta manera, se acabará identificando las entidades que finalmente formarán parte de la medida estrecha de la IFNB. En primer lugar se excluyen los fondos de pensiones, las entidades de seguros y los auxiliares financieros. Las entidades que restan son las OIF, que, como ya se ha mencionado, se han utilizado en muchas ocasiones como una aproximación o medida amplia de la IFNB. De hecho, la Junta Europea de Riesgo Sistemático (JERS) lo sigue haciendo así. A continuación se excluyen de las OIF aquellas entidades que tampoco cumplen con ninguna de las funciones económicas para llegar a una definición más acotada de la IFNB. Como se comentó en la sección anterior, las OIF que no forman parte de la IFNB son (por orden de importancia en relación con el tamaño de su activo): las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos de inversión de renta variable, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT), la SAREB, las cámaras de contrapartida central (CCP) y las entidades de capital riesgo.

Además, dentro de la IFNB pueden incluirse algunas entidades que no pertenecen a las denominadas OIF aunque, en general, tienen un tamaño bastante reducido. En España es el caso, por ejemplo, de las sociedades de garantía recíproca, que no forman parte de las OIF pero sí de la IFNB, ya que cumplen con una de las funciones económicas mencionadas. 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 bancarios<sup>13</sup>. Con este cálculo, se obtiene una definición estrecha de la IFNB.

El gráfico 8 representa el proceso de depuración de entidades que se acaba de explicar, que parte del sector financiero no bancario y finaliza en la medida estrecha de la IFNB. En 2019, el tamaño del sector financiero no bancario era de 1,36 billones de euros. La sustracción de las entidades de seguros, los fondos de pensiones y los auxiliares financieros junto con las OIF que no desarrollan ninguna de las funciones económicas contempladas daría lugar a una medida de la IFNB (antes de descontar las cifras de la consolidación en bancos) de 513.000 millones de euros. Tras el descuento de los activos que consolidan en grupos bancarios (203.000 millones), la medida estrecha de la IFNB en España tendría un tamaño de 311.000 millones de euros en 2019, casi un 5 % más que en 2018 (296.000 millones).

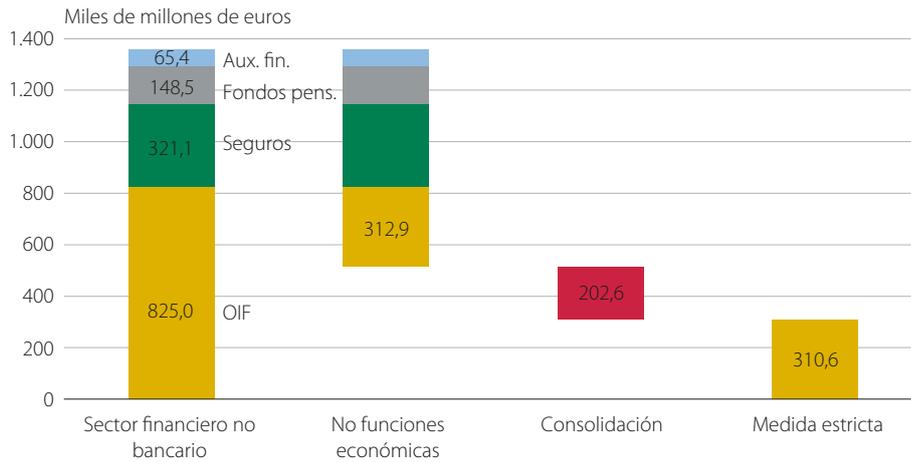
---

13 Como se describe en cada uno de los epígrafes de esta sección, la consolidación bancaria viene dada por distintos motivos, pero básicamente por dos: la entidad en cuestión está controlada por un banco o 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 transferidos sustancialmente a terceras partes.

## Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2019

GRÁFICO 8

Intermediación  
financiera no bancaria

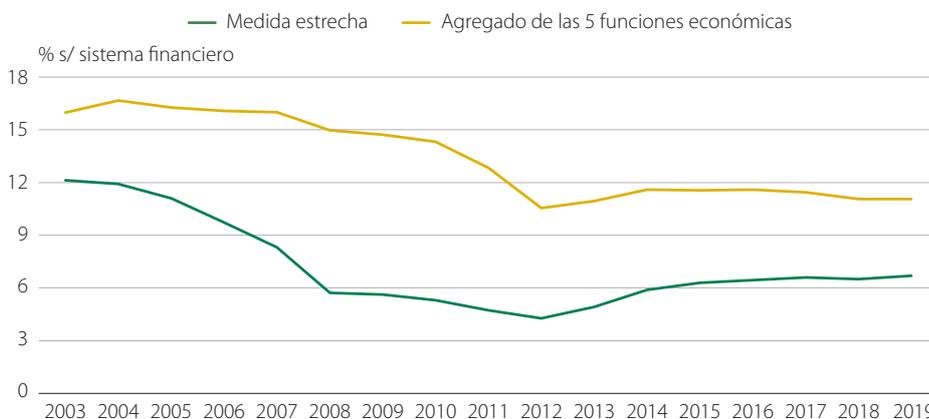


Fuente: CNMV y Banco de España.

Los datos de la IFNB parecen indicar que se mantiene la leve tendencia expansiva de estas entidades en España, que se registra desde 2013, sobre todo en su medida estrecha (véase gráfico 9). Así, los activos de esta medida representaban el 6,7 % del sistema financiero total (6,5 % en 2018), por encima del mínimo registrado en 2012 (4,3 %) pero todavía lejos de la relevancia de los años 2003 y 2004, cuando se registraban porcentajes próximos al 12 %. La pérdida de relevancia de este sector hasta el ejercicio 2013, como se ha explicado en números anteriores de este informe, se debió a la disminución del tamaño de los dos tipos de entidades más significativos de este agregado: los fondos de inversión y las titulaciones. La leve recuperación que se viene produciendo en los últimos años tiene origen, en exclusiva y como se explica con más detalle posteriormente, en la expansión de la industria de los fondos de inversión (aunque esta también presenta algún altibajo). El saldo vivo de las titulaciones mantiene su patrón descendente.

## Peso relativo de la intermediación financiera no bancaria

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV y Banco de España.

En el cuadro 6 se recogen los activos en 2019 de las entidades que forman parte de la IFNB para cada una de las funciones económicas. Las funciones más relevantes por su tamaño son la función económica 1 (EF1), que contiene determinadas clases de los fondos de inversión, y la función económica 5 (EF5), que son los vehículos para la titulización. Los activos al cierre de 2019 de estos dos conjuntos de entidades

se situaban en 267.000 y 175.000 millones de euros respectivamente, lo que supone el 52,1 % y el 34,2 % de la IFNB (antes de descontar los activos que consolidan en grupos bancarios). La evolución de ambos, como se ha comentado anteriormente, es dispar desde hace algunos años y combina la expansión de la industria de fondos (el tamaño de la EF1 creció un 5,6 %) y la contracción del saldo vivo de las titulaciones (el tamaño de la EF5 descendió un 4,9 %). A continuación se sitúa la función económica 2, que agrupa a los establecimientos financieros de crédito, con unos activos cercanos a los 60.000 millones de euros (un 11,7 % del total). Finalmente, las funciones económicas 3 (sociedades de valores) y 4 (entidades de garantía recíproca) muestran un tamaño muy pequeño, con unos activos que apenas representan el 1,8 % y el 0,2 % respectivamente respecto al total de la IFNB.

### Estructura de la intermediación financiera no bancaria

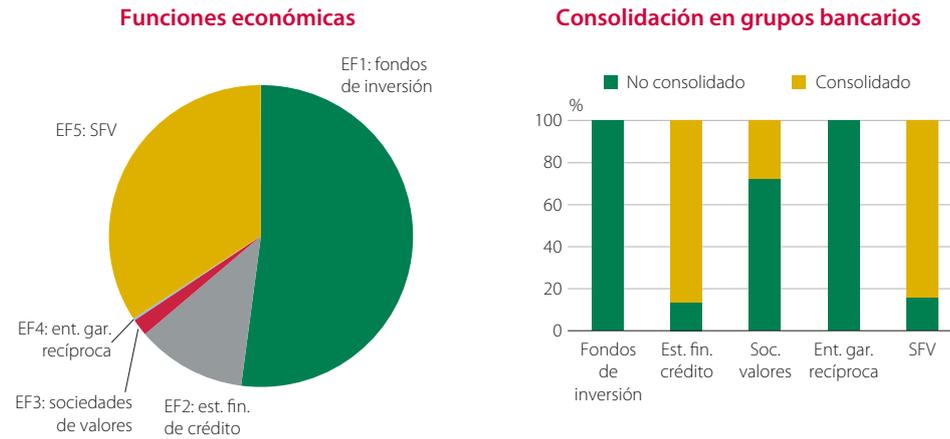
CUADRO 6

Millones de euros

	EF1	EF2	EF3	EF4	EF5	Agregado de las cinco funciones	IFNB (estrecha)
Tamaño en 2019 (millones)	267.342	59.893	9.392	1.068	175.542	513.237	310.598
Tamaño en 2018 (millones)	253.074	60.873	4.563	1.083	184.576	504.169	295.954
% del total (2019)	52,1	11,7	1,8	0,2	34,2	100,0	-
Crecimiento 2019 (%)	5,6	-1,6	105,8	-1,3	-4,9	1,8	4,9
Crecimiento acumulado 2002-2007	48,7	79,1	78,4	115,6	647,0	151,9	66,3
Crecimiento acumulado 2007-2018	-12,1	-6,8	-77,8	51,4	-48,0	-30,9	-22,0

Fuente: CNMV y Banco de España.

Para llegar a la medida estrecha de la IFNB se deben descontar los activos de las entidades que consolidan en los bancos. Como se observa en el panel derecho del gráfico 10, la consolidación afecta de forma muy diferente a las entidades de las diferentes funciones económicas. Así, se observan entidades, como los fondos de inversión o las entidades de garantía recíproca, en los que no existe consolidación; como las sociedades de valores, en las que la consolidación afecta a una parte relativamente pequeña de su activo, y entidades como las titulaciones o los establecimientos financieros de crédito, en las que esta consolidación ronda el 85 % de los activos. Como consecuencia de estas diferencias, la importancia relativa de las entidades en la medida estrecha de la IFNB cambia de forma significativa tras la consolidación elevando, sobre todo, el papel de los fondos de inversión. Los activos de estas instituciones representarían el 86,1 % de la medida estrecha de la IFNB, mientras que las titulaciones quedarían en el 8,8 %. Las tres funciones restantes supondrían apenas el 5 % de la medida estrecha de la IFNB.



Fuente: CNMV y Banco de España.

### Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria

El objetivo final de la definición y delimitación de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB es la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales que estas pueden suponer para la estabilidad financiera. Con este propósito, en esta sección se plantea una aproximación sobre la valoración de dichos riesgos. 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 inversión<sup>14</sup>, de los establecimientos financieros de crédito, de las sociedades de valores y de los SFV<sup>15</sup>.

En el cuadro 7 se recoge una representación de la intensidad de los riesgos analizados en función de unos umbrales establecidos que han tenido en cuenta el análisis que distintos estudios y foros a nivel internacional han realizado sobre estos, adaptándose a las características de cada tipo de entidad<sup>16</sup>. La ausencia de color apunta a la presencia de un riesgo bajo, mientras que los colores morados informan de un riesgo moderado, medio y alto en función de la intensidad del color (claro, medio o fuerte). Como se puede observar, los mayores riesgos de la IFNB están relacionados, actualmente, con el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez. En el caso del riesgo de crédito<sup>17</sup>, en la mayor parte de las entidades este tiene un nivel medio o alto, mientras que el riesgo de liquidez también lo es para todas, a excepción de las sociedades de valores, en las que es prácticamente nulo.

En términos generales, se han producido pocos cambios en relación con el año anterior. Así, durante 2019 en los EFC ha descendido el apalancamiento de un nivel de

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

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

16 Véase Ispuerto, A. (2019). *Op. cit.*, para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad.

17 Este riesgo se ha calculado como la ratio entre los activos crediticios y los activos financieros totales. Los activos crediticios están compuestos por la tesorería, los depósitos y los valores de renta fija, tanto nacionales como extranjeros.

riesgo alto a uno medio y en el caso de las sociedades de valores, se han producido dos cambios: un aumento del apalancamiento hasta alcanzar un nivel de riesgo medio y una reducción del riesgo de crédito, que, después de tres años en un nivel alto, ha descendido hasta uno medio.

### Riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria. 2019

CUADRO 7

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Riesgo de crédito	●	●	●	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	●	○	○	○	●
Riesgo de liquidez	●	●	●	●	○	●
Apalancamiento	○	○	○	●	●	●
Interconectividad con el sistema bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa <sup>1,2</sup> (%)	0,7	15,5	29,6	11,7	1,8	34,2

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100 %, ya que no están representadas las sociedades de garantía recíproca ni algunas tipologías de fondos que pertenecen también a la IFNB.

<sup>2</sup> Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

### 3.1 Función económica 1

Como se puede ver en el cuadro 5, 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 los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos<sup>18</sup>, los fondos de inversión libre (*hedge funds*<sup>19</sup>) y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

Como ya se ha descrito al inicio de esta sección, los fondos de inversión pertenecientes a la EF1 representaban en España el 86,1 % del total de la medida estrecha de la IFNB a finales de 2019, porcentaje que ha ido creciendo durante los últimos años (en 2010 era del 60 %). Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 11, el patrimonio de estos fondos descendió de forma abrupta en el periodo 2008-2012 para recuperarse con intensidad a partir de 2013, experimentando tasas de crecimiento elevadas, que llegaron a superar el 20 % anual. Esta tendencia expansiva únicamente se ha visto interrumpida en 2018, cuando el patrimonio de estos vehículos se contrajo un 3,8 %. En 2019 el patrimonio de los fondos volvió a aumentar, un 5,6 %, hasta situarse en 267.000 millones de euros.

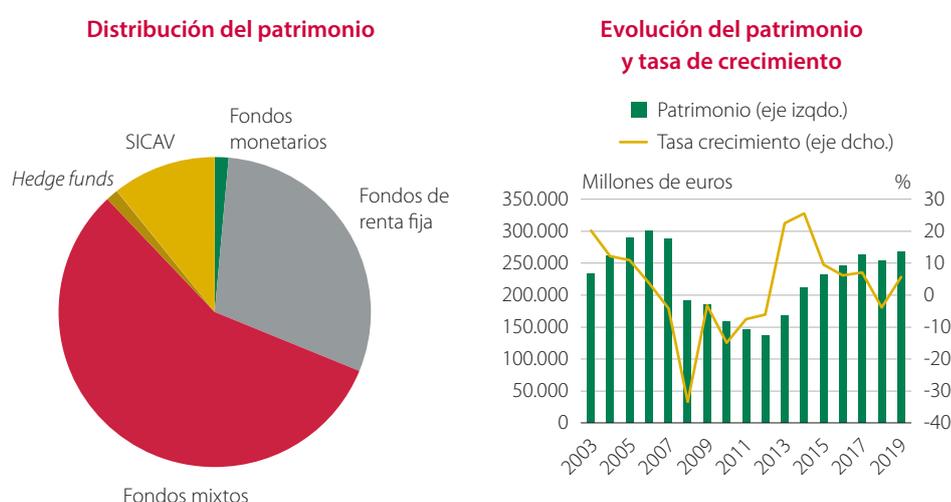
18 Véase la nota 1 del cuadro 5.

19 Estas instituciones pueden 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).

Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 11, los fondos mixtos españoles representaban más de la mitad del total de instituciones de inversión colectiva (IIC) incluidas en la medida estrecha de la IFNB a finales de 2019, concretamente un 56,8 %, y de ellos casi dos tercios correspondían a fondos de renta fija mixta o fondos globales (en ambos casos el patrimonio de la vocación superaba los 40.000 millones de euros). Por su parte, los fondos de renta fija, los segundos en importancia, suponían el 29,8 % del total al cierre de 2019, 4 puntos porcentuales más que en 2018, con lo que se rompe la tendencia de los últimos 7 años marcados por el descenso. En 2011 su relevancia era cercana al 50 %. El patrimonio de las SICAV era del 10,8 % del total, porcentaje que ha ido disminuyendo paulatinamente en los últimos años. Finalmente, los fondos monetarios y los *hedge funds* representaban al cierre de 2019 un 1,4 % y un 1,3 %, respectivamente<sup>20</sup>.

Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

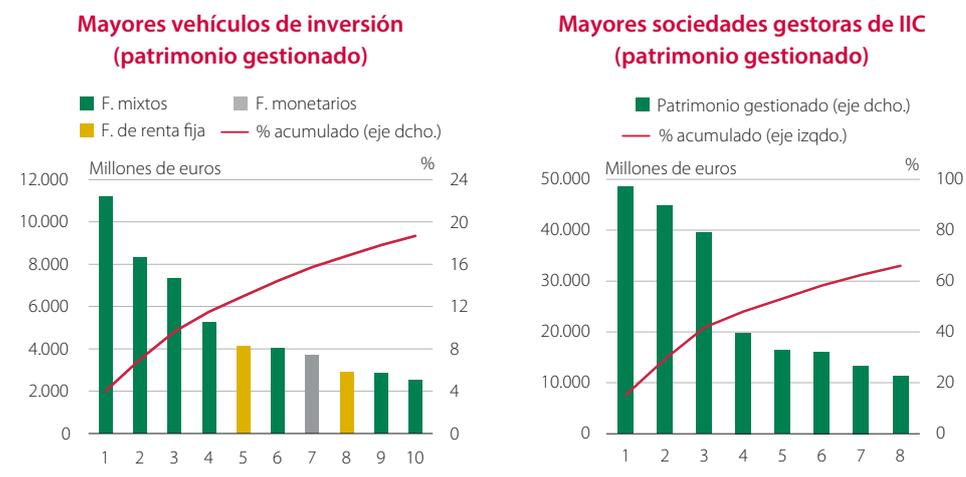
En España, a finales de 2019 había un total de 3.977 vehículos de inversión activos pertenecientes a la EF1 (156 menos que en 2018). De ellos, 1.332 correspondían a fondos de inversión, 2.573 a SICAV y 72 a *hedge funds*. En términos de tamaño (patrimonio gestionado), los fondos de inversión son, en general, los que gestionan un mayor volumen de activos. Por ejemplo, un total de 52 fondos gestionaban un patrimonio superior a los 1.000 millones de euros, una cifra que no superaba ninguna SICAV ni ningún *hedge fund*. En el caso de los fondos de inversión, además, conviene resaltar su elevado grado de concentración. Como se observa en el gráfico 12, los cuatro mayores vehículos, dos de los cuales eran fondos globales —uno un fondo de renta variable mixta y otro se correspondía con un fondo de renta fija mixta (todos

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 sobre fondos del mercado monetario, que tiene como objetivo el establecimiento de unas normas comunes en la Unión Europea con relación al 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). A finales de 2019, el número de fondos que permanecía como monetarios era de dos, mientras que el resto había cambiado su vocación.

ellos incluidos en la categoría de fondos mixtos)— concentraban el 11,5 % del patrimonio total de estos, 1 punto porcentual más que en 2018. Adicionalmente, los 10 fondos de mayor tamaño, entre los que había 7 fondos mixtos, 2 de renta fija y 1 monetario, suponían algo menos del 20 % del total (véase panel izquierdo del gráfico 12).

### Concentración en el sector de la inversión colectiva

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

También existe una elevada concentración con relación a los gestores de estos vehículos, debido a que tradicionalmente el sector de los fondos de inversión ha sido gestionado, en su mayoría, por sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) pertenecientes a grupos bancarios. De esta forma, a finales de 2019, las tres mayores SGIIC —todas pertenecientes a bancos— concentraban más del 40 % del patrimonio total de los fondos de inversión y las 7 mayores, el 65 % (véase panel derecho del gráfico 12).

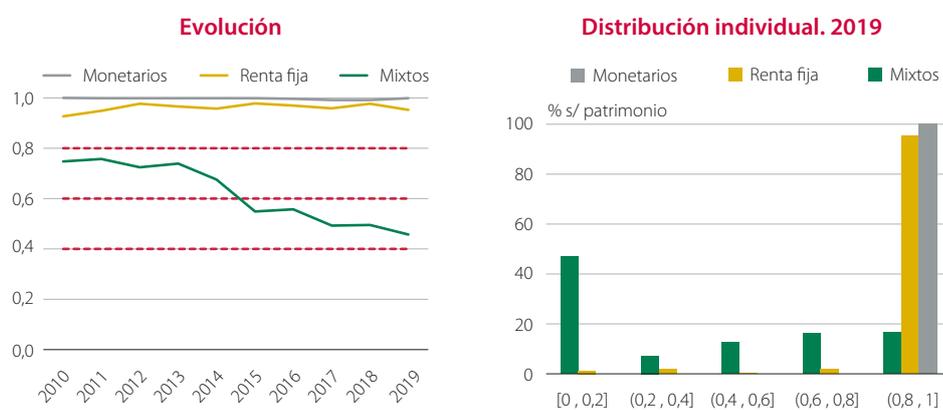
En relación con los riesgos asociados a los fondos de inversión españoles, se puede observar en el cuadro 7 que estos no son demasiado elevados, a excepción del riesgo de crédito, ya que, por la propia naturaleza de estos fondos, muestran un porcentaje notable de activos crediticios en sus carteras. Como cabría esperar, los fondos monetarios eran los que poseían una proporción más elevada, con prácticamente el 100 % de su patrimonio invertido en activos crediticios a finales de 2019, seguidos por los fondos de renta fija, cuyo porcentaje se situaba en un 95 %. En los fondos mixtos, por su parte, esta proporción era al cierre del ejercicio anterior del 46 % (nivel de riesgo moderado), una cifra que ha ido disminuyendo de forma sistemática en los últimos años, habiéndose situado en 2009 y 2010 cerca del 80 % (véase panel izquierdo del gráfico 13). Este descenso se ha producido como consecuencia de un aumento paulatino del peso de los activos de renta variable en la cartera global de estos fondos, ya que aquellos que por su política de inversión tienen mayor porcentaje de renta fija (esencialmente los fondos de renta fija mixta) han registrado una contracción patrimonial paulatina, mientras que se ha producido una expansión de aquellos fondos cuya política de inversión tiene una mayor proporción de activos de renta variable (renta variable mixta) o menos restricciones en sus inversiones (sobre todo fondos globales).

Atendiendo a los datos individuales, se puede observar en el panel derecho del gráfico 13 que los 2 fondos monetarios que existían en nuestro país a finales de 2019

tenían un porcentaje de activos crediticios superior al 80 %, mientras que en el caso de los fondos de renta fija se superaba este umbral en más del 95 % de los casos (en términos patrimoniales<sup>21</sup>). En cambio, en los fondos mixtos, este umbral solamente lo superaban fondos que acumulaban un 17 % del total del patrimonio, mientras que más de un 50 % estaba en un nivel de riesgo bajo (inferior al 40 %).

### Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

En cuanto al 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. Esta diferencia en el cálculo de la ratio radica 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 es representativo de todas las posibles *obligaciones* del fondo.

Utilizando este cálculo, tan solo los fondos de renta fija tienen un nivel de riesgo moderado (véase panel izquierdo del gráfico 14), con una proporción de activos a largo plazo del 47 %. En el resto de vocaciones el riesgo es bajo, aunque en el caso de los fondos mixtos, hasta 2016 este indicador se situaba por encima del 30 % (nivel moderado), con cifras similares a las de los fondos de renta fija. En los últimos 3 años, en cambio, ha ido descendiendo hasta situarse en el 26 % al cierre de 2019. En los fondos monetarios, con importantes restricciones a la inversión a largo plazo<sup>22</sup>, el riesgo de transformación de vencimientos es prácticamente nulo. En relación con la distribución individual de la ratio entre fondos, como se observa en el panel derecho del gráfico 14, en los dos fondos monetarios registrados a finales de 2019 el porcentaje de activos a largo plazo estaba por debajo del 20 %. Respecto de los fondos de renta fija y mixtos, aunque en términos globales no parece detectarse un nivel elevado en el riesgo de transformación de vencimientos, el análisis individualizado indica que una parte importante de fondos tiene una alta proporción de

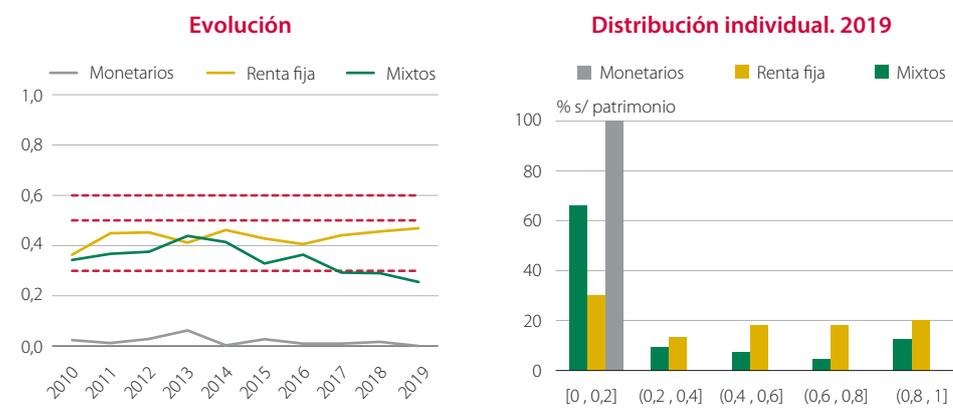
21 Cabe destacar que un 3 % del patrimonio de los fondos de renta fija tiene una proporción de activos crediticios inferior al 40 % por invertir prácticamente la totalidad de su patrimonio en otras ILC, que, a pesar de ser en la mayoría de casos otros fondos de renta fija, se consideran a efectos analíticos como una inversión en renta variable.

22 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.

activos a largo plazo en su cartera. En particular, un 38 % y un 17 % del patrimonio de estas dos tipologías de fondos, respectivamente, mostraba un porcentaje de activos a largo plazo superior al 60 % del patrimonio total en 2019.

### Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

El análisis del riesgo de liquidez es complejo, puesto que no existe una definición única e inequívoca de *activo líquido*. Como concepto general, la liquidez de un activo se asocia con la posibilidad de comprarlo o venderlo en un tiempo reducido sin incurrir en pérdidas elevadas. Por tanto, este concepto está relacionado con la propia naturaleza del activo y también con la coyuntura de los mercados financieros, dado que en momentos turbulentos la liquidez de los activos suele disminuir con rapidez. 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. Pero, incluso dentro de cada tipo de activo, las condiciones de liquidez pueden variar dependiendo, por ejemplo, del riesgo de crédito del emisor del instrumento. Teniendo en cuenta todas estas consideraciones, la CNMV evalúa diferentes métricas de liquidez en el ámbito de los fondos de inversión. Estas métricas, todas ellas complementarias, tienen en cuenta el tipo de activo, la calificación crediticia del emisor y las condiciones del mercado. En este ámbito de análisis del riesgo de liquidez también se presentan en el recuadro 1 los resultados de los test de estrés que realiza la CNMV con carácter periódico y que evalúan el grado de resistencia de las IIC españolas ante diferentes escenarios adversos de reembolsos.

La evaluación del riesgo de liquidez es particularmente importante en el ámbito de los fondos de inversión, debido a que la mayoría de estas instituciones permite reembolsos con carácter diario, una característica que puede ser una fuente de vulnerabilidad para ellas ante un incremento significativo e inesperado del volumen de los reembolsos como el que se vivió en marzo de 2020. Una parte importante de la tarea de supervisión de la CNMV consiste en asegurar que estas instituciones gestionan este riesgo de manera adecuada y que, en particular, tienen suficientes activos líquidos para afrontar una situación de este tipo. La gestión del riesgo de liquidez no

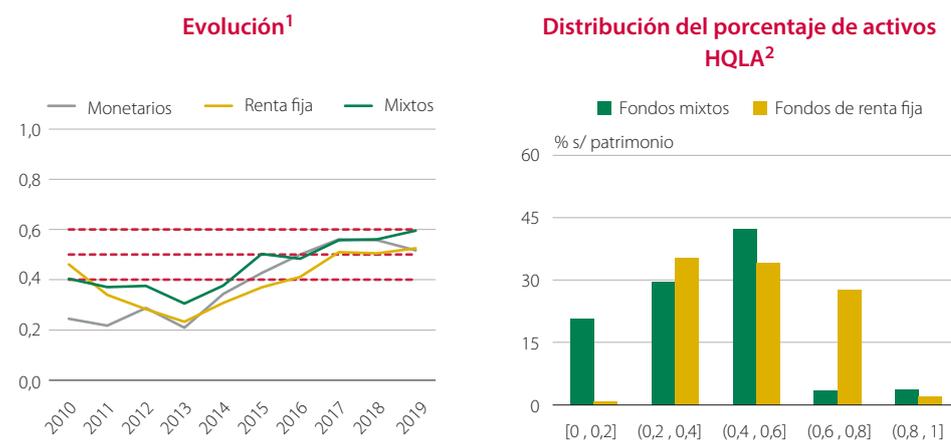
solo incluye la evaluación de la liquidez de la cartera de los fondos, que se detalla a continuación, sino también el uso apropiado de las herramientas de gestión de la liquidez que existen en la legislación y que se describen en el segundo recuadro de este informe.

Habitualmente se utilizan tres métricas para medir la liquidez de las carteras de los fondos de inversión. 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. La proporción de activos menos líquidos basada en esta medida ha mostrado una tendencia al alza desde 2013 para todas las vocaciones contempladas, si bien se han identificado ejercicios marcados por una mayor estabilidad. El aumento de la proporción de activos menos líquidos durante los años previos ha podido deberse al incremento de la inversión tanto en activos de deuda corporativa como en otras IIC de IIC. Dado que estas últimas pueden invertir en activos líquidos, las proporciones presentadas en el gráfico deben ser interpretadas como un nivel de referencia máximo de activos menos líquidos.

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 (HQLA). Esta métrica es ampliamente utilizada en numerosos estudios de referencia y, en nuestro caso, también se emplea en los test de estrés comentados. Pues bien, la distribución de esta proporción de activos para el año 2019 se expone en el panel derecho del gráfico 15<sup>23</sup>. En este panel se observa que una parte importante del patrimonio de los fondos muestra una proporción de activos líquidos alta. En particular el 49,6 % del patrimonio de los fondos mixtos y el 64,1 % del patrimonio de los fondos de renta fija tiene una proporción de activos líquidos superior al 40 % de la cartera total. Sin embargo, cabe señalar el empeoramiento de este indicador en los fondos mixtos, que es coherente también con el comportamiento de la primera métrica de liquidez para estos fondos, comentado anteriormente.

---

23 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 es superior al 60 %. Para estos fondos se considera que no se puede realizar una evaluación apropiada de las condiciones de liquidez de una parte suficientemente relevante de su patrimonio.



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Se mide como la proporción de activos menos líquidos sobre el patrimonio total, considerando activo líquido los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable.

<sup>2</sup> Se consideran activos líquidos de alta calidad (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 titulizaciones, 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 titulizaciones entre el 0 y el 65 %.

La última de las métricas consideradas se realiza únicamente sobre los activos de la cartera de renta fija privada, pues se considera que estos pueden experimentar deterioros más intensos de la liquidez en periodos de incertidumbre en los mercados. Para el análisis 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. La proporción de activos menos líquidos evaluada de esta manera, que llegó a representar el 30 % de la cartera de renta fija privada de los fondos en 2009, se ha reducido progresivamente durante los años posteriores hasta alcanzar mínimos inferiores al 7 % de dicha cartera en el primer semestre de 2019. Con posterioridad se identifica un leve aumento de esta proporción, que se situó en el 8,7 % en diciembre de 2019 (el 1,6 % del patrimonio de los fondos de inversión).

Los resultados de los diferentes indicadores disponibles para evaluar las condiciones de liquidez de los fondos de inversión, junto con los resultados de los test de estrés, sugieren que la proporción de activos menos líquidos aumentó en 2019, especialmente en algunas categorías como en los fondos de inversión mixtos, pero se concluye que el nivel de activos más líquidos continúa siendo suficientemente elevado como para atender un aumento significativo de los reembolsos. El reciente periodo de turbulencias de marzo de 2020, que constituye precisamente un *ejercicio real* de este tipo, sirvió para comprobar el grado de resistencia de los fondos de inversión, pues el aumento de las peticiones de reembolsos se atendió sin incidencia reseñable y solo se iniciaron suspensiones parciales de los reembolsos en cinco instituciones.

El riesgo de liquidez y, en particular, el riesgo de que la proporción de activos líquidos de los fondos de inversión pueda no ser suficiente para atender un aumento potencial en el volumen de reembolsos es una de las vulnerabilidades más relevantes que se identifican desde hace algunos años sobre el conjunto de estas instituciones en el ámbito internacional. De hecho, durante la crisis financiera global se produjeron varios casos de fondos monetarios que experimentaron serias dificultades para atender el incremento de los reembolsos. Desde el punto de vista de los supervisores de estas instituciones, la evaluación e identificación de este riesgo, junto con el desarrollo de herramientas que permitan gestionarlo adecuadamente, se ha convertido en una tarea esencial. Las herramientas regulatorias desarrolladas son de múltiple naturaleza y no homogéneas desde una perspectiva europea. En este sentido, el recuadro 2 de este informe describe las herramientas de gestión de la liquidez más relevantes, así como su disponibilidad entre varios Estados miembros de la Unión Europea, y resume su uso en el caso de los fondos españoles durante la crisis del coronavirus. En cuanto a los trabajos destinados a la identificación de este riesgo, se destaca en este recuadro las pruebas conocidas como *test de estrés*, que simulan un *shock* (o varios) en el mercado y evalúan el grado de fortaleza de las instituciones. Este recuadro resume los resultados más relevantes de un ejercicio de este tipo sobre los fondos de inversión mobiliarios españoles, aplicando una metodología que fue iniciada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (marco de trabajo de STRESI —ESMA, 2019<sup>1</sup>— y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el trabajo de Ojea, 2020<sup>2</sup>). Los resultados completos de este ejercicio pueden encontrarse en Losada, R. y Martínez Pastor, A. (2020). «Test de estrés para fondos de inversión mobiliaria». *Boletín de la CNMV*. Trimestre IV.

En concreto, la CNMV ha diseñado un test de estrés para el sector de los fondos de inversión monetarios, las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS) y las cuasi-UCITS<sup>3</sup>. La base de datos utilizada para realizar el test se ha extraído de los estados reservados que envían las gestoras de fondos de inversión españoles a la CNMV en su labor como supervisor. La granularidad de la información contenida en esa base de datos con respecto al tipo de partícipe, la composición de la cartera del fondo, la vocación y el volumen de activos permite clasificar los fondos en categorías detalladas y representativas. En este caso, las categorías en que se han clasificado los fondos de inversión mobiliarios son: i) fondos de deuda pública mayorista, ii) fondos de deuda pública minorista, iii) fondos de renta fija corporativa con grado de inversión, iv) fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento, v) fondos de renta fija mixta, vi) fondos de renta variable mayorista, vii) fondos de renta variable minorista y viii) otros fondos de inversión (globales y retorno absoluto). A continuación se realiza un filtrado de fondos, detallado en Ojea (2020), mediante el que se eliminan de la muestra fondos que por sus características podrían introducir distorsiones en la simulación de escenarios. Entre otros, se eliminan aquellos fondos cuyas carteras tienen activos no identificables que suponen más del 40 % de su patrimonio (por ejemplo, fondos que principalmente invierten en otros fondos). También se eliminan de la muestra los fondos garantizados por ser fondos que penalizan los reembolsos fuera de las ventanas de liquidez que se encuentran preestablecidas.

### Resultados del test del estrés con datos a 30 de junio de 2020

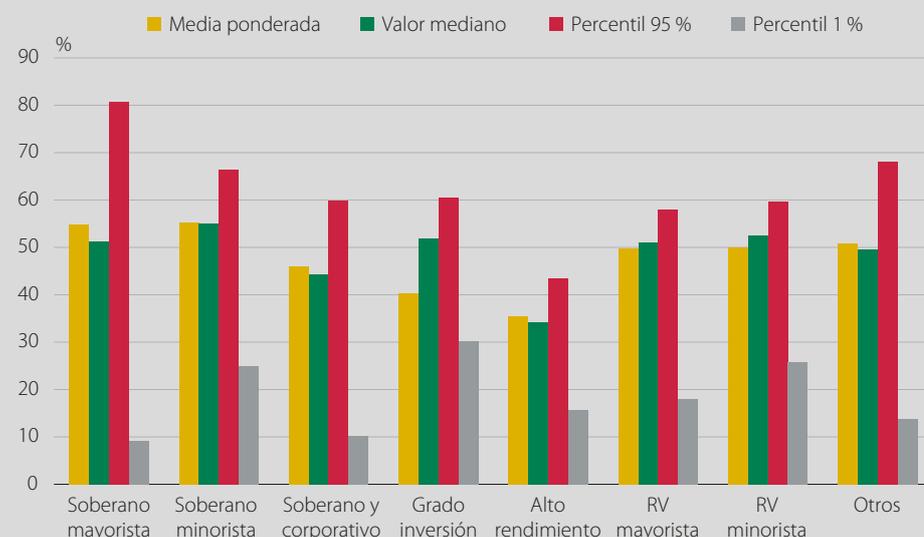
Mediante la metodología desarrollada por la CNMV, se ha llevado a cabo el ejercicio de test de estrés para los fondos de inversión mobiliarios con datos desde

diciembre de 2008 hasta junio de 2020. A continuación se presentan los tres tipos de resultados más importantes del ejercicio. En primer lugar, se cuantifica la proporción de activos líquidos en la cartera de los fondos de inversión. A continuación se identifican los fondos que podrían experimentar dificultades para atender los reembolsos en diferentes escenarios adversos y, finalmente, se hace una estimación del impacto sobre los mercados financieros derivado de la venta de activos de los fondos.

En el gráfico R1.1 se representa la proporción de activos líquidos de los fondos medido a través del enfoque *High Quality Liquid Assets* (HQLA<sup>4</sup>) por categoría, que delimita los activos a disposición de los fondos para afrontar un *shock* negativo que pudiera suceder durante los siguientes seis meses. La media ponderada de activos líquidos para la mayoría de categorías se sitúa en torno al 50 % del patrimonio de los fondos. Solo las categorías que incluyen bonos corporativos se encuentran por debajo de esta proporción, especialmente la que incluye los fondos con un gran porcentaje de bonos corporativos de alto rendimiento en sus carteras. También es importante señalar que en todas las categorías existe un porcentaje de fondos que tienen una liquidez disponible muy por debajo de la media. Esto es especialmente relevante para las categorías de: soberano mayorista y soberano y corporativo.

**Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría**

GRÁFICO R1.1



Fuente: CNMV. Para cada categoría de fondos de inversión se representa la media ponderada de los activos líquidos en cartera y el valor mediano. Además se ofrece la proporción de activos líquidos para otros 2 percentiles de la distribución de fondos, el 1 % y el 95 % (la mediana se corresponde con el percentil 50 %). En el caso de los fondos soberanos mayoristas, por ejemplo, esto quiere decir que si se ordenan los fondos de menor a mayor proporción de activos líquidos, el valor de esta proporción para el 1 % de los fondos (aquellos con datos más bajos) es inferior al 10 % de la cartera y, de forma similar, el valor de esta proporción para el 95 % de los fondos es inferior al 80 % de la cartera.

El análisis, que contempla diferentes escenarios de *shocks* de reembolsos sobre las distintas categorías de fondos, revela que el mercado de los fondos de inversión mobiliarios es, en general, resistente a los escenarios planteados. Como se observa en el cuadro inferior, que representa el porcentaje de fondos (o de patrimonio) dentro de cada categoría que podría experimentar dificultades a la hora

de atender los reembolsos de diferentes escenarios, solo en el más extremo, denominado *Conditional Expected Shortfall* o *CoES*<sup>5</sup> ( $\alpha = \beta = 2\%$ ), se identifican fondos que podrían atravesar estas dificultades. En particular, se trataría de 8 fondos distribuidos entre las 3 categorías y que representan el 16,7 % de los fondos de la categoría de bonos corporativos, el 2,5 % de los fondos de la categoría de bonos soberanos y corporativos y el 1,0 % de los fondos de la categoría denominada como «Otros». Estos mismos fondos suponen el 3,9 %, el 0,5 % y el 0,2 % del total del patrimonio en cada una de las categorías.

### Resultados de los test de estrés bajo diferentes escenarios (flujos agregados)

CUADRO R1.1

%

Número de fondos con  $RCR^1 < 1$  en cada estilo / Total de fondos en cada estilo

Escenarios	Soberano mayorista	Soberano minorista	Soberano y corporativo	Corp. grado de inversión	Corp. alto rend.	Renta variable mayorista	Renta variable minorista	Otros
ES ( $\alpha = 3\% \text{ }^2$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CoES ( $\alpha = \beta = 2\% \text{ }^3$ )	0,0	0,0	2,5	0,0	16,7	0,0	0,0	1,0

Patrimonio de los fondos con  $RCR^1 < 1$  en cada estilo / Total de fondos en cada estilo

Escenarios	Soberano mayorista	Soberano minorista	Soberano y corporativo	Corp. grado de inversión	Corp. alto rend.	Renta variable mayorista	Renta variable minorista	Otros
ES ( $\alpha = 3\% \text{ }^2$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CoES ( $\alpha = \beta = 2\% \text{ }^3$ )	0,0	0,0	0,5	0,0	3,9	0,0	0,0	0,2

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> RCR: Ratio de cobertura de reembolsos. Se define como el cociente entre el volumen de activos líquidos de cada fondo y el tamaño del reembolso. Por tanto, aquellos fondos con  $RCR < 1$  se identifican como los que pueden experimentar problemas de liquidez de forma directa.

<sup>2</sup> Este es el escenario central contemplado en el test de estrés que lleva a cabo ESMA (2019). ES el acrónimo de *Expected Shortfall*, una medida de riesgo que mide los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. En este caso se considera el 3 % de mayores reembolsos.

<sup>3</sup> El número de fondos que podrían presentar problemas de liquidez son ocho: uno corresponde a la categoría de soberano y corporativo, seis a la de corporativo de alto rendimiento y uno a la de «Otros».

El último paso de este ejercicio consiste en estimar el impacto en los precios de los mercados de deuda y renta variable cuando los fondos se enfrentan a escenarios de reembolsos adversos. Estos resultados, que se muestran en el cuadro R1.2, sugieren que el impacto es limitado. Como era de esperar, incluso en el escenario más adverso, *CoES* ( $\alpha = \beta = 2\%$ ), y con el método de liquidación prorata<sup>6</sup>, se estima que los precios de los activos de renta variable caerían de media 8,17 puntos básicos (p.b.), los de la deuda privada *investment grade* (IG) lo harían 7,95 p.b., los de la deuda privada *high yield* (HY) 5,59 p.b. y los de la deuda pública 3,09 p.b.

**Impacto sobre los precios de los activos en los mercados de valores** CUADRO R1.2

**Liquidación prorrata (p.b.)**

Escenarios	Deuda pública	Deuda privada IG	Deuda privada HY	Renta variable
ES ( $\alpha = 3\%$ <sup>1</sup> )	1,52	3,48	1,85	4,17
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )	1,21	2,70	1,29	3,27
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )	1,47	3,34	1,72	4,02
CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )	1,71	3,99	2,22	4,70
CoES ( $\alpha = \beta = 2\%$ )	3,09	7,95	5,59	8,17

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Este es el escenario central contemplado para el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). ES es el acrónimo de *Expected Shortfall*, la cual es una medida de riesgo que mide en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. En este caso se consideran el 3 % de mayores reembolsos.

- ESMA (2019). *Stress simulation for Investment funds*. ESMA Economic Report.
- Ojea, J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión». *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47
- Los fondos monetarios son aquellos regulados en el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario. Los fondos UCITS son aquellos regulados en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En España, tanto los fondos considerados UCITS como los cuasi-UCITS están regulados por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y su reglamento de aplicación, que traspone a la legislación española la Directiva 2009/65/CE. Es importante señalar que, según la normativa europea, la mayoría de los fondos cuasi-UCITS se consideran como IIC alternativa, que ESMA incluye en la categoría de «Otros». Estos fondos alternativos se encuentran regulados a nivel europeo mediante la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.
- El enfoque HQLA mide la liquidez de la cartera del fondo mediante un índice que atribuye a cada clase de activo un grado de liquidez (un peso que puede tomar valores de 0 a 100) en función de sus características:  $HQLA_i = \sum_{k=1}^n (w_{i,k} * s_{i,k}) * 100$ . Donde  $w_{i,k}$  es el peso (grado de liquidez) que tiene el activo  $k$  del fondo  $i$  y  $s_{i,k}$  representa la proporción de ese activo en la cartera del fondo. Es decir, el índice HQLA es una media ponderada de la liquidez de los activos que componen la cartera del fondo. Los pesos atribuidos,  $w_{i,k}$ , se corresponden con los aplicados en Basilea III.
- El CoES se define formalmente como  $CoES_{ij}(\alpha, \beta) = \int_n^u F_i^{-1}(v) dv$ , donde  $u = F_i^{-1}(CoVaR_{ij}(\alpha, \beta))$  y  $F_i^{-1}$  es la función de distribución inversa de la variable  $i$ . Por su parte, el CoVaR toma un valor que cumple en este contexto:  $\Pr(Flujo\ neto\ \%_i < CoVaR_{ij}(\alpha, \beta) | Flujo\ neto\ \%_i < VaR_j(\alpha)) = \beta$ , donde  $VaR_j(\alpha)$  es el percentil de los flujos netos  $j$  que determina la severidad de los reembolsos condicionales, mientras que  $\beta$  es el percentil que determina la severidad de los reembolsos condicionados al escenario anterior. Por ejemplo, en un CoES ( $\alpha = \beta = 2\%$ ), para calcular el shock de reembolso al que se tienen que enfrentar los fondos de cada una de las categorías, se han tenido en cuenta el 2 % de los mayores reembolsos de cada categoría seleccionados en los momentos en los que para todo el sector de fondos se han producido el 2 % de mayores reembolsos.
- El método de liquidación prorrata consiste en liquidar los activos de un fondo de tal manera que siempre se mantienen las proporciones que cada activo representa en la cartera independientemente de su patrimonio. Este sería el método más apropiado desde el punto de vista de la protección del inversor y se distingue del método de liquidación en cascada, por el que se venden en primer lugar los activos más líquidos.

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 específico<sup>24</sup>, y nunca superar el 10 % de su patrimonio. En España, ninguna categoría superaba el 2 % en 2019 ni lo había hecho, al menos, desde 2009<sup>25</sup>. Adicionalmente, a nivel individual, ningún fondo superaba al cierre del año pasado el 10 %.

Sin embargo, las IIC 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 Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) para hacer un seguimiento del apalancamiento de estas instituciones a escala internacional<sup>26</sup>. La información disponible en la CNMV 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 esta operativa (de contraparte, de mercado y de contagio). De esta forma, se calcula que al cierre de 2019 la exposición al riesgo de mercado evaluado para las IIC pertenecientes a la IFNB que están sujetas a la normativa UCITS en relación con los límites de apalancamiento<sup>27</sup> y que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso<sup>28</sup> (96 % del total en términos patrimoniales<sup>29</sup>) suponía el 28,3 % de su patrimonio<sup>30</sup>, un porcentaje que se encuentra muy por debajo del máximo permitido por la legislación vigente (100 % del patrimonio<sup>31</sup>). Si se analizan de forma individualizada los fondos de inversión mixtos y los de renta fija, se puede observar que la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en más del 90 % de los fondos de renta fija y del 50 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales), mientras que únicamente un 1,2 % y un 6,3 % del patrimonio de estos registraban unos valores relativamente elevados de exposición a este riesgo, de entre el 80 % y el 100 % del patrimonio (véase el panel derecho del gráfico 16).

24 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.

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

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

27 Se incluyen tanto las IIC que cumplen con la normativa UCITS en su totalidad como aquellas que no la cumplen completamente (IIC acogidas a alguna de las excepciones del artículo 72 del Real Decreto 1082/2012), aunque sí lo hacen en relación con la operativa de derivados.

28 El método europeo del compromiso, cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías de ESMA —*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 notional 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*).

29 No se incluyen en este caso las IIC de inversión libre, que se analizan posteriormente.

30 Cabe mencionar que el nivel de apalancamiento está sobreestimado en algunas de las IIC que invierten parte de su patrimonio en otras IIC. Esto se debe a que el cálculo del riesgo de mercado generado por la operativa en derivados que surge como consecuencia de esta inversión lo establecen, por una cuestión de simplificación de cálculos, como el 100 % de la inversión en otras IIC.

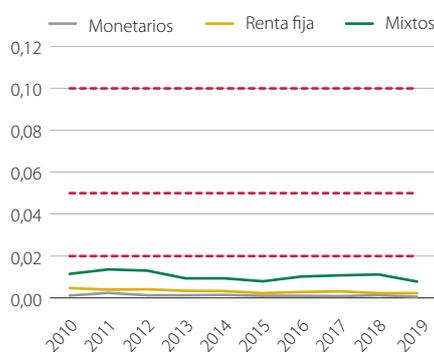
31 La legislación también impone exigencias adicionales a la operativa con derivados no negociados en mercados organizados: entre otras, limita el riesgo asumido con una única contrapartida al 10 % de su patrimonio.

Del resto de IIC que forman parte de la IFNB (4 % del total del patrimonio), alrededor de un 1 % del patrimonio se corresponde con IIC que declaran no realizar ningún tipo de operativa con derivados; un 1,4 % con IIC sujetas también a la normativa UCITS en los límites de apalancamiento, cuya exposición al riesgo de mercado se calcula de acuerdo con la metodología de VaR, y, finalmente, un 1,5 % con IIC sujetas, en términos generales, a la normativa UCITS pero 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. En el caso de estas últimas, denominadas cuasi-UCITS, el nivel de exposición se situaba alrededor del 90 %.

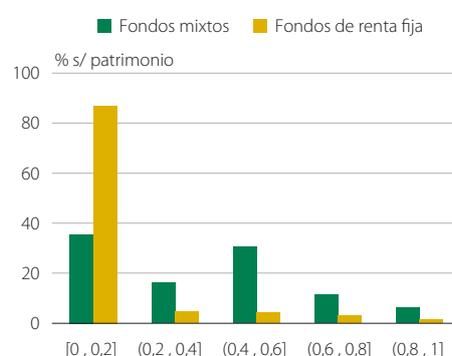
## Apalancamiento en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 16

### Evolución del apalancamiento directo



### Distribución del apalancamiento indirecto en 2019<sup>1</sup>



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Fondos de inversión, tanto UCITS como cuasi-UCITS, que utilizan el método del compromiso y que pertenecen a la IFNB (excepto para los fondos monetarios).

Finalmente, por lo que respecta a las IIC de inversión libre (IICIL, incluidas en la categoría de IIC alternativas y, por tanto, con una regulación más flexible) la evidencia empírica también indica que el nivel de apalancamiento es, en general, moderado y tan solo algunos fondos aislados realizan un uso más intensivo de este. En el caso de las IIC de inversión libre puras, 4 instituciones superaban en diciembre de 2019 el 100 % de apalancamiento bruto, con una cifra máxima del 170 %. Por lo que se refiere a las IICIL —es decir, los fondos y las sociedades que invierten en otras IICIL—, se debe tener en cuenta que el apalancamiento se asume en gran medida de forma indirecta a través de la inversión en IIC de inversión libre, siendo el apalancamiento directo bruto observado muy reducido. Solamente 2 instituciones (de un total de 7) comunican apalancamiento directo, una de ellas del 23 % y la segunda del 70 %.

El riesgo de contraparte —es decir, el riesgo de que las dificultades financieras de una entidad se transmitan a sus contrapartes o prestamistas, 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. Así, a finales de 2019 los saldos deudores conjuntos de las IIC UCITS y cuasi-UCITS por operaciones con derivados OTC representaban el 0,32 % 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 0,15 % del patrimonio total de estos fondos. En el caso de las IIC de inversión libre (incluidas las IIC que invierten en IICIL) estas cifras eran del 0,86 % y el 0,58 %, respectivamente.

### Disponibilidad y uso de las herramientas de gestión de la liquidez en el ámbito de la inversión colectiva

RECUADRO 2

Dentro de los análisis de riesgos más relevantes en el ámbito de la inversión colectiva destacan aquellos relacionados con el riesgo de liquidez y con el apalancamiento de estas instituciones, que también se incluyen en este informe. La percepción de un riesgo excesivo en estos ámbitos puede acabar desencadenando la activación de alguna de las herramientas existentes, bien sea desde un punto de vista microprudencial o bien macroprudencial, si se percibe una amenaza seria para la estabilidad del sistema financiero. Por tanto, los análisis de riesgos deben realizarse en paralelo con la valoración de la idoneidad de las herramientas disponibles. En el ámbito particular de las herramientas de gestión de la liquidez (conocidas como LMT, por sus siglas en inglés), cabe señalar que estas pretenden mitigar la falta de correspondencia entre el perfil de reembolsos que un fondo puede registrar y la proporción de activos líquidos disponibles para atender dichos reembolsos. La naturaleza de estas herramientas es diversa, así como su grado de eficiencia y eficacia. La mayoría pueden ser activadas por la propia gestora de IIC y algunas de ellas por los reguladores de valores. Sin embargo, el conjunto de herramientas disponible no es homogéneo entre las diferentes jurisdicciones europeas. El análisis de la disponibilidad de herramientas y su homogeneización entre países se ha convertido en una de las prioridades para los próximos años tanto en el ámbito europeo como en la esfera internacional, a raíz de la experiencia vivida por algunas IIC durante los peores momentos de la crisis del COVID-19. En este recuadro se repasan las herramientas de gestión de la liquidez de las IIC españolas (UCITS y alternativas) y se describe el uso que se les ha dado durante la crisis, todo ello en el contexto europeo.

Los cuadros R2.1 y R2.2 describen la disponibilidad de las herramientas de gestión de la liquidez más relevantes en un total de siete Estados miembros de la Unión Europea para los fondos UCITS (cuadro R2.1) y para los fondos alternativos (cuadro R2.2). Se puede observar que esta disponibilidad es bastante heterogénea entre dichos Estados, siendo las suspensiones de los reembolsos y la posibilidad de establecer comisiones sobre los reembolsos las únicas disponibles en todos los países contemplados y para ambos tipos de fondos. Otras herramientas como los esquemas de *swing pricing* o los reembolsos en especie también están ampliamente disponibles (aunque no en todos los países). Finalmente, hay herramientas cuya disponibilidad no está generalizada, si bien esta es mayor en el caso de los fondos alternativos. Este sería el caso de los colchones de liquidez obligatorios o de los *side pockets*. La disponibilidad de herramientas en el caso español es sobresaliente. Destaca tanto el número de herramientas disponibles como su relevancia, todo ello consecuencia de un proceso continuo de evaluación de estas necesidades, que ha dado lugar a la adopción de nuevas herramientas de forma reciente. Entre las más novedosas, destacan dos: i) la posibilidad de requerir de forma temporal colchones de liquidez determinados sobre una institución o un conjunto de ellas<sup>1</sup> y ii) la posibilidad —incorporada durante los peores momentos

de la crisis provocada por la pandemia<sup>2</sup>— de establecer periodos de preaviso, aunque dicha posibilidad no esté contemplada en el reglamento de gestión del fondo.

### Herramientas disponibles para UCITS

CUADRO R2.1

	España	Alemania	Francia	Italia	Irlanda	Luxemburgo	Holanda
Suspensión de los reembolsos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<i>Gates</i>	X	✓	✓	X	✓	✓	✓
<i>Side pockets</i>	✓	X	✓	X	X	✓	✓
Comisiones sobre los reembolsos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Reembolsos en especie	✓	✓	✓	X	✓	✓	✓
<i>Swing pricing</i>	✓	✓	✓	X	✓	✓	✓
Colchones de liquidez obligatorios	✓	X	X	X	✓	✓	X
<i>Side letters</i>	X	X	X	X	X	X	✓

Fuente: CNMV y ESMA.

### Herramientas disponibles para fondos alternativos (FIA)

CUADRO R2.2

	España	Alemania	Francia <sup>1</sup>	Italia <sup>2</sup>	Irlanda	Luxemburgo	Holanda
Suspensión de los reembolsos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<i>Gates</i>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<i>Side pockets</i>	✓	X	✓	✓	✓	✓	✓
Comisiones sobre los reembolsos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Reembolsos en especie	✓	✓	✓	X	✓	✓	✓
<i>Swing pricing</i>	✓	✓	✓	X	✓	✓	✓
Colchones de liquidez obligatorios	✓	✓	X	X	✓	X	X
<i>Side letters</i>	✓	✓	X	X	✓	✓	✓

Fuente: CNMV y ESMA.

<sup>1</sup> Hay ciertas especificidades en la disponibilidad de estas herramientas dependiendo del tipo de FIA.

<sup>2</sup> *Gates* y *side pockets* disponibles para FIA abiertos reservados a inversores profesionales.

Los fondos de inversión españoles sufrieron reembolsos elevados en los primeros momentos de la crisis, en particular en la segunda mitad de marzo, por un importe agregado que representaba el 2 % de su patrimonio. En meses posteriores, con un patrón algo irregular, los fondos han recuperado parte de estas salidas de recursos, de manera que los reembolsos netos agregados entre marzo y noviembre se estiman en el 1,7 % del patrimonio. Las tareas de supervisión realizadas por la CNMV no han identificado casos en los que estos reembolsos se hayan efectuado con dificultades. De hecho, ningún fondo español tuvo que activar ninguna medida extraordinaria de liquidez como las suspensiones de los reembolsos o los *side pockets*.

Sin embargo, cinco fondos tuvieron que proceder a realizar reembolsos parciales. El mecanismo de estos últimos es similar al de los *side pockets*, pero más ágil en

su implementación. Mediante esta herramienta solo una parte del fondo está afectada por la suspensión. Según la regulación española, las sociedades gestoras deben activar esta medida cuando la proporción de activos cuya negociación se ha suspendido representa más del 5 % de la cartera de la institución. El fondo de mayor tamaño afectado por una suspensión parcial de reembolsos fue un fondo de fondos con un patrimonio de 420 millones de euros, que tenía invertido un 7 % de sus activos en un fondo de inversión luxemburgués que suspendió reembolsos y dejó de calcular el valor de sus participaciones. En este caso cualquier inversor que quisiera realizar un reembolso del fondo de fondos afectado recibiría un reembolso parcial equivalente al 93 % del precio de las participaciones reembolsadas. Cuando finalizara la suspensión del fondo subyacente, los inversores recibirían el reembolso pendiente, en función de su valoración.

Este mismo mecanismo fue adoptado también por otros cuatro fondos de menor tamaño (con un patrimonio de 19 millones de euros). Uno de ellos también era un fondo de fondos afectado por la suspensión de los reembolsos de uno de los fondos subyacentes, mientras que los demás tenían inversiones en activos de deuda *high yield*. Dos de ellos se vieron significativamente afectados por una elevada incertidumbre en la valoración de los activos, así como por disminuciones de liquidez en algunas inversiones. En todos estos casos la importancia de estos bonos era inferior al 6 % del patrimonio del fondo.

La CNMV ha reforzado sus mecanismos de coordinación con las sociedades gestoras durante la crisis, incentivando a estas instituciones a utilizar, en caso de ser adecuado, las herramientas de gestión de la liquidez disponibles. En particular, se aconsejó especialmente el uso de los mecanismos que eviten que el aumento de los reembolsos sea perjudicial para los partícipes que permanecen en el fondo. Uno de los mecanismos más recomendado fue el de la valoración de los activos en función de los precios *bid*, con el fin de asegurar que el precio a pagar a los inversores que reembolsan está en línea con el precio que el fondo obtendrá con la venta de los activos. Otro mecanismo ampliamente recomendado fueron los esquemas de *swing pricing*, que también contribuyen a repercutir parte de los costes de transacción a los inversores que reembolsan.

En cuanto al uso de estas dos herramientas, la mayoría de las sociedades gestoras contemplan en sus procedimientos internos la posibilidad de valorar los activos en función del precio *bid* cuando los reembolsos netos sobrepasan un cierto umbral. En relación con la aplicación de los esquemas de *swing pricing*, un número significativo de fondos ha comunicado a la CNMV que utilizarían este mecanismo cuando los reembolsos netos también excedan un determinado umbral. Los procedimientos internos de las gestoras deben establecer la cantidad de reembolsos que determina la aplicación de este mecanismo, así como el factor de *swing pricing* que se empleará. El establecimiento de este mecanismo por primera vez requiere una notificación pública a la CNMV.

En el ámbito europeo los gestores emplearon herramientas similares, entre las que predominaron la suspensión de los reembolsos, los esquemas de *swing pricing* y las *gates*, si bien su uso fue muy heterogéneo entre jurisdicciones. En el caso de las UCITS, las suspensiones de los reembolsos afectaron sobre todo a fondos con exposiciones importantes a activos de deuda corporativa, con un patrimonio agregado de 22.000 millones de euros en marzo. Esta cifra descendió a 400 millones en junio. En el caso de los FIA, las instituciones con suspensiones de

los reembolsos acumulaban un patrimonio de 40.000 millones a final de junio, debido, sobre todo, a las suspensiones en los fondos inmobiliarios. En general, tanto las suspensiones de las UCITS como las de los FIA no se originaron por la dificultad de atender el aumento de los reembolsos, sino por los problemas de valoración de algunos activos, en particular, de los activos de deuda corporativa, los derivados OTC y los activos del mercado inmobiliario.

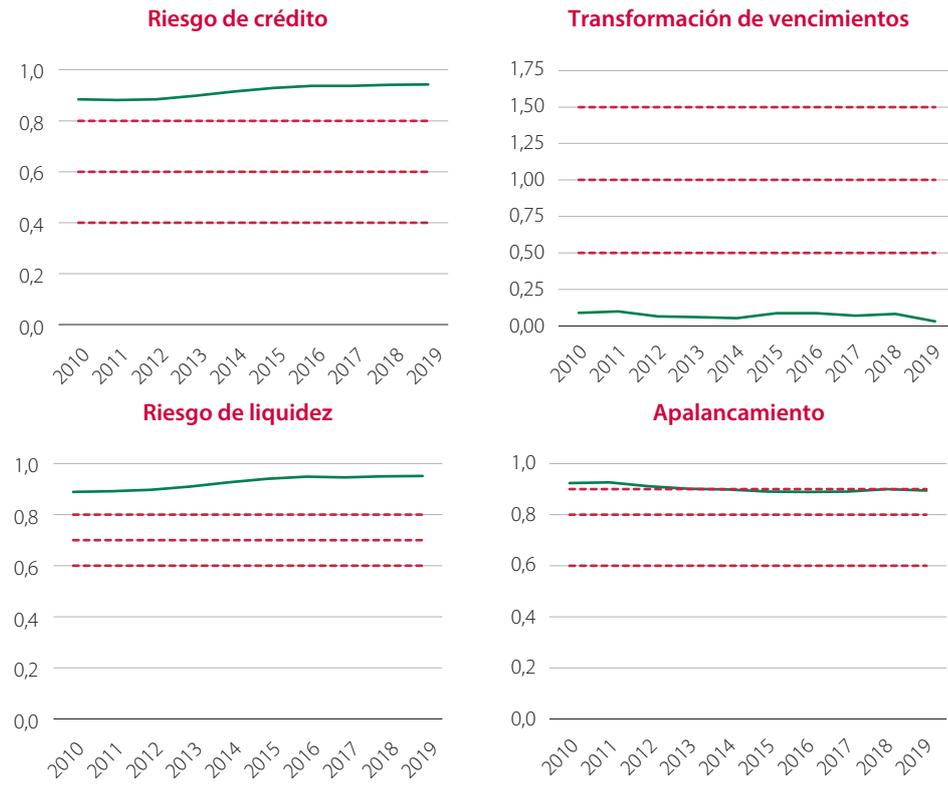
1 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

2 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.

### 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 ella los EFC. En España, los activos financieros de estas entidades representan, como se ha mencionado, el 11,7 % del total de funciones económicas, con prácticamente 60.000 millones de euros a finales de 2019, habiendo llegado a los 70.000 millones en 2008. Si se sustrae el importe que consolida en los grupos bancarios, que en 2019 aumentó respecto a años anteriores, los activos financieros de estas entidades descienden hasta los 8.000 millones de euros, es decir, un 2,6 % de la medida estrecha de la IFNB. Es importante, por tanto, tener este hecho en cuenta a la hora de realizar el análisis de los riesgos de estas entidades, ya que, independientemente de su nivel, los efectos en términos de estabilidad financiera no serían, en principio, significativos.

Los paneles del gráfico 17 ilustran algunos indicadores relacionados con los riesgos más importantes que se analizan para estas entidades. Como se puede observar en el panel superior izquierdo, la valoración del riesgo de crédito es elevada para estas entidades debido a la naturaleza de su actividad, ya que más del 90 % de los activos financieros corresponde a créditos concedidos. Por otro lado, el riesgo de liquidez y el apalancamiento elevados, que se sitúan también alrededor del 90 %, tienen su origen en el bajo nivel de activos líquidos y de fondos propios que poseen estas entidades. Por su parte, el indicador relacionado con el riesgo de transformación de vencimientos se ha situado en valores sustancialmente bajos, muy por debajo del 25 %, habiendo disminuido, además, hasta el 3 % en 2019 (véase panel superior derecho del gráfico 17). Este descenso se debió a las pocas obligaciones a corto plazo de los EFC, que ascendían tan solo a 700 millones de euros en su conjunto.



Fuente: CNMV.

### 3.3 Función económica 3

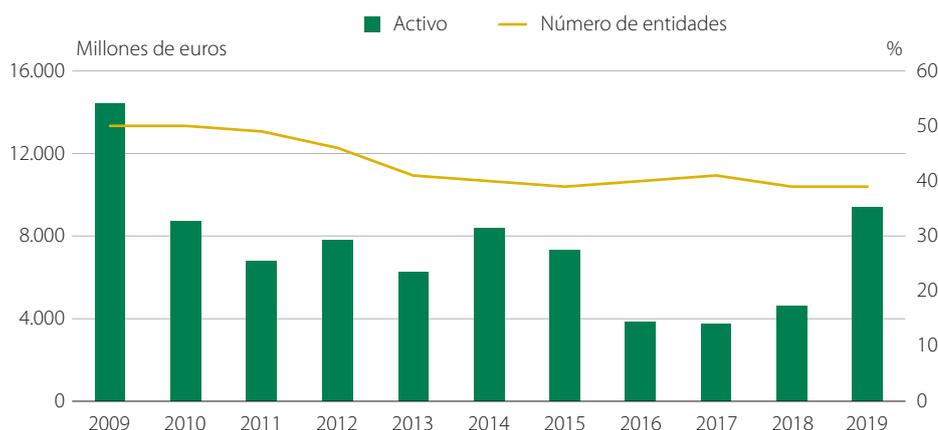
La EF3 viene definida como la intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada. En España pertenecen a esta categoría las sociedades de valores.

A finales de 2019 había un total de 39 sociedades de valores registradas en la CNMV, que contaban con un activo total de 9.416 millones de euros, lo que supone un aumento de más del 100 % en relación con el año 2018 (véase gráfico 18). Cabe mencionar que este importante avance se produjo por el fuerte aumento de la actividad en España de una sociedad de valores perteneciente a una entidad de crédito extranjera, debido al traspaso de parte de su operativa a nuestro país como consecuencia del *brexit*. A pesar de ello, el tamaño de este sector continúa siendo relativamente reducido si se compara con el de otras jurisdicciones, ya que en nuestro país los servicios de inversión los proporcionan en su mayoría entidades de crédito. Así, prácticamente un 90 % de las comisiones percibidas por estos servicios en 2019 correspondía a estas últimas, mientras que las sociedades de valores recibieron alrededor del 7 %<sup>32</sup> (el 3 % restante correspondió a las agencias de valores).

32 Cabe mencionar que estas cifras se corresponden con una clasificación de las entidades realizada desde un punto de vista legal, teniendo en cuenta la forma jurídica de cada una de ellas. No obstante, existen algunas entidades que tienen forma jurídica de banco, pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión. Las estimaciones realizadas reflejan que el importe de ingresos relacionado con la prestación de servicios de inversión en España de estas entidades, una vez descontadas las comisiones que estas retroceden a terceros, fue algo inferior a los 500 millones de euros en 2019, casi 100 millones más que en 2018. Desde un punto de vista amplio, se estima que un 68 % del negocio

### Activos de las sociedades de valores y número de entidades

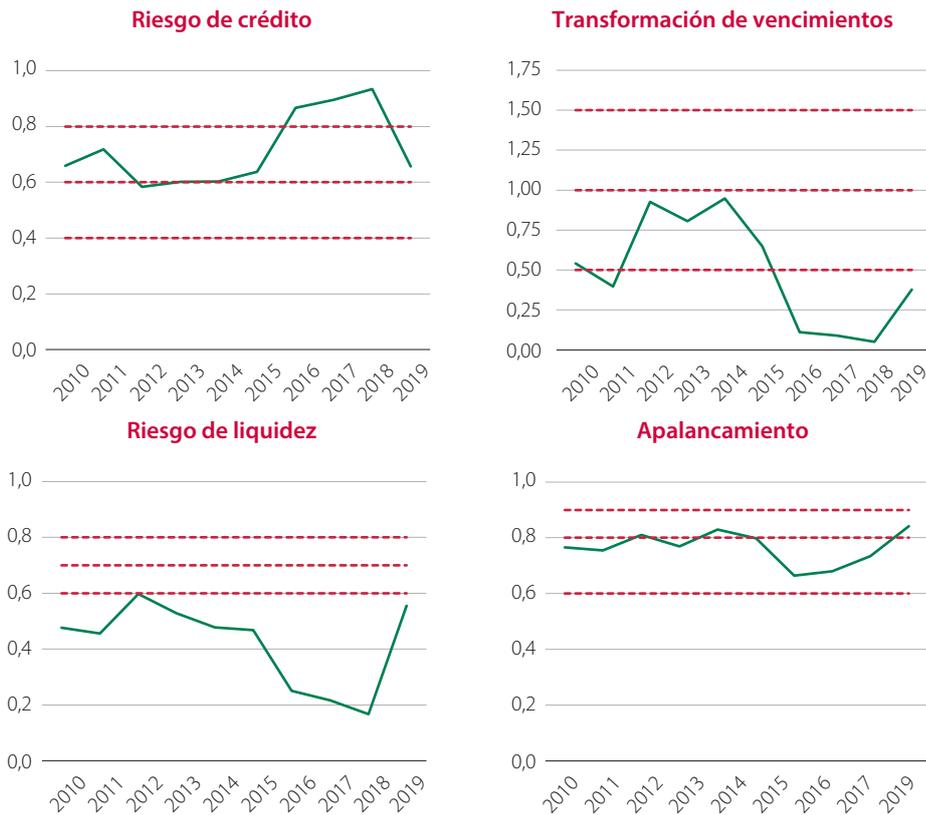
GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

Como ya se ha comentado, las sociedades de valores tienen un peso relativo muy reducido dentro de las 5 funciones económicas (aunque en 2019 este se incrementó del 0,9 % al 1,8 %), por lo que el riesgo de contagio sobre el resto del sistema financiero es muy limitado. Aun así, analizando los riesgos asociados a estas empresas independientemente de su dimensión, se observa que la incorporación de la entidad aludida ha repercutido de modo significativo en los indicadores de riesgo calculados para el sector a lo largo de 2019. Como se observa en los diferentes paneles del gráfico 19, el indicador de riesgo de crédito ha disminuido de forma destacada, 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 han sobrepasado el umbral que separa el riesgo bajo del moderado. En cambio, el indicador de apalancamiento ha pasado de la región de riesgo moderado a medio.

relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y evaluado a través de los ingresos por comisiones), corresponde a bancos comerciales o a entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto correspondería a entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación societaria con la banca comercial.



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 este grupo únicamente las sociedades de garantía recíproca. Estas compañías 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 los proveedores. Por otro lado, se está debatiendo la inclusión en la medida estrecha de la IFNB de las plataformas de financiación participativa (PFP, conocidas como *crowdfunding*) y, en particular, su posible inclusión en la EF4, ya que son vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación. Por el momento, no se han incluido estas entidades en el análisis, aunque por parte de la CNMV se están recolectando datos sobre ellas, con un nivel de detalle cada vez mayor<sup>33</sup>.

En España, las sociedades de garantía recíproca suponen una fracción muy pequeña de la medida estrecha de la IFNB, ya que sus activos financieros representan apenas el 0,2 % del total. En consecuencia, es muy improbable que, en caso de que estas entidades experimenten dificultades, los riesgos se propaguen al resto del sistema financiero.

33 La información estimada más reciente para estas plataformas representa un importe poco significativo, con una captación de recursos en 2019 de 139,1 millones de euros.

Dado que la dimensión de este sector es inferior al umbral del 0,5 %, se considera que no comporta riesgos para la estabilidad financiera, de forma que no se ha realizado el análisis de medición de potenciales riesgos que sí que se ha hecho para 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) cuyo objeto es la titulización de activos.

Dado que estas entidades proveen recursos a los bancos u otras entidades financieras, haya o no transferencia real de activos o riesgos, pueden ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia, por lo que deben tenerse presentes los riesgos asociados a la IFNB, especialmente en lo que respecta a la transformación de vencimientos. Es importante mencionar, a este respecto, que, en términos generales, las emisiones de titulización en España se estructuran de manera que los pagos se realizan con los *pools* de activos que se van amortizando, de modo que este problema es poco relevante. Además, se puede considerar que en España la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, al contrario que en otras jurisdicciones en las que se reveló como una de las problemáticas más relevantes de la última crisis financiera por la reducción o cuasi eliminación de los incentivos a la evaluación de los riesgos por parte de las entidades que conceden los créditos originales<sup>34</sup>.

En España, como ya se indicó al comienzo de esta sección, la titulización supone una fracción relativamente importante de la IFNB, siendo el segundo sector en importancia. Así, los activos financieros de los SFV ascendían a algo más de 175.000 millones de euros a finales de 2019, lo que suponía el 34,2 % de los activos agregados de las 5 funciones económicas, aunque en 2010 llegaron a alcanzar los 489.000 millones de euros. Con posterioridad, la crisis financiera tuvo un impacto negativo significativo sobre estos vehículos, cuyos activos disminuyeron con rapidez. Este descenso aún no se ha detenido, aunque el ritmo se ha atenuado. Así, tan solo en 2019 el descenso fue del 4,9 %. De la misma forma que para los EFC, un porcentaje muy elevado de los vehículos de titulización consolidada en grupos bancarios<sup>35</sup>, por lo que, a pesar de que su tamaño es elevado comparado con las entidades pertenecientes al resto de funciones económicas, una vez se detraen los activos que se incluyen en el balance de alguna entidad bancaria, la cifra se reduce hasta el 8,8 %.

Como refleja el panel izquierdo del gráfico 20, las emisiones de bonos de titulización descendieron de forma sustancial entre 2009 y 2011, que fue el momento más des-

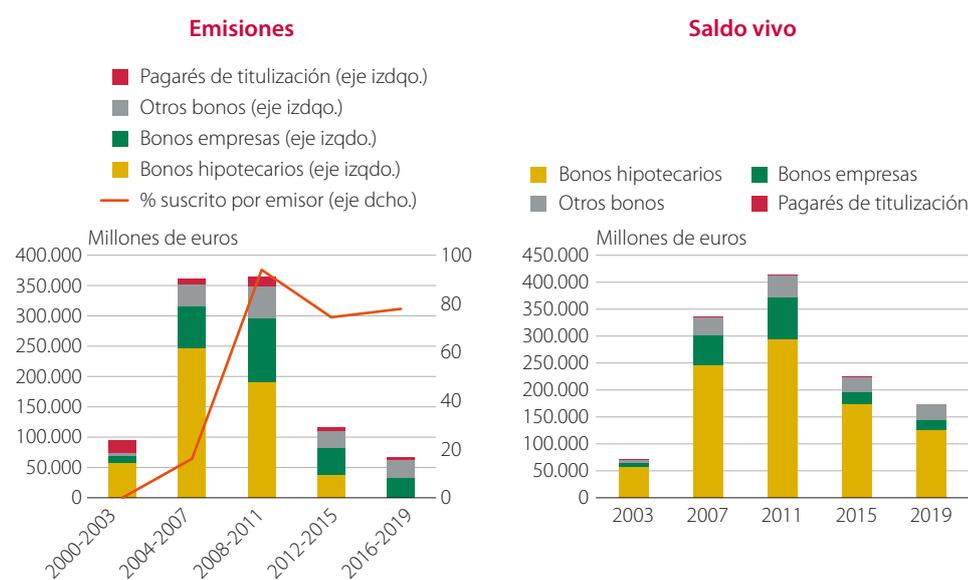
34 Para un mayor detalle véase Martín, M. R. (2014). *Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 57.

35 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 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*.

favorable para el mercado de titulaciones, al quedar prácticamente paralizado a nivel global. Esta contracción de las emisiones no fue tan abrupta como cabría esperar debido a que las entidades financieras emitieron titulaciones para suscribirlas ellas mismas y así utilizar estos activos como colateral en las operaciones de financiación con el Eurosistema (el porcentaje de las emisiones suscrito por el propio emisor llegó a alcanzar casi el 100 % entre 2008 y 2010). Aun así, esta contracción hizo que el saldo vivo de las titulaciones se viera afectado y descendiera de forma progresiva desde 2009 y más acusada desde 2011 (véase panel derecho del gráfico 20). A partir de ese mismo año, el porcentaje de las emisiones suscritas por los emisores ha ido reduciéndose pero se mantiene en niveles elevados, cerca del 80 %<sup>36</sup>.

### Evolución de los bonos y pagarés de titulación por tipo de activo

GRÁFICO 20



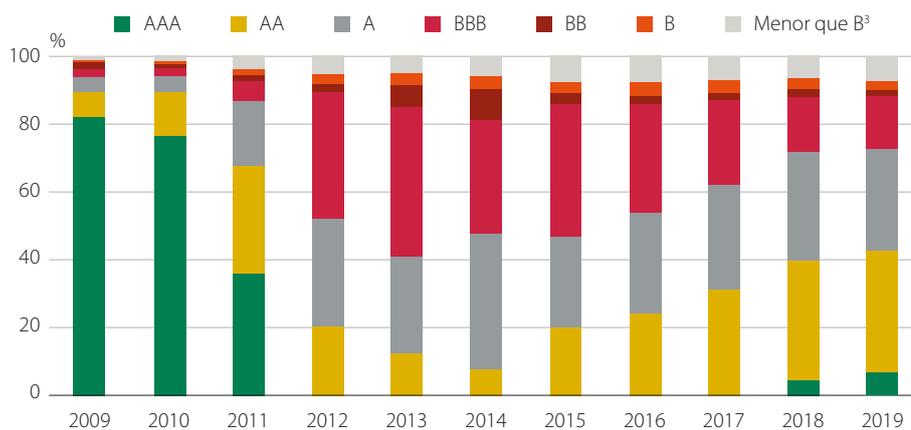
Fuente: CNMV y Banco de España.

Por tipología de activo, se puede observar que en España tradicionalmente la mayor parte de los activos de titulación ha correspondido a bonos hipotecarios, cuyo saldo vivo ha rondado las tres cuartas partes del total desde las primeras emisiones, gracias sobre todo a las emisiones producidas en el periodo comprendido entre los años 2003 y 2009, que en muchos casos todavía siguen vivas. A partir de entonces, aunque han seguido siendo las predominantes, las emisiones de bonos hipotecarios se han ido acercando a las de otros tipos de activos subyacentes, especialmente a las de préstamos empresariales.

36 En enero de 2011, entró en vigor la modificación de la Directiva sobre la adecuación del capital, conocida como CRD II, cuyo artículo 122.1, letra a), recogía la obligación por parte del originador de retener un mínimo del 5 % del valor nominal de las titulaciones.

### Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia<sup>1,2</sup>

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> No incluye el MARF.

<sup>2</sup> Ratings agrupados según su equivalente a Standard & Poor's.

<sup>3</sup> Incluye las emisiones sin rating.

Por otra parte, la calificación crediticia de los vehículos de titulización, tanto como consecuencia del aumento del riesgo asociado a nuestro país como por razones intrínsecas a estos instrumentos y a los activos que poseían, fue descendiendo desde el inicio de la crisis, con rebajas muy importantes especialmente en 2011 y 2012. Como se puede observar en el gráfico 21, mientras que en 2008 más del 90 % de los activos estaba calificado con AAA y tan solo un 3 % era BBB o inferior, en 2017 no había prácticamente ningún activo AAA y los BBB o inferior suponían algo más del 37 %. A lo largo de 2018 y 2019, no obstante, la situación fue mejorando de forma sustancial, con un 77 % de activos AAA y un 27 % de activos BBB o inferior en diciembre del pasado año.

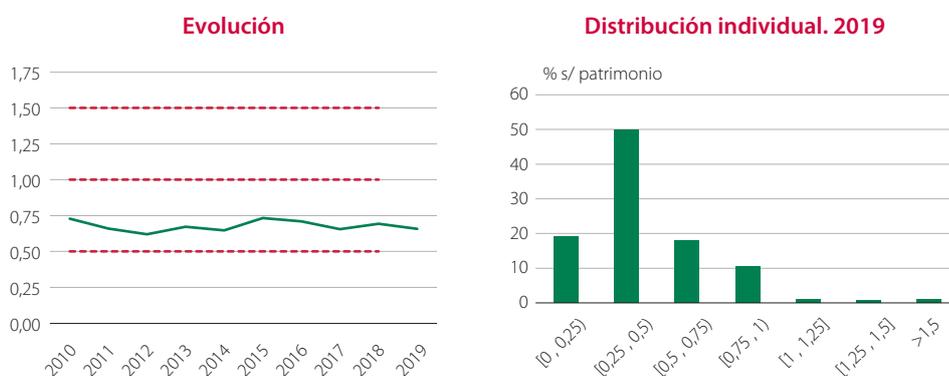
En relación con la evaluación de los riesgos de estas entidades, el riesgo de transformación de vencimientos es, sin lugar a dudas, el más relevante, teniendo también cierta importancia el riesgo de liquidez. En cambio, los riesgos de crédito y apalancamiento son poco relevantes para los SFV. En primer lugar, el riesgo de crédito es prácticamente del 100 % por definición: todo el activo de los SFV está formado por los créditos traspasados por la entidad originadora o cedente. Algo similar sucede con el apalancamiento: los fondos de titulización no poseen fondos propios, por lo que la ratio, tal y como está construida, es siempre igual a uno. En cuanto al riesgo de liquidez, en 2019 se situó en el 93 %, una cifra que no ha variado excesivamente en los últimos años, como consecuencia de la mencionada composición del balance: casi todo el activo lo conforman los préstamos cedidos y, por tanto, hay muy pocos activos líquidos. La distribución individual refleja que alrededor del 85 % de los fondos en términos patrimoniales tenía activos líquidos por debajo del 10 % (riesgo de liquidez superior al 90 %), mientras que prácticamente en la totalidad de los vehículos estos activos se situaban por debajo del 20 %.

El nivel del indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos —que, como ya se ha mencionado, es el más importante a la hora de establecer el riesgo que estos vehículos pueden suponer para la estabilidad financiera— alcanzó el 66 % en 2019, ligeramente por debajo de la cifra de 2018, mostrando una asimetría moderada en los vencimientos de los pasivos en relación con los activos (véase panel izquierdo del gráfico 22). Esta cifra ha oscilado entre el 62 % y el 73 % en los últimos

9 años, por lo que es relativamente estable. Hay diferencias sustanciales entre los distintos vehículos, aunque la dispersión en los valores del indicador del riesgo de transformación de vencimientos para 2019 fue inferior a la de 2018. De esta forma, como se puede observar en el panel derecho del gráfico 22, en un 69 % de los fondos (en términos patrimoniales) la ratio entre pasivos y activos a corto plazo era inferior al 50 % (riesgo bajo), mientras que esto sucedía en un 34 % de los fondos en 2018. Por el contrario, únicamente un 2,6 % del patrimonio total estaba en manos de vehículos que experimentaron un nivel de riesgo por encima del 100 % (medio o alto), cifra que había sido del 6,2 % el año anterior.

Hay que tener en cuenta, además, que en España la mayor parte de los activos titulizados proceden de préstamos o créditos a largo plazo, en su mayoría hipotecarios, mientras que lo mismo sucede con los valores emitidos (pasivo). Así, a finales de 2019, los activos y pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles tan solo representaban el 28 % y el 14 % del balance respectivamente.

**Riesgos de transformación de vencimientos en los fondos de titulización** GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

