



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre I  
2019





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre I  
2019**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Boletín con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en los artículos del Boletín reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

## Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIF	Fondos de inversión alternativa / Alternative Investment Funds
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones del Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CCVO	Contrato de compraventa de opciones
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / Credit Default Swap
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias / Contract For Difference
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores / Central Securities Depository
CSDR	Reglamento de Depositarios Centrales de Valores / Central Securities Depositories Regulation
DC	Defensor del cliente
DCV	Depositarios centrales de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DSP	Derecho de suscripción preferente
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital riesgo
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos / European Fund and Asset Management Association
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
EIP	Entidad de interés público
EMIR	Reglamento (UE) n.º 643/2012 / European Market Infrastructure Regulation

ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital riesgo
FCRE	Fondo de capital riesgo europeo
FCR-pyme	Fondo de capital riesgo pyme
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FMI	Fondo Monetario Internacional
FIN-NET	Financial Dispute Resolution Network
FINTECH	Tecnología financiera / Financial Technology
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro / Forward Rate Agreement
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
GLEIF	Global Legal Entity Identifier Foundation
HFT	Negociación de alta frecuencia / High Frequency Trading
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / Initial Coin Offerings
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
INFO Network	International Network of Financial Services Ombudsman Schemes
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
JUR	Junta Única de Resolución
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica / Legal Entity Identifier
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado / Market Abuse Directive
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado / Market Abuse Regulation
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Regulation

MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding
MTS	Market for Treasury Securities
NCA	Autoridad nacional competente / National Competent Authority
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OICVM	Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios
OIS	Permutas de tipos de interés a un día / Overnight Indexed Swaps
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PFP	Plataforma de financiación participativa
PUI	Préstamo de Última Instancia
REIT	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario / Real Estate Investment Trust
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición / Request for Quote
ROC	Regulatory Oversight Committee
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SLV	Sistema de liquidación de valores
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SON	Sistema organizado de negociación
SRB	Single Resolution Board
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas / Suspicious transaction and order report
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
TIR	Tasa interna de retorno

TRLMV	Texto refundido de la LMV (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre)
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV
VTD	Valor teórico del derecho



# Intermediación financiera no bancaria en España

Anna Isperto (\*)

(\*) Anna Isperto pertenece al Departamento de Estudios y estadísticas, de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.



# 1 Introducción

La financiación no bancaria es una valiosa alternativa a la financiación bancaria, ya que incrementa las fuentes disponibles de recursos para las empresas y los hogares, a la vez que puede promover una sana competencia con las entidades bancarias tradicionales. La experiencia acumulada a raíz de la crisis financiera iniciada en 2007 muestra, no obstante, la capacidad de algunas de las entidades que proporcionan financiación no bancaria de generar riesgos para la estabilidad financiera análogos a los que generan los bancos; estos pueden llegar a ser una fuente de riesgo sistémico, tanto de forma directa como a través de su conexión con el sistema bancario tradicional. A su vez, se pueden crear oportunidades de arbitraje debido a las distintas exigencias regulatorias y supervisoras entre los bancos y estas entidades, lo que puede intensificar la generación de riesgos en el sistema financiero.

Estas diferencias en la regulación y supervisión de estas entidades y actividades respecto a los bancos hicieron que la denominación original de este sector fuera «banca en la sombra» (*shadow banking*). Fue precisamente en 2007 cuando el economista Paul McCulley acuñó el término *shadow banking* en un discurso pronunciado en el simposio financiero anual de la Reserva Federal de Kansas City. Con este término, McCulley se refería, en el ámbito de EE. UU., a las instituciones financieras no bancarias cuyo negocio implicaba una transformación de vencimientos, de la misma forma que para los bancos «tradicionales», con la diferencia de que los primeros no estaban sujetos a la regulación y supervisión bancaria. Como consecuencia de ello, no podrían, por ejemplo, en caso de retiradas masivas de depósitos, acudir a la autoridad correspondiente a solicitar fondos para hacerles frente, ni tampoco poseen sus financiadores un seguro que les cubra parcialmente —al modo, en el caso español, de lo que representa para los depositantes el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE).

Desde entonces, muchos han sido los organismos, las instituciones y los académicos que han intentado definir la banca en la sombra con mayor precisión y decidir qué tipo de entidades debían o no incluirse en ella. Entre ellos, se puede destacar el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), que desarrolló una definición más amplia y que en la actualidad es la más utilizada, según la cual un sistema de banca en la sombra puede describirse como la intermediación crediticia llevada a cabo por entidades y actividades (total o parcialmente) fuera del sistema bancario tradicional. De forma adicional, como se describirá en mayor detalle más adelante, para identificar las entidades del sistema financiero que debían incluirse en el sistema de banca en la sombra, desarrolló una perspectiva basada en una serie de funciones económicas.

La denominación banca en la sombra se puso en cuestión hace unos años por sus connotaciones negativas pues, aunque estas entidades no se ven afectadas por la regulación bancaria, buena parte de ellas sí están sometidas a regulación y supervisión —en ocasiones exigente— a cargo sobre todo de los reguladores de valores. Tras un intenso debate, en el seno del FSB se llegó a un cierto consenso en torno a una nueva denominación: «intermediación financiera no bancaria» (IFNB), que evita la connotación negativa de banca en la sombra y describe de forma adecuada la actividad realizada por estas entidades.

Esta denominación es la que se va a emplear en este artículo, cuyo objetivo es presentar los principales resultados en términos de tamaño y riesgos asociados para la estabilidad financiera de las entidades que llevan a cabo la intermediación financiera no bancaria en España. El trabajo se organiza de la siguiente manera: en la sección 2 se presentan las principales características del sistema financiero y los distintos sectores que lo componen. En la sección 3 se analizan con mayor detalle los sectores pertenecientes a la IFNB, mientras que en la sección 4 se realiza una medición de los distintos riesgos a los que se enfrentan estos sectores. Finalmente, se presenta una última sección 5 con las principales conclusiones del artículo.

## 2 Sistema financiero español

El sistema financiero de un país o jurisdicción se puede definir como el conjunto de instituciones, mercados e infraestructuras cuyo objetivo y finalidad principal es canalizar hacia los inversores el ahorro que generan los ahorradores. Dentro de este sistema se incluyen, por tanto, el banco central del propio país, las entidades de crédito, las entidades aseguradoras, los fondos de pensiones, los auxiliares financieros y las llamadas «otras instituciones financieras» (OIF). Por un lado, se puede hablar de las entidades de intermediación bancaria (banco central y entidades de crédito) y, por otro, de las denominadas MUNFI<sup>1</sup>, por sus siglas en inglés, que incluyen el resto de entidades (véase gráfico 1). De estas últimas, si se excluyen los fondos de pensiones, las entidades de seguros y los auxiliares financieros, se obtienen las mencionadas OIF, que son entidades de naturaleza muy diversa. La regulación y supervisión de estas últimas no es homogénea entre jurisdicciones ni se percibe, en términos generales, tan bien delimitada y definida como para el resto del sistema financiero. Es por esta razón que en muchas ocasiones se ha utilizado a las OIF como una aproximación o medida amplia (*broad measure*) de la intermediación financiera no bancaria.

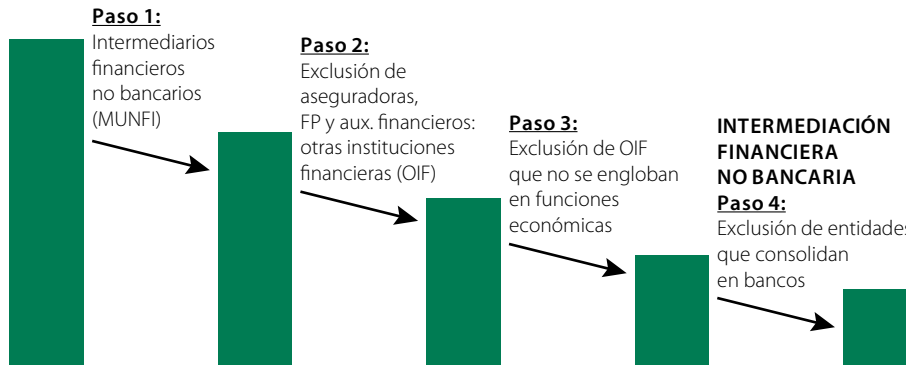
Una vez definidas las cinco funciones económicas que llevan a una entidad a pertenecer a la IFNB, dentro de las OIF se pueden excluir aquellas que no cumplen con ninguna de ellas para llegar, finalmente, a una definición más acotada (*narrow measure*) de la IFNB. En realidad, dentro de la IFNB pueden incluirse algunas entidades que no pertenecen a las denominadas OIF, aunque, en general, tienen un tamaño bastante reducido. En España, por ejemplo, es el caso 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 (y que se analizan en detalle en la sección 3 de este artículo).

---

1 *Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation.*

**Sistema financiero:**

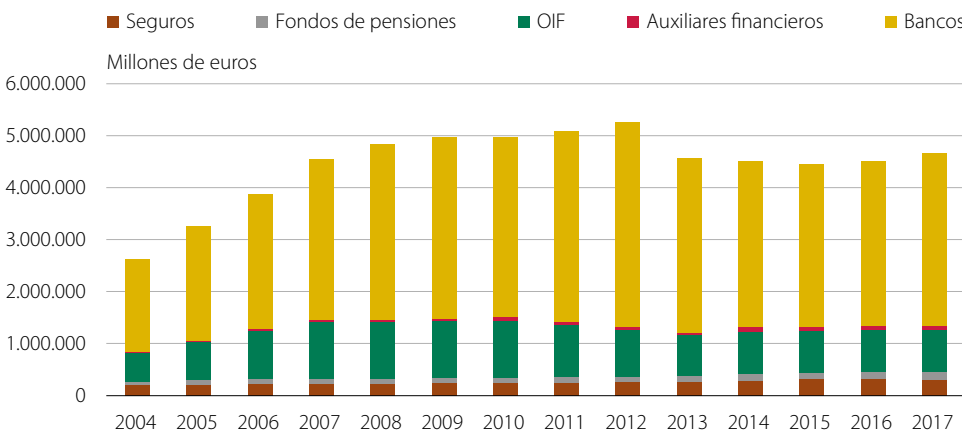
Bancos, BC, aseguradoras, fondos de pensiones, OIF...



Fuente: Elaboración propia.

En España, los activos totales del sistema financiero suponían a finales de 2017 algo menos de 4,7 billones de euros, aproximadamente 4 veces el PIB nacional, aunque llegaron a superar los 5,2 billones en 2012, después de varios años de crecimiento elevado y sostenido (véase gráfico 2), especialmente durante el periodo comprendido entre 2002 y 2009, con un crecimiento acumulado del 157,2% (véase cuadro 1). Tomando como referencia los datos agregados obtenidos por el FSB en su informe *Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation 2018*, el sistema financiero en nuestro país no tiene un tamaño especialmente elevado, estando muy por debajo de la media global, que supera el 500%<sup>2</sup>.

**Evolución de los activos del sistema financiero español**



Fuente: CNMV y Banco de España.

Si se desglosa esta cifra por tipo de entidades, se puede observar que el peso relativo de los bancos<sup>3</sup> en España sí que está por encima de la media global, situándose

2 Hay que tener en cuenta, no obstante, que esta última cifra viene sesgada al alza por algunas jurisdicciones que son grandes centros financieros, como Luxemburgo o Irlanda.

3 En este epígrafe se incluyen las entidades financieras públicas.

alrededor de un 60% en los últimos años<sup>4</sup>, frente a una cifra de aproximadamente un 45%<sup>5</sup>, respectivamente. En cambio, los fondos de pensiones, las entidades aseguradoras y, sobre todo, las OIF tienen un tamaño inferior. Estas últimas —que, como ya se ha mencionado con anterioridad, se han utilizado en algunos estudios como medida aproximada de la IFNB— representaban en España un 17,3% del sistema financiero en su conjunto a finales de 2017, mientras que esta cifra, en la muestra de países del estudio realizado por el FSB, era del 30,7% en términos medios.

### Estructura del sistema financiero español

CUADRO 1

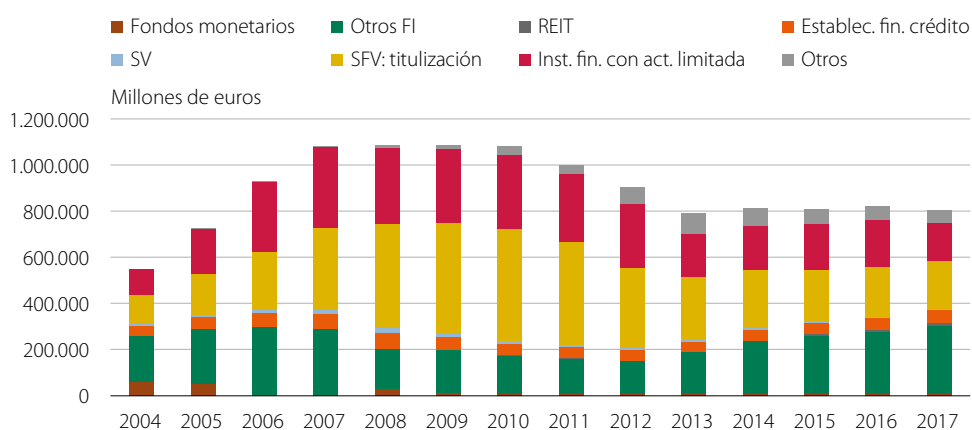
Millones de euros

	Banco central	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	Auxiliares financieros	OIF	Total
Tamaño en 2017 (millones)	695.146	2.630.889	313.287	139.396	75.306	805.717	4.659.742
Tamaño en 2016 (millones)	580.345	2.581.932	312.532	136.826	74.657	820.099	4.506.391
% del total (2017)	14,9	56,5	6,7	3,0	1,6	17,3	100,0
Crecimiento 2017 (%)	19,8	1,9	0,2	1,9	0,9	-1,8	3,4
Crecimiento acumulado 2002-2009	125,8	154,1	54,7	73,6	261,3	241,4	157,2
Crecimiento acumulado 2009-2016	164,4	-21,1	27,2	32,2	59,6	-24,7	-9,4

Fuente: CNMV y Banco de España.

### Evolución de los activos de otras instituciones financieras (OIF)

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y Banco de España.

4 Este porcentaje fue del 56,4% al cierre de 2017, habiendo disminuido progresivamente desde un 65,7% en 2009.

5 En la muestra del FSB para 2017 se incluyen 22 jurisdicciones: 21 individuales más otra que engloba el grupo de países pertenecientes a la zona del euro. Las 21 jurisdicciones individuales son Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Islas Caimán, Chile, China, Hong Kong, Indonesia, India, Japón, Corea, México, Rusia, Arabia Saudí, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Turquía, Reino Unido y Estados Unidos. Si se cuantifican las jurisdicciones de la zona del euro una a una, el número total de jurisdicciones asciende hasta las 29.

Como se puede observar en el gráfico 3, los activos de las OIF alcanzaron su nivel máximo en los años comprendidos entre 2007 y 2010, llegando a superar el billón de euros en este periodo. Durante los años previos a 2007, este subsector financiero experimentó un crecimiento muy elevado y sostenido, lo que se tradujo en un incremento acumulado de sus activos financieros del 241,4% entre 2002 y 2009. A partir de 2010, con los efectos de la crisis ya muy palpables en nuestro país, las OIF sufrieron una contracción paulatina hasta 2013, momento a partir del cual se han mantenido, en términos de volumen de activos financieros, prácticamente estables (véase cuadro 1). Así, entre 2010 y 2013 sus activos se contrajeron un 25%, hasta situarse por debajo de los 800.000 millones de euros, y desde entonces y hasta diciembre de 2017 crecieron un 2%, hasta los 806.000 millones de euros, mostrando una ligera contracción en el último año del estudio (-1,7%). La expansión del sector en España ha sido inferior a la de otras economías a nivel mundial: en la zona del euro, por ejemplo, entre 2011 y 2015 las OIF se expandieron alrededor de un 10%, mientras que en 2017 lo hicieron un 2%.

Dentro del ámbito de las OIF se distinguen diferentes tipos de entidades, en función de la actividad que desarrollan. Por un lado, están las entidades que, como se describirá en más detalle en la sección 3 de este artículo, forman parte de la denominada IFNB —fondos de inversión<sup>6</sup>, vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) para la titulización, sociedades de valores y establecimientos financieros de crédito—, y por otro lado, las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT<sup>7</sup>, por sus siglas en inglés), y otras entidades de tamaño relativamente pequeño<sup>8</sup>.

De estas últimas (las que no forman parte de la IFNB), 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>9</sup>— son las más relevantes en cuanto a tamaño. Así, sus activos financieros ascendían a 168.000 millones de euros en 2017, aproximadamente una quinta parte del total de las OIF (véase panel derecho del gráfico 4) y un 3,6% del sistema financiero español en su conjunto, a pesar de haberse contraído un 17,2% respecto al año anterior. En el análisis realizado por el FSB, estas entidades representaban un porcentaje del total de OIF similar al español, concretamente del 21,9% (véase panel derecho del gráfico 5). Hay que tener en cuenta, no obstante, que esta cifra está muy condicionada por los datos de Canadá, Holanda y Luxemburgo, en cuyo sistema financiero las instituciones financieras con actividad

---

6 De hecho, como se explicará más adelante, no todos los fondos de inversión forman parte de la IFNB, aunque sí la mayoría. Los que no forman parte son, básicamente, los fondos de renta variable, que representan alrededor del 11% del patrimonio total.

7 *Real Estate Investment Trusts*.

8 En el epígrafe «Otras» se encuentran las cámaras de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés), la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria) y las entidades de capital riesgo. Aunque, *a priori*, estas últimas instituciones se excluyen de la definición de IFNB por la naturaleza de sus inversiones, aquellas que se realizan en préstamos sí se podrían incluir en la Función Económica 2 que se explica más adelante.

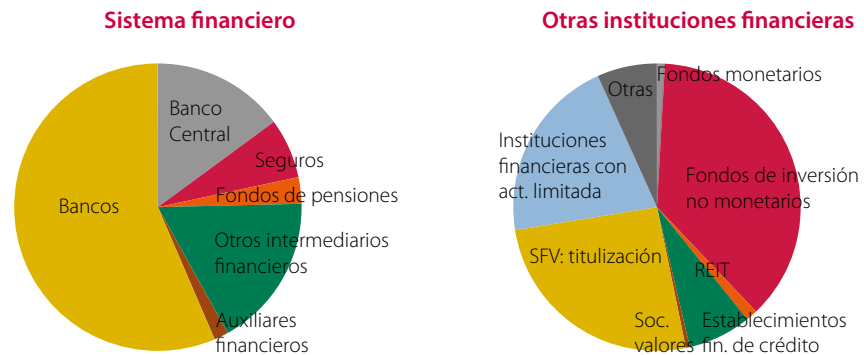
9 Este subsector incluye, esencialmente, las filiales de un grupo de sociedades o entidades que facilitan préstamos a partir de recursos propios provistos por un solo origen. En España, una parte importante de estas instituciones se corresponde con sociedades creadas especialmente para la emisión de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

limitada y prestamistas de dinero tienen mucha importancia y llegan a representar el 81% del total de estas entidades en la muestra disponible del FSB.

Atendiendo a la evolución de estas entidades a lo largo de los últimos 15 años, como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 6, estas experimentaron un crecimiento casi exponencial hasta 2007, coincidiendo con los años de mayores emisiones de participaciones preferentes por parte de muchas empresas, la mayoría bancos o cajas. Así, entre 2002 y 2007 los activos financieros se multiplicaron por más de 10, hasta superar los 350.000 millones de euros. A partir de entonces, fueron descendiendo de forma paulatina.

**Distribución del sistema financiero español. 2017**

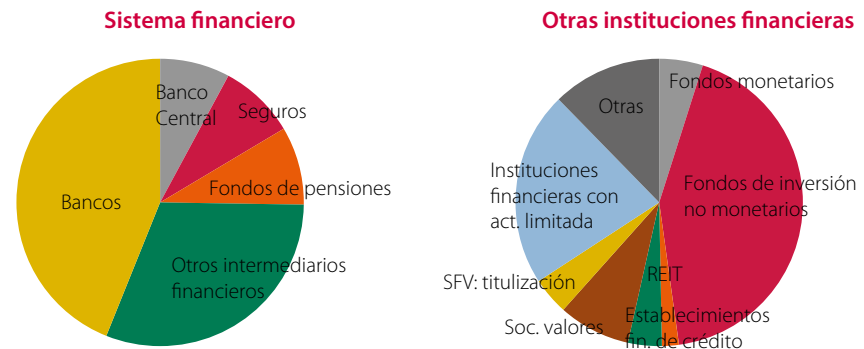
GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España.

**Distribución del sistema financiero mundial<sup>1</sup>. 2017**

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV y Banco de España.

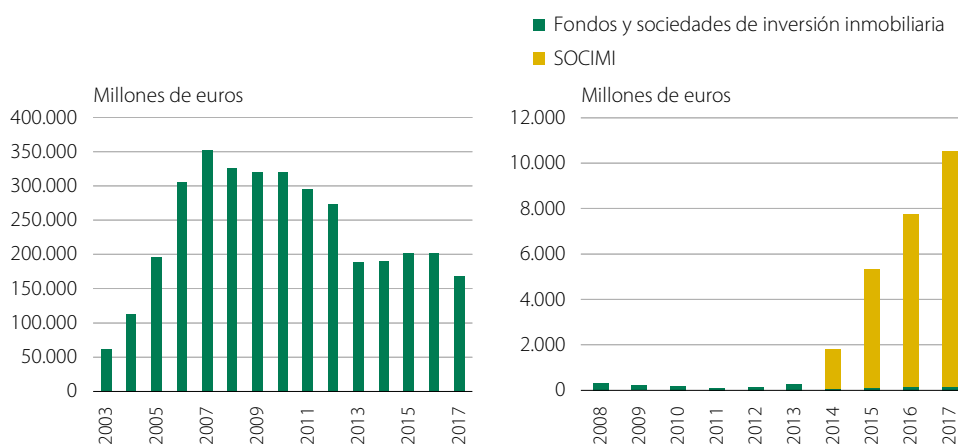
<sup>1</sup> Los datos corresponden a las 29 jurisdicciones de la muestra del FSB en su último informe publicado.

Por su parte, los denominados REIT incluyen tanto los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria como las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (más conocidas como SOCIMI). Estas últimas son las que representan un mayor porcentaje dentro de los activos financieros del sector desde la creación de la primera SOCIMI a finales de 2013 (véase panel derecho del gráfico 5), con más de un 95% del total. Estas entidades representaban en España al cierre de 2017 un 1,3% de las OIF, mientras que la media de esta cifra era algo superior entre los países de la muestra disponible para el FSB.



**Instituciones financieras con act. limitada**

**REIT**



Fuente: CNMV y Banco de España.

**Interconexión entre las entidades pertenecientes al sistema financiero**

Durante periodos de estrés o dificultades financieras, no solamente es importante 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 comunes o el precio de sus acciones o valores de deuda tiene un comportamiento muy similar.

Para determinar la interrelación directa, se han obtenido los datos de las exposiciones bilaterales entre sectores financieros. Así, por ejemplo, para calcular la exposición de los bancos a las OIF se han tomado los activos que tienen los bancos en las OIF en relación con los activos totales, tanto de los bancos como de las OIF (véase gráfico 7).

Así, como se puede observar en los paneles izquierdos de los dos gráficos, en 2017 los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF») suponían alrededor de un 10% del activo bancario y del 33% del activo de las OIF, cifra similar a la de 2016. Por su parte, las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación de bancos a través OIF») eran ligeramente superiores, concretamente del 11% del activo de los bancos y del 36% del activo de las OIF, después de haber descendido en un año 3 (7) puntos porcentuales y alrededor de 10 (27) desde 2008. En términos absolutos, estas cifras rondaban los 263.000 y los 290.000 millones de euros (véase cuadro 2). Si se excluyen los derechos u obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios<sup>10</sup>, los porcentajes mencionados descienden: en el caso de los derechos bancarios, hasta el 5,2% y el 16,7% del activo

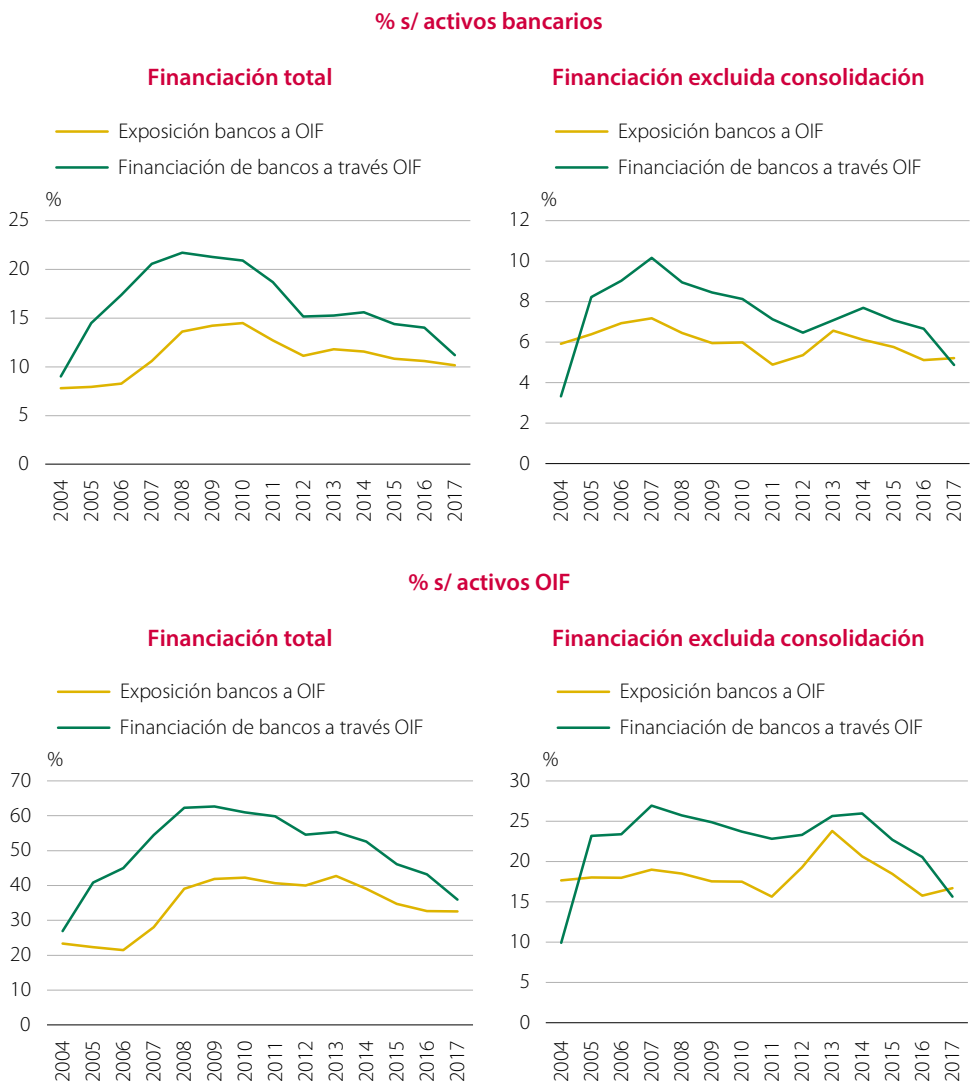
10 En el caso español, esta consolidación se produce para un subsector financiero, que es únicamente el de las SFV.

de los bancos y de las OIF, respectivamente, mientras que las obligaciones bancarias con las OIF se sitúan en el 4,9% y el 15,6% respectivamente.

Si comparamos estas cifras con los datos obtenidos por el FSB para diferentes jurisdicciones a nivel mundial, se puede observar que los porcentajes en nuestro país están aproximadamente en una posición intermedia, tanto para los derechos como las obligaciones bancarias, si el cálculo se realiza desde el punto de vista del balance bancario. En cambio, en términos del activo de las OIF, debido a que en España su tamaño es comparativamente pequeño, los valores de nuestro país se sitúan entre los más elevados (España es el único país que tiene los dos porcentajes, derechos y obligaciones, por encima del 15%).

### Interconexión entre bancos y OIF

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV y Banco de España.

Atendiendo a la evolución 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 llegaron a superar el 7% del activo bancario total y las obligaciones de los bancos con las OIF, el 10%. Esta última cifra

fue consecuencia de un aumento muy importante entre 2004 y 2007, después de que dichas obligaciones pasaran de poco más de 50.000 millones de euros a casi 290.000 millones. En el caso de los derechos bancarios, aunque también se produjo un incremento durante el mismo periodo, este fue mucho menos abrupto, al pasar de 73.000 millones de euros a algo más de 150.000.

## Interconexión entre los bancos y las OIF

CUADRO 2

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
2010	457.816	268.473	660.106	403.366
2011	406.899	250.245	598.897	370.374
2012	362.028	187.775	493.815	283.068
2013	337.648	149.577	436.948	234.354
2014	316.838	149.456	426.657	215.894
2015	281.947	132.153	373.979	189.633
2016	268.089	138.837	354.353	185.805
2017	262.722	128.099	289.593	163.648

Fuente: CNMV y Banco de España.

Si se analizan las relaciones de los bancos con otros subsectores financieros distintos de las OIF, se puede observar que la mayor interconexión se produce entre los propios bancos (véase cuadro 3), con una cifra de 275.000 millones de euros de obligaciones entre ellos en el año 2017, alrededor de un 11% de los activos totales. En cambio, las interrelaciones con las entidades de seguros y los fondos de pensiones son de una magnitud mucho menor, con unas cifras de financiación de los bancos a través de estas entidades de algo menos de 40.000 y 20.000 millones de euros, respectivamente al cierre de 2017, lo que en términos relativos suponía un 1,5% y un 0,8% del activo de los bancos.

Por otro lado, si desgranamos los datos presentados por subsectores dentro de las OIF, la mayor interrelación se produce, obviamente, con las SFV, pero prácticamente la totalidad de esta cifra consolida dentro de grupos bancarios, por lo que esta exposición no genera un riesgo real de contagio. Las obligaciones bancarias con los fondos de inversión, en cambio, sí que pueden ser una fuente importante de contagio entre los dos sectores, ya que superaba en 2017 los 46.000 millones de euros, un 1,8% de los activos bancarios. Esta cifra supone, no obstante, un descenso importante en relación con la de 2016, que era de 53.600 millones de euros, un 2,1% de los activos bancarios.

Millones de euros

	OIF								
	Bancos	Entidades seguros	Fondos de pensiones	Fondos monetarios	Otros fondos de inversión	Establec. fin. de crédito	Sociedades de valores	CCP	SFV
Exposición de los bancos a	275.183	8.394	–	31	500	36.759	–	15.142	141.260
Obligaciones de los bancos con	275.183	39.856	19.655	1.961	44.502	1.366	1.038	15.826	184.485

Fuente: CNMV y Banco de España.

### 3 La intermediación financiera no bancaria en España

El FSB desarrolló en 2013, como ya se ha mencionado en la introducción de este artículo, un marco basado en cinco funciones económicas para poder identificar y clasificar las entidades pertenecientes a la banca en la sombra<sup>11</sup>. Con ello, se pretendía que las autoridades competentes de las diferentes jurisdicciones categorizaran las entidades financieras no bancarias no tanto por su forma legal sino basándose en esta clasificación, y de esta forma conseguir una coherencia internacional a la hora de identificar los riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria.

Basándose en esta definición, durante los últimos años se ha podido realizar una estimación de la dimensión de la intermediación financiera no bancaria en distintas economías a nivel mundial y, por tanto, llevar a cabo una comparación entre ellas.

En España, a finales de 2017, los activos de la intermediación financiera no bancaria, en su definición amplia —es decir, sin eliminar los que consolidan en grupos bancarios—, ascendían a 531.922 millones de euros, un 1,9% más que en 2016. Una vez eliminada la fracción que consolida en los bancos<sup>12</sup>, la cifra de IFNB se sitúa en 319.077 millones de euros, lo que supone un 6,8% del sistema financiero nacional y un 39,6% del subsector OIF.

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

12 Como se describirá en cada uno de los apartados de esta sección, la consolidación bancaria viene dada por distintos motivos, pero básicamente por dos: bien la entidad en cuestión está participada al 100% (o prácticamente) por un banco, o bien los activos pertenecientes a la entidad están a su vez en el balance del banco (por tanto, sujetos a la regulación bancaria).

## Estructura de la intermediación financiera no bancaria

CUADRO 4

Millones de euros

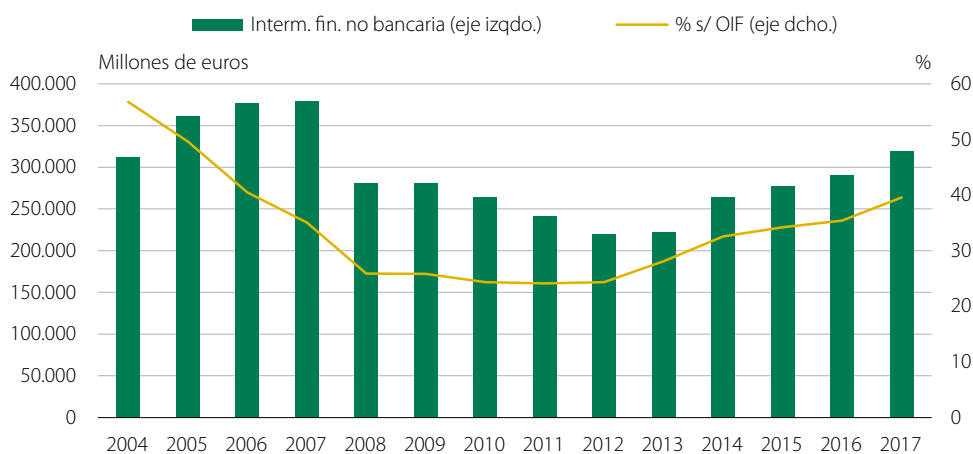
	EF1	EF2	EF3	EF4	EF5	Interm. fin. no bancaria (amplia)	Interm. fin. no bancaria (estricta)
Tamaño en 2017 (millones)	263.118	57.265	3.695	1.028	206.816	531.922	319.077
Tamaño en 2016 (millones)	245.766	52.574	3.831	1.115	218.708	521.994	290.206
% del total (2017)	49,5	10,8	0,7	0,2	38,9	100	-
Crecimiento 2017 (%)	7,1	8,9	-3,5	-7,8	-5,4	1,9	9,9
Crecimiento acumulado 2002-2007	48,7	79,1	78,4	115,6	647,0	151,9	66,3
Crecimiento acumulado 2007-2016	-14,7	-19,5	-81,4	55,8	-38,3	-28,4	-23,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

La expansión de la intermediación financiera no bancaria hasta el año 2007 fue elevada y sostenida, como lo refleja el hecho de que entre 2002 y 2007 el crecimiento acumulado fuera del 66,3%, atendiendo a la definición estricta, y del 151,9%, si se tiene en cuenta la definición más amplia (véase cuadro 4). A partir de 2007, con el inicio de la crisis, los activos gestionados por las entidades pertenecientes a la intermediación financiera no bancaria comenzaron a disminuir, especialmente en 2008, para recuperarse de una forma suave (al menos comparado con el crecimiento de los primeros años analizados) a partir de 2013.

## Evolución de los activos de la intermediación financiera no bancaria

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV y Banco de España.

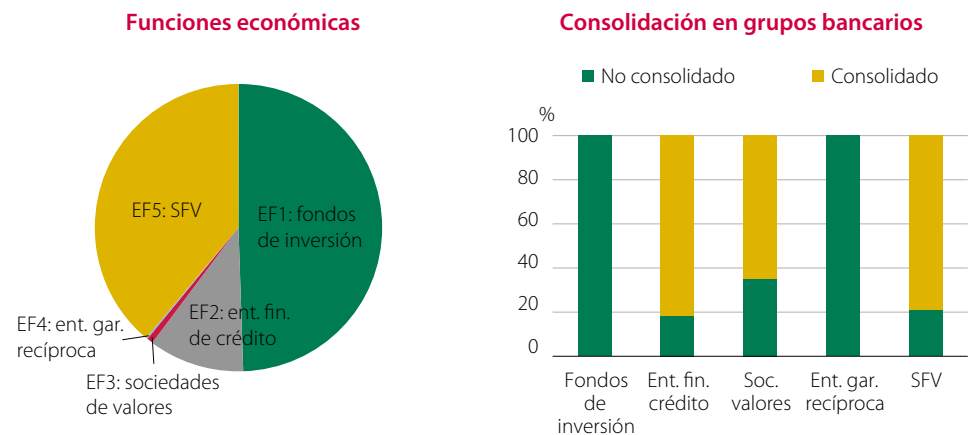
A pesar del crecimiento de los activos de la intermediación financiera no bancaria en los años anteriores a la crisis, en términos relativos, como fracción de los OIF estas actividades perdieron peso de forma sustancial, al pasar del 71,5% al 35,1% entre 2002 y 2007 (véase gráfico 8). Lo mismo sucede si se las compara con el sistema financiero en su totalidad, ya que estos mismos porcentajes fueron del 11,8% y del 8,4%. Por tanto, se puede concluir que durante los años previos a la crisis, aunque el tamaño de la intermediación financiera no bancaria aumentó, este fue mucho menor que la expansión del sistema financiero en su totalidad, especialmente de los bancos.

Atendiendo a las distintas tipologías de entidades que conforman la intermediación financiera no bancaria (cada una de ellas se desarrollará de forma detallada en los siguientes puntos de esta sección), las pertenecientes a la función económica 1 (EF1, ciertas clases de fondos de inversión) y 5 (EF5, vehículos para la titulización) son las que representan un mayor porcentaje del total, con un 49,5% y un 38,9%, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico 9). En los años centrales de la crisis, cuando la industria de inversión colectiva se contrajo de forma sustancial, el peso de la EF1 descendió por debajo del 30%, mientras que, por el contrario, la importancia relativa de la EF5 llegó a ser de más del 60%. Por detrás de ellas, se sitúan los establecimientos financieros de crédito, que conforman la función económica 2 (EF2), con un 10,8% del total, y a mucha distancia las correspondientes a las funciones económicas 3 y 4 (sociedades de valores y entidades de **garantía recíproca**).

Las cifras anteriores se refieren a la intermediación financiera no bancaria en su sentido amplio. Si se descuentan las entidades que consolidan en los bancos, estos valores cambian de forma significativa. Por un lado, los fondos de inversión —en los que no existe consolidación— ganan en importancia relativa, hasta el 82,5% del total de la intermediación financiera no bancaria. En cambio, el peso de los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, con una fracción muy elevada del total del sector que consolida en bancos (véase panel derecho del gráfico 9), desciende hasta el 13,5% y el 3,3%, respectivamente, de la IFNB.

**Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2017**

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV y Banco de España.

A continuación se definen y se describen las cinco funciones económicas mencionadas con anterioridad, las entidades que pertenecen a cada una de estas funciones y los principales riesgos asociados a su desarrollo.

### Función económica 1 (EF1)

La EF1 se define como la gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos. Es cierto que, en muchas circunstancias, las IIC pueden diluir en el sistema financiero los efectos negativos de la insolvencia o los problemas de una entidad o de unas condiciones adversas en el

mercado, ya que se distribuyen las pérdidas entre un número elevado de inversores. No obstante, existen situaciones en las que una IIC puede experimentar reembolsos significativos por parte de los partícipes durante un periodo de tiempo corto y, por tanto, verse obligada a vender parte de sus activos, comenzando con los más líquidos y de mayor calidad. Existe la posibilidad de que, llegado el momento, se puedan producir ventas forzosas que presionen a la baja los precios de los activos (*fire sales*), y que acaben teniendo efectos adversos sobre otras entidades y sobre los mercados. El hecho de que estos efectos en el resto del sistema financiero se produzcan o sean realmente importantes depende de factores tales como la tolerancia de los partícipes a absorber pérdidas, la liquidez de la cartera del fondo, su apalancamiento, la concentración de las inversiones en un mismo segmento o entidad o la correlación entre los activos afectados y la cartera de otros inversores o IIC.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, de las distintas vocaciones de los vehículos de inversión existentes en nuestro país se ha considerado que pertenecen a esta función económica y, en consecuencia, forman parte de la intermediación financiera no bancaria: los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos<sup>13</sup>, los fondos de inversión libre (*hedge funds*)<sup>14</sup> y las SICAV.

Para mitigar los efectos mencionados existen distintas herramientas que pueden utilizar los reguladores o supervisores correspondientes:

- Para evitar la excesiva presión de los reembolsos se cuenta con distintas posibilidades, más o menos adecuadas dependiendo de la naturaleza del fondo o de las causas de los mencionados reembolsos. Así, se pueden establecer ventanas de liquidez, suspender directamente los reembolsos, imponer comisiones de reembolso extraordinarias o crear compartimentos de propósito especial (*side pockets*) de forma temporal.
- Como se ha mencionado, el grado de liquidez de los activos de la cartera de una IIC es clave a la hora de hacer frente a reembolsos masivos, por lo que algunas herramientas al respecto pueden ser el establecimiento de límites a la inversión en activos ilíquidos o la imposición de mayores niveles de liquidez en las carteras. También, para evitar la exposición excesiva a un solo mercado o industria, se pueden establecer restricciones a la concentración de activos limitando la proporción de la cartera que puede invertirse en un único emisor o sector.
- Límites al apalancamiento, pues este aumenta la exposición del fondo y, por tanto, puede ser un factor negativo en términos de estabilidad financiera, sobre todo en el caso de las IIC de gran tamaño.
- Restricciones a la duración de la cartera.

---

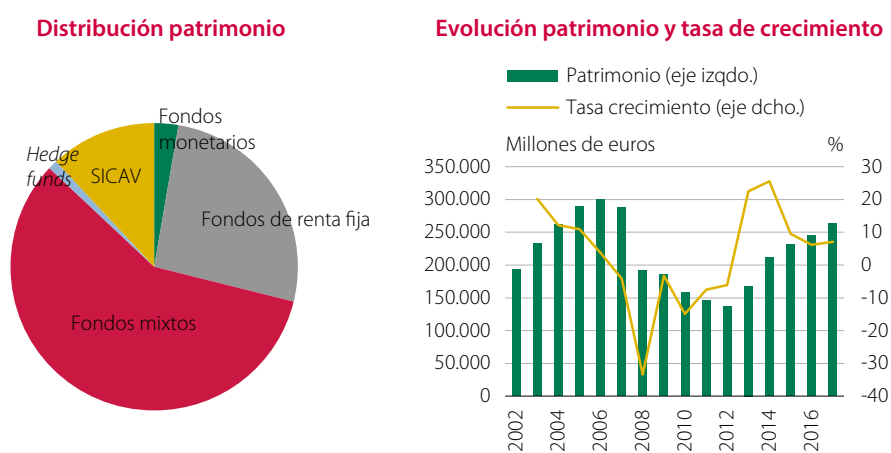
13 Según el criterio establecido por el FSB, solamente los fondos mixtos con un porcentaje de renta variable inferior al 80% de la cartera total se incluyen en la EF1. En España, según la legislación vigente, la exposición a la renta variable de los fondos mixtos no puede superar el 75% de la cartera,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

14 Estas instituciones pueden ser susceptibles de reembolsos masivos en sus ventanas de liquidez, si las tuvieran.

Los vehículos pertenecientes a la EF1, al igual que en la mayoría de economías analizadas en el informe del FSB, son los que conforman el grupo mayoritario dentro de la intermediación financiera no bancaria. Así, como ya se ha descrito con anterioridad, en España representaban el 82,5% del total a finales de 2017, mientras que esa cifra era, en términos medios, del 71,7% para los países de la muestra del FSB. Este porcentaje ha ido aumentando a lo largo de los últimos años (en 2010 era del 60%) a causa de la expansión que ha experimentado esta industria. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 10, el patrimonio de los fondos de inversión pertenecientes a la EF1 descendió de forma abrupta en el periodo 2008-2012, para recuperarse con intensidad a partir de 2013 y experimentar tasas de crecimiento anuales por encima del 10% desde entonces.

### Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

Por otra parte, la composición de estos vehículos según la tipología de los fondos es notablemente distinta a la de otras jurisdicciones. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 10, los fondos mixtos representaban en nuestro país casi el 60% del total de las IIC incluidas en la IFNB a finales de 2017; casi dos tercios de estos fondos corresponden a fondos de renta fija mixta. Su peso relativo ha ido creciendo de forma notable e ininterrumpida desde 2013, ya que se han producido elevadas entradas de recursos, especialmente en los años 2014 y 2015 (véanse gráficos 11 y 12). Los fondos de renta fija, que son los segundos en importancia y suponían aproximadamente el 25% del total, al contrario que los mixtos, han ido reduciendo su patrimonio, tanto en términos absolutos como relativos, desde máximos cercanos al 50% en 2011. El patrimonio de las SICAV, por su parte, era del 12% del total; es decir, ligeramente inferior al de años anteriores. Finalmente, los fondos monetarios y los fondos de inversión libre (*hedge funds*) representaban al cierre de 2017 un 2,7% —porcentaje que ha ido disminuyendo progresivamente— y un 1%, respectivamente<sup>15</sup>.

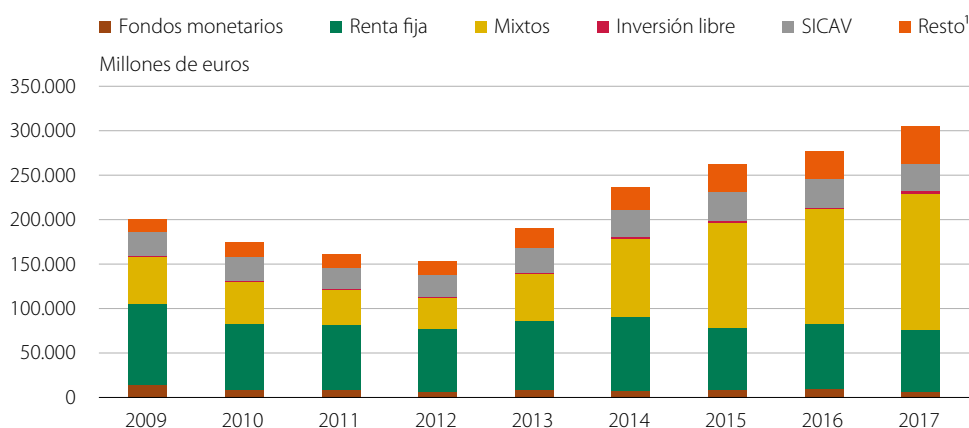
15 Durante el primer trimestre de 2019 entrará en vigor una nueva circular de la CNMV por la que se modificará la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, modificada parcialmente por la Circular 3/2011, de 9 de junio. Esta nueva circular es necesaria para dar cumplimiento al Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario, que tiene como objetivo el establecimiento de unas normas comunes en la Unión Europea en



En el ámbito internacional, la distribución entre las diferentes vocaciones es sustancialmente distinta a la de España. Con datos de las 29 jurisdicciones que proporcionan datos al FSB sobre el año 2016, los fondos de renta fija eran los más importantes, con alrededor de un 30% del total, seguidos por los fondos mixtos, con algo menos del 20%, 3 veces menos que en España. La importancia relativa de los fondos monetarios y de los de inversión libre, que son poco relevantes en nuestra jurisdicción, suponían un 15% y un 14%, respectivamente.

### Patrimonio de los fondos de inversión

GRÁFICO 11

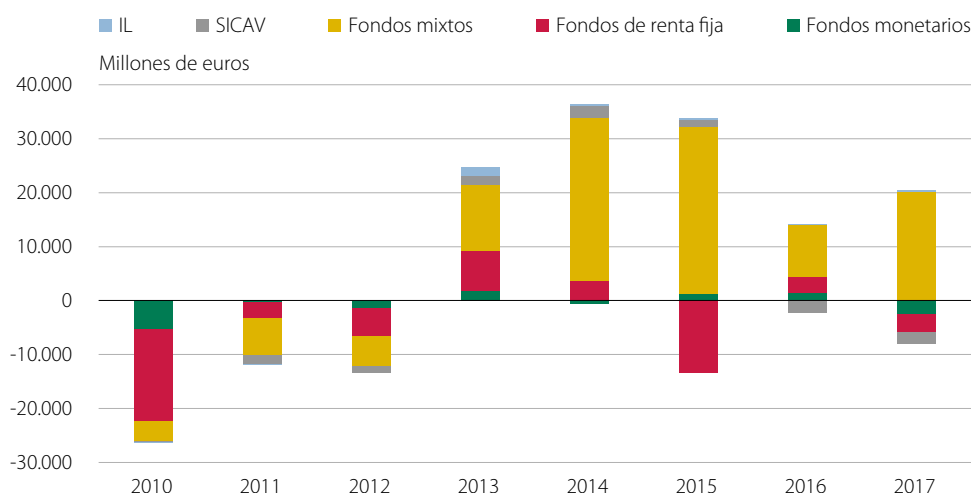


Fuente: CNMV.

1 El epígrafe «Resto» contiene los fondos de inversión que no se consideran parte de la IFNB. En España pertenecen a esta categoría únicamente los fondos de renta variable.

### Adquisición neta de fondos de inversión por categorías

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

relación con el vencimiento, la composición y la liquidez de la cartera de los fondos monetarios para evitar disparidades en los niveles de protección a los inversores. En el caso español, las gestoras de los fondos de inversión que actualmente tienen la vocación de monetarios deben establecer si con la nueva legislación pueden permanecer como tales o, dado que las nuevas condiciones son más restrictivas, deben modificar su vocación a la de renta fija a corto plazo (de nueva creación). Previsiblemente, cuando este proceso haya concluido, el número de fondos monetarios en España será mucho más reducido.

En España, existen varias herramientas que se configuran como requisitos regulatorios, concebidas para controlar la liquidez de los fondos, limitar su apalancamiento o evitar una concentración excesiva de riesgos. Estas herramientas microprudenciales tendrían una aplicación relevante desde el punto de vista macroprudencial. Además, existen otras que se pueden adoptar únicamente en situaciones excepcionales y que, en la práctica, se utilizan menos. Este sería el caso de las suspensiones de los reembolsos o del establecimiento de los denominados *side pockets*. Las herramientas más relevantes que establece la legislación española vigente en la actualidad<sup>16</sup> son las siguientes:

- Gestión de liquidez: además de ciertas limitaciones a los activos aptos para la inversión, las IIC deben mantener un coeficiente mínimo de liquidez del 1%, así como sus gestoras contar con un sistema de gestión de esta. Además, desde diciembre de 2018, con la entrada en vigor del Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, la CNMV tiene la capacidad para fijar requerimientos de liquidez adicionales a los existentes, siempre de forma temporal y justificando su necesidad.
- Apalancamiento: los fondos de inversión solamente pueden pedir prestado un máximo del 10% de su patrimonio y únicamente de forma temporal y no con un objetivo inversor. Por otra parte, la exposición total al riesgo de mercado asociada al uso de derivados no puede superar el patrimonio neto de la IIC.
- Gestión de reembolsos: existe la posibilidad de utilizar compartimentos de propósito especial (*side pockets*) o de incluso suspender los reembolsos, pero tan solo en circunstancias extraordinarias en ambos casos. Las ventanas de liquidez son posibles para los fondos alternativos (no UCITS) y los fondos inmobiliarios. Además, aunque no está recogido en la normativa de forma expresa, la CNMV permite que las gestoras adopten la herramienta conocida como *swing pricing*<sup>17</sup>, si está establecido en sus procedimientos. También admite la posibilidad de que se apliquen comisiones de reembolso a favor del fondo (en lugar de la gestora) si esta posibilidad se contempla en los folletos<sup>18</sup>.

## Función económica 2 (EF2)

La EF2 se define como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo. A esta categoría pueden pertenecer una amplia variedad de entidades y,

---

16 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, desarrollada por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

17 Mediante el *swing pricing* se permite valorar los activos en cartera a precios *bid* (la parte baja de la horquilla), en lugar del precio *mid* (usado normalmente) cuando el volumen de reembolsos supere un determinado umbral. Este umbral debe estar establecido de forma objetiva en los procedimientos de las gestoras. De esta forma, los inversores que reembolsan masivamente en un día (por ejemplo, en un escenario de alta volatilidad) soportarían el mayor coste de transacción que el fondo tendría que asumir para deshacer las inversiones en un entorno de volatilidad que presumiblemente ensancharía las horquillas de precios. Se trata, en definitiva, de que sean los partícipes que solicitan los reembolsos los que paguen este coste y no los que se quedan y, por tanto, se desincentivaría el mecanismo conocido como *first mover advantage*.

18 Esta posibilidad permite conseguir un efecto similar al del *swing pricing*.

en función de la jurisdicción, con marcos jurídicos muy diferentes. En el caso español, pertenecerían a ella los establecimientos financieros de crédito, las plataformas de financiación participativa (PFP) y los vehículos que en los últimos años están realizando la actividad conocida como *direct lending*<sup>19</sup>. Estas entidades pueden competir con los bancos en el desarrollo de determinadas actividades o, alternativamente, ofrecer servicios en mercados «nicho», donde los bancos no son agentes activos. Normalmente, los establecimientos financieros de crédito concentran el crédito en ciertos sectores debido a su experiencia y conocimientos específicos. Precisamente esta característica los hace susceptibles de crear potenciales riesgos sistémicos, si los sectores en los que se concentran son cíclicos por naturaleza (construcción, mercado inmobiliario, mercado del automóvil...).

Para reducir los riesgos asociados a estas entidades pueden adoptarse distintas medidas. De acuerdo con los trabajos del FSB respecto a medidas regulatorias del sector, algunas de ellas podrían ser:

- Imposición de regímenes prudenciales equivalentes a los bancarios.
- Requisitos de capital. Un nivel mínimo de capital es esencial para aquellas entidades que conceden préstamos, de forma que puedan absorber las pérdidas propias de su actividad.
- Colchones de liquidez. Para contrarrestar los riesgos provenientes de tener obligaciones a corto plazo y gestionar de forma adecuada los riesgos derivados de la falta de liquidez y la transformación de vencimientos, se pueden considerar estos colchones de liquidez, aunque siempre deben adecuarse a las características de la entidad, pudiendo diferir sustancialmente de los colchones de liquidez aplicados a los bancos, especialmente si no se financian con depósitos.

Es preciso señalar que los datos de este sector representan, en el mejor de los casos, una cota inferior a la que sería su dimensión si se tuviera acceso a la información de todas las entidades que se dedican a este tipo de actividad. Para realizar los cálculos se han tomado únicamente los datos referentes a los establecimientos financieros de crédito, entre otras razones, porque sobre estos se dispone de información fiable. En el caso de las PFP, por otra parte, la recolección de datos, aunque se realiza desde la CNMV, todavía está en una fase muy inicial, por lo que por el momento no se incluyen<sup>20</sup>. En relación con las entidades que realizan *direct lending*, hay que diferenciar aquellas que no están registradas en la CNMV —respecto de las cuales,

---

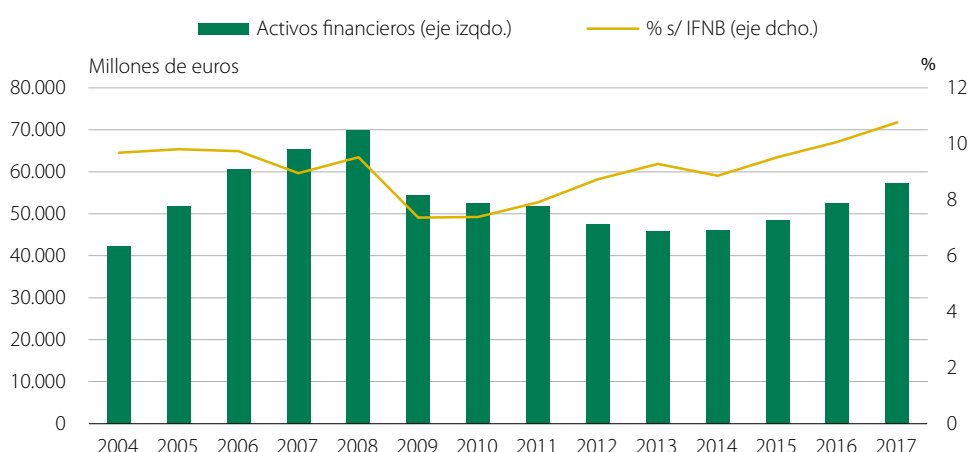
19 El *direct lending* lo realizan las entidades conocidas como «fondos de deuda», que conceden préstamos o créditos a compañías, generalmente de tamaño mediano o pequeño. Estos fondos suelen ser bien grandes fondos internacionales o bien estructuras creadas por gestores españoles, pero normalmente en otras jurisdicciones como Luxemburgo. Ninguna de estas entidades está registrada en España. También existe actividad de este tipo por parte de entidades registradas en España. Concretamente, esta actividad la podrían realizar los vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado, que están contemplados en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. También podrían realizar este tipo de inversiones los fondos de inversión libre (FIL), regulados en el artículo 73 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

20 La información estimada más reciente para estas plataformas representa un importe poco significativo (cerca de los 60 millones de euros).

las estimaciones privadas aproximadas cifran en unos 1.500 millones de euros esta actividad— de las entidades que sí están registradas en España. Al respecto de estas últimas, muchos vehículos de inversión de tipo cerrado tienen obligación de registrarse en la CNMV aunque sus obligaciones de remisión de información son más limitadas, por lo que no se dispone con exactitud de las cifras del patrimonio que gestionan. De la información que se dispone, se estima la actividad en unos 550 millones de euros. Por otra parte, los datos disponibles sobre FIL de inversión en deuda suponen tan solo unos 30 millones de euros.

En España, el activo financiero de los establecimientos financieros de crédito representa aproximadamente el 10,8% del total de la intermediación financiera no bancaria (en su versión amplia), con poco más de 57.000 millones de euros a finales de 2017, habiendo llegado a los 70.000 millones en 2008 (véase gráfico 13). Si se descuenta el importe que consolida en los grupos bancarios, que es más del 80%, los activos financieros de estas entidades descienden hasta poco más de los 10.000 millones de euros, es decir, un 3,3% de la intermediación financiera no bancaria en su versión estricta.

**Evolución de los activos de los establecimientos financieros de crédito** GRÁFICO 13



Fuente: Banco de España.

A pesar de que la dimensión del riesgo de los establecimientos financieros de crédito, como se acaba de mencionar, no es especialmente elevada, dado su reducido tamaño con relación al sistema financiero y a la intermediación financiera no bancaria y lo comentado respecto a la consolidación del sector en entidades bancarias; la legislación española contempla una serie de requisitos prudenciales para prevenir y mitigar los riesgos que pueden ocasionar tanto para su propio buen funcionamiento como para el resto del sistema financiero. Entre ellos, cabe destacar:

- Estas entidades poseen unos requerimientos de capital comparables a los aplicados a las entidades de crédito, con algunas excepciones como el colchón contracíclico de capital o el de conservación, que no son aplicables a los establecimientos financieros de crédito que sean una pyme.
- En relación con los requerimientos de liquidez, se está desarrollando una norma para que los activos líquidos de estas entidades sean suficientes para

mantener una estructura de financiación adecuada que evite los potenciales riesgos de una puntual falta de liquidez.

- Respecto al apalancamiento y las grandes exposiciones a una misma entidad, se aplica la misma legislación que a las entidades de crédito.

### Función económica 3 (EF3)

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.

Estas entidades financieras no bancarias pueden verse expuestas a un riesgo de liquidez importante en función de su modelo de financiación, ya que son entidades que realizan actividades de mercado a través de financiación a corto plazo. En el caso de las entidades que utilizan los activos de los clientes para obtener recursos (normalmente mediante *repos*), si se da un desajuste entre el vencimiento de los activos y de los pasivos, existe un riesgo importante en el caso de una retirada significativa de fondos de los clientes.

Algunos de los instrumentos que las autoridades competentes pueden tener en cuenta para atenuar los riesgos asociados a esta actividad podrían ser:

- Como en el caso de los establecimientos financieros de crédito, la imposición de regímenes prudenciales equivalentes a los bancarios.
- Requisitos de liquidez para asegurar una correcta gestión del riesgo. Estos requisitos podrían ser iguales o muy similares a los de Basilea III.
- Requisitos de capital, tanto para reducir un apalancamiento excesivo como la prociclicidad asociada a su estructura de financiación. Unos niveles mínimos de capital también pueden aumentar la fortaleza de las sociedades de valores ante *shocks* de crédito, como, por ejemplo, el impago de una contraparte.
- Restricciones al uso de los activos de los clientes. Si estas entidades utilizan los activos de los clientes para financiar sus propias inversiones a largo plazo, estarán actuando de una forma similar a la de los bancos, por lo que una posibilidad que tienen los reguladores es establecer limitaciones a estas inversiones a largo plazo, tanto en términos de volúmenes como de plazos.

En España existen alrededor de 45 sociedades de valores, las cuales contaban al cierre de 2017 con un activo de 3.720 millones de euros, cifra muy similar a la de 2016 (véase gráfico 14). Este tamaño es relativamente reducido, si se compara con el de otras jurisdicciones, ya que en nuestro país los servicios de inversión los proporcionan en su mayoría las entidades de crédito. Así, más del 80% de las comisiones percibidas por estos servicios corresponde a estas últimas, mientras que las sociedades de valores reciben aproximadamente el 10% (véase cuadro 5).

De las distintas clases de comisiones, aquellas relacionadas con la compraventa de valores son las más relevantes para las sociedades de valores, aunque su importancia relativa ha ido disminuyendo de forma paulatina durante los últimos años en favor de las entidades de crédito, por lo que a finales de 2017 se situaban en poco más del 30%, mientras que, por ejemplo, en 2011 habían llegado a representar más del 50% con más de 500 millones de euros. El resto de comisiones, especialmente las derivadas de la comercialización de fondos de inversión, las perciben casi en su totalidad las entidades de crédito.

### Comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión. 2017 CUADRO 5

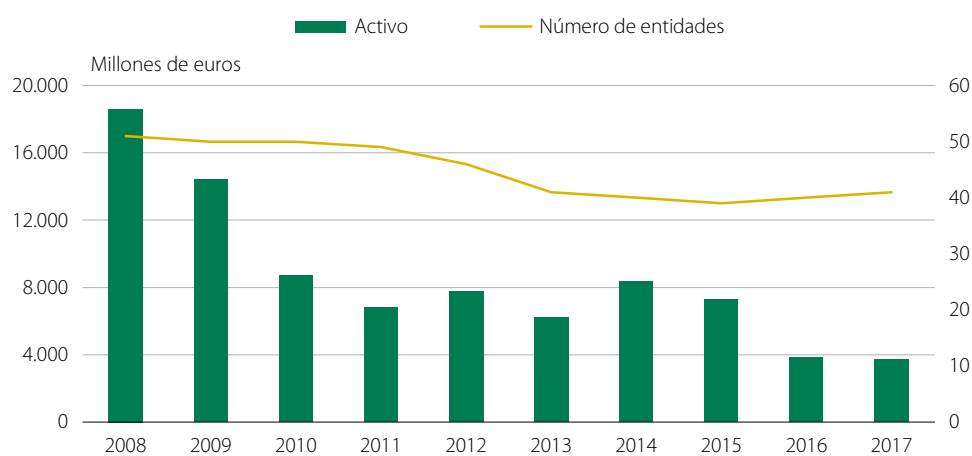
Millones de euros

	Sociedades de valores	Agencias de valores	Soc. gestoras de cartera	Entidades de crédito	Total
Total servicios de inversión	405	97	1	3.726	4.229
Colocación y aseguramiento	18	3	-	231	252
Compraventa de valores	218	20	-	457	695
Gestión de patrimonios	50	12	1	197	261
Administración y custodia	38	1	-	551	590
Comercialización de fondos de inversión	81	59	0	2.290	2.431
<b>Comisiones totales percibidas</b>	<b>548</b>	<b>142</b>	<b>2</b>	<b>14.295</b>	<b>14.987</b>

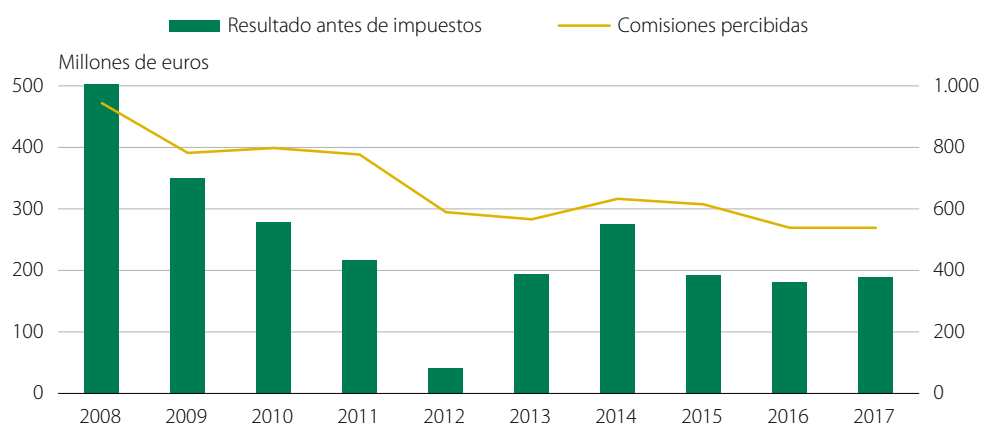
Fuente: CNMV y Banco de España.

Es importante destacar que las sociedades de valores experimentaron una contracción sustancial en los primeros años de la crisis, en los que tanto su activo como sus beneficios se redujeron de forma abrupta: entre 2008 y 2011 los activos de estas entidades descendieron un 63% y el resultado antes de impuestos, un 57% (véanse gráficos 14 y 15).

### Activos de las sociedades de valores y número de entidades GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.



Fuente: CNMV.

Las sociedades de valores están sujetas a los requisitos establecidos en Basilea III, al tener que cumplir con la legislación europea<sup>21</sup> referente a los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión. Como consecuencia, entre las obligaciones derivadas, se puede destacar:

- Cuando las sociedades de valores tengan en el pasivo fondos de clientes —algo que solo se permite de forma transitoria e instrumental— estos fondos deben estar invertidos en activos completamente líquidos (efectivo o depósitos a la vista). En el caso de obligaciones que vencen en un periodo inferior a los 12 meses, deben mantener como mínimo un 10% en activos muy líquidos.
- El cumplimiento de las reglas de Basilea III obliga a mantener, entre otras, una ratio de capital del 8% de las exposiciones totales, así como colchones de capital adicionales.
- Existe una serie de requisitos de información a los clientes que incluyen tanto información específica sobre las «salvaguardas» de sus activos como sobre los riesgos más relevantes.

#### Función económica 4 (EF4)

En esta categoría se enmarcan las entidades que realizan una actividad de «facilitación» a la creación de crédito. En España, pertenecen a esta clase de entidades las sociedades de **garantía recíproca**. Estas compañías, que nacieron en 1978, se definen como entidades financieras cuyo objeto principal es facilitar el acceso al crédito de las pymes y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante los bancos, las Administraciones públicas o los clientes y los proveedores.

21 Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión.

La provisión de mejoras crediticias facilita la creación de crédito, tanto bancario como no bancario, por lo que, en algunos casos, estas entidades pueden contribuir al incremento del apalancamiento de los agentes y a la formación de riesgos de carácter cíclico que puedan constituirse como una amenaza para la estabilidad financiera. Para mitigar estos efectos, algunas de las herramientas que podrían utilizarse serían:

- Requisitos de capital. Igual que para otras entidades ya mencionadas, un nivel de capital adecuado es esencial para las entidades que facilitan la creación de crédito, en este caso, a través de garantías financieras y coberturas crediticias. Además, idealmente, los requisitos de capital deberían ser contracíclicos, pues las sociedades de **garantía recíproca** pueden generar efectos procíclicos en el crédito disponible y, en consecuencia, en la economía real<sup>22</sup>.
- Restricciones en la escala y el ámbito del negocio. En principio, las propias entidades deberían tener la capacidad de valorar sus productos y los riesgos asociados para gestionarlos de forma adecuada. Si las autoridades consideran que no lo están haciendo o no pueden hacerlo, deberían imponer ciertas limitaciones o incluso, en algunos casos, prohibir una determinada inversión.
- Colchones de liquidez. Para contrarrestar los riesgos originados por la existencia de obligaciones a corto plazo y gestionar de forma adecuada los riesgos derivados de la falta de liquidez y la transformación de vencimientos, se puede considerar la imposición de colchones de liquidez. Estos colchones deben adecuarse a las características de la entidad, pudiendo diferir sustancialmente de los colchones de liquidez aplicados a los bancos, especialmente si no se financian con depósitos.

En España, las sociedades de **garantía recíproca** suponen una fracción muy pequeña de la intermediación financiera no bancaria, ya que sus activos financieros representan apenas el 0,2% del total (con datos de finales de 2017). En consecuencia, es muy improbable que, en caso de que estas entidades experimenten dificultades, estas lleguen a propagarse al resto del sistema financiero. A pesar de ello, la regulación de estas entidades<sup>23</sup> contempla ciertos requisitos y restricciones que limitan los riesgos asociados a su actividad. Los principales son:

- Se establece como exposición máxima a un solo cliente el 20% de los recursos propios de la entidad. A su vez, la suma del activo inmovilizado material y de las acciones y participaciones no puede superar el 25% de estos.
- La inversión en activos líquidos debe ser, como mínimo, del 75% del valor de los recursos propios.
- Para promover una correcta transferencia del riesgo de crédito, aquellas entidades que incumplan con el pago del crédito otorgado y, por tanto, se active la

---

22 El capital de estas entidades es variable dependiendo del número de avalados.

23 La legislación básica de estas sociedades se encuentra en la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre régimen jurídico de las sociedades de **garantía recíproca**, y en el Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre, relativo a las normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las sociedades de **garantía recíproca**.



garantía de este, pierden automáticamente los derechos sobre su participación en la sociedad de **garantía recíproca**. Adicionalmente, parte del riesgo de crédito puede transferirse al sector público a través de la creación de sociedades de reafianzamiento.

## Función económica 5 (EF5)

La EF5 se define como la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Pertenecen a esta categoría los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) cuyo objeto es la titulización de activos.

La provisión de recursos a los bancos u otras entidades financieras, haya o no transferencia real de activos o riesgos, puede ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia, por lo que deben tenerse presentes los riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria, especialmente en lo que respecta a la transformación de vencimientos y al apalancamiento excesivo.

Es importante mencionar, no obstante, que, en términos generales, las emisiones de titulización en España están estructuradas de manera que los pagos se realizan con los *pools* de activos que se van amortizando, por lo que el problema de la transformación de vencimientos es prácticamente irrelevante. Además, se puede considerar que en España la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, como fue el caso en otras jurisdicciones y que se constituyó como una de las problemáticas más relevantes de la última crisis financiera, por la eliminación de los incentivos a la evaluación de los riesgos por parte de las entidades que conceden los créditos originales. Finalmente, cabe señalar que la titulización, en algunos casos, también puede utilizarse para reducir los requisitos de capital derivados de la regulación bancaria. Esta práctica tuvo gran relevancia en el desarrollo de la última crisis financiera, lo que motivó reformas regulatorias a nivel internacional.

Para reducir los riesgos que pueden generarse a través de la titulización de activos, pueden considerarse las siguientes herramientas:

- Restricciones a la transformación de vencimientos. Dado que los vehículos de titulización se utilizan como canales de financiación a través de la emisión, en muchos casos, de obligaciones a corto plazo, las restricciones a las diferencias entre el vencimiento de los valores emitidos y el *pool* de activos subyacentes puede ser un método directo para reducir los riesgos derivados de la transformación de vencimientos. Como ya se ha mencionado, esta fuente de riesgo es relativamente pequeña en España.
- Obligaciones de retener, por parte del originador, una proporción del valor nominal de las titulizaciones realizadas, con el fin de que asuma una parte del riesgo (véase nota a pie de página n.º 21).
- Restricciones al colateral elegible. Un colateral que sea líquido y se negocie en un mercado transparente y regulado siempre será mucho más fácil de vender para neutralizar o disminuir pérdidas ante el incumplimiento de una

contraparte. No obstante, el regulador debe tener en cuenta que cuanto más estrictas sean estas limitaciones, más se reduce el abanico de colaterales elegibles y que la calidad de los colaterales puede deteriorarse rápidamente en épocas de crisis.

- Restricciones a las exposiciones a bancos u otras entidades financieras. Los bancos, como se demostró durante la crisis *subprime*, pueden beneficiarse de fuentes alternativas de financiación a través de la titulización, lo que es susceptible de generar un exceso de crédito y un crecimiento del apalancamiento. De forma adicional, pueden existir oportunidades de arbitraje regulatorio que, lógicamente, podrían menoscabar la efectividad de la regulación bancaria.

Como ya se ha comentado al inicio de esta sección, en España la titulización supone una fracción importante de la intermediación financiera no bancaria, siendo el segundo sector en importancia. Así, los activos financieros de los SFV ascendían a 207.000 millones de euros a finales de 2017 y representaban el 38,9% de la intermediación financiera no bancaria (definición amplia), aunque en 2010 llegaron a alcanzar los 490.000 millones de euros. Como refleja el gráfico 16, las emisiones de bonos de titulización descendieron de forma sustancial en 2009 y 2012. Entre 2009 y 2011 —que fue el momento más desfavorable para el mercado de titulizaciones, estando prácticamente paralizado a nivel global—, el descenso de las emisiones no fue tan abrupto como cabría haber esperado porque las entidades financieras decidieron emitir titulizaciones y suscribirlas ellas mismas, con el fin de utilizar estos activos como colateral en las operaciones de financiación con el Eurosistema. Así, el porcentaje de las emisiones suscritas por el propio emisor llegó a rozar el 100% entre 2008 y 2010. Aun así, esta disminución hizo que su saldo vivo se resintiera y descendiera de forma progresiva desde 2009, cuando se superaron los 450.000 millones de euros, mientras que a finales de 2017 rondaba los 200.000 millones (véase gráfico 17). Desde 2011, el porcentaje de emisiones suscritas por los emisores se redujo levemente, pero se mantuvo en niveles elevados, cerca del 80%<sup>24</sup>.

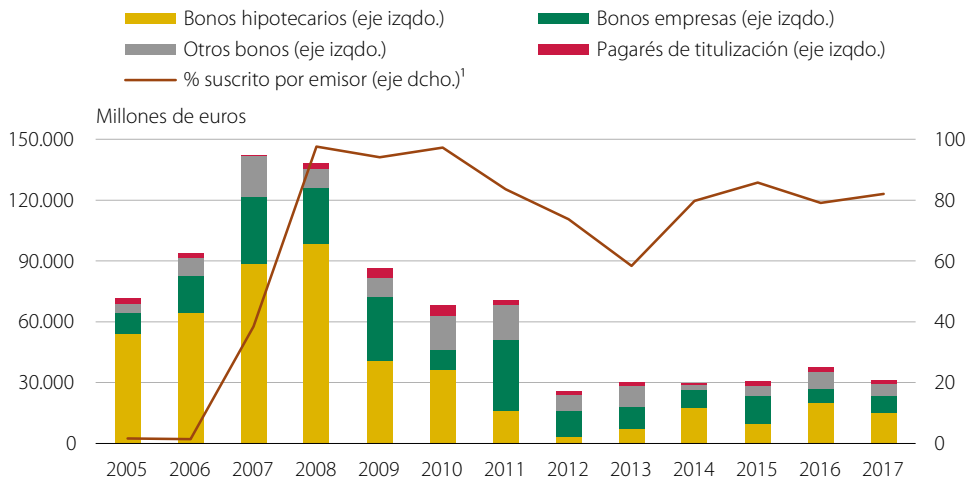
En España, la mayor parte del total de bonos y pagarés de titulización ha correspondido tradicionalmente a los bonos hipotecarios, cuyo saldo vivo ha rondado las tres cuartas partes del total desde las primeras emisiones.

---

24 En enero de 2011, entró en vigor la modificación de la Directiva de Adecuación de Capital, conocida como CRD II, cuyo artículo 122, letra a)(1), recogía la obligación por parte del originador de retener un mínimo del 5% del valor nominal de las titulizaciones.

## Importe nominal emitido de bonos y pagarés de titulización

GRÁFICO 16



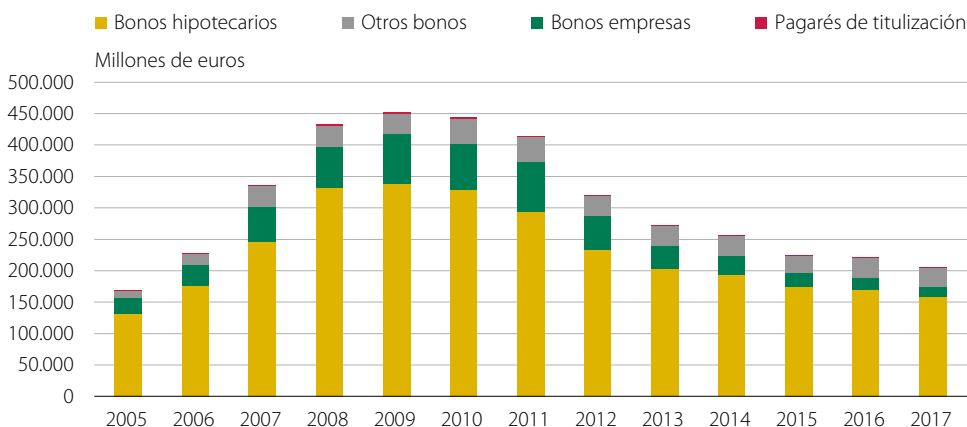
Fuente: CNMV.

1 Este porcentaje se refiere únicamente a los bonos de titulización. No se incluyen pagarés debido a que la cifra sería nula.

Por su parte, la calificación crediticia de los SFV, tanto como consecuencia del aumento del riesgo del país como por razones intrínsecas a estos vehículos y a los activos que poseían, fue descendiendo desde el inicio de la crisis, con rebajas muy importantes especialmente en 2011 y 2012. Así, mientras que en 2008 más del 90% de los activos estaban calificados como 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%.

## Saldo vivo de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo

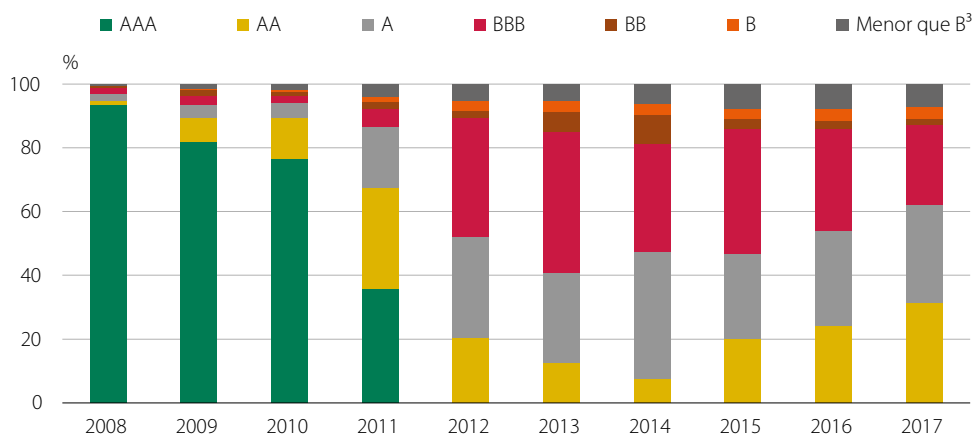
GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

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

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

1 No incluye el MARF.

2 Ratings agrupados según su equivalente a Standard and Poor's.

3 Incluye las emisiones sin rating.

En España no existe una regulación específica para los vehículos de titulización que contemple restricciones específicas con relación, por ejemplo, a los colaterales elegibles o a los volúmenes máximos de crédito que pueden titulizarse. Sin embargo, la CNMV promueve activamente la transparencia de las entidades que realizan titulizaciones con el objeto de mitigar los posibles efectos negativos derivados de la complejidad de estos activos y de reducir el riesgo de los inversores en el momento de la toma de decisiones. A este respecto, las sociedades gestoras de estos vehículos deben enviar semestralmente información estandarizada y detallada sobre la cuantía y situación de los activos titulizados y los bonos emitidos, información que se publica en la web de la CNMV.

A pesar de no disponer de una regulación específica de ámbito nacional, desde el 1 de enero de 2019 ha entrado en vigor el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, cuya novedad más relevante es, precisamente, la distinción entre esta última, llamada STS por sus siglas en inglés y el resto de titulizaciones<sup>25</sup>. Una de las principales consecuencias de esta diferenciación es el tratamiento favorable en cuanto a requisitos de capital y exigencia de retención para el originador en el caso de las titulizaciones STS, a tenor del Reglamento (UE) 2017/2401 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

25 Para que una titulización se considere STS debe cumplir ciertos requisitos de simplicidad (la titularidad de las exposiciones crediticias debe transferirse mediante venta verdadera al vehículo que las tituliza), de transparencia (los inversores potenciales deben tener información sobre el comportamiento histórico de los impagos y las pérdidas) y de normalización (cumplimiento de requisitos de retención de riesgos y prohibición de contratar derivados salvo con fines de cobertura). Esto contará con la verificación de una tercera parte independiente y el listado de titulizaciones STS se publicará en la web de ESMA.

Por otra parte, como ya se ha mencionado, una parte muy importante de los activos financieros de estos vehículos consolida en grupos bancarios. 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».

## 4 Medición de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria

Como ya se ha mencionado anteriormente, la intermediación financiera llevada a cabo por entidades no bancarias aumenta las fuentes disponibles de recursos para los agentes económicos y promueve un incremento de la competencia con las entidades financieras tradicionales. No obstante, debe existir una regulación que trate de prevenir y, en su caso, mitigar los riesgos que estas entidades, por su actividad, tamaño o conexión con otras entidades, puedan suponer para la estabilidad financiera. En este sentido, la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales asociados a las entidades pertenecientes a cada una de las funciones económicas de la IFNB toma una relevancia especial. En esta sección se propone una primera aproximación sobre la cuantificación de dichos riesgos. Concretamente, se evalúan el riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento de los fondos de inversión<sup>26</sup>, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV<sup>27</sup>.

El cuadro 6 recoge una representación de la intensidad de los riesgos analizados en función de: i) el resultado de un indicador relevante para cada uno de los riesgos y tipos de entidad, y ii) la posición del valor de este indicador en relación con algunos umbrales previamente determinados<sup>28</sup>. Estos umbrales se han definido teniendo en cuenta el debate sobre ellos que existe en los foros internacionales y se han adaptado a las características de cada tipo de entidad. Su fijación se ha realizado, no obstante, mediante criterios puramente cualitativos que pueden revisarse en el futuro, si se considera necesario. 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 y fuerte). Los colores que se presentan en el cuadro se corresponden con el resultado de los indicadores calculados para el año 2017. En gráficos posteriores, se muestra para la mayoría de casos la evolución

---

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

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

28 Véase el cuadro A3 del anexo para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad.

temporal de los indicadores y su posición en relación con los umbrales de riesgo definidos, con el fin de determinar con mayor precisión si un riesgo específico se ha atenuado o se ha agravado en los últimos años.

### Riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria<sup>1</sup>

CUADRO 6

	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>2,3</sup> (%)	1,3	13,0	28,7	10,8	0,7	38,9

Fuente: CNMV.

- 1 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 y fuerte).
- 2 Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100%, ya que no están representadas las entidades de **garantía recíproca ni** algunas tipologías de fondos que pertenecen también a la IFNB.
- 3 Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

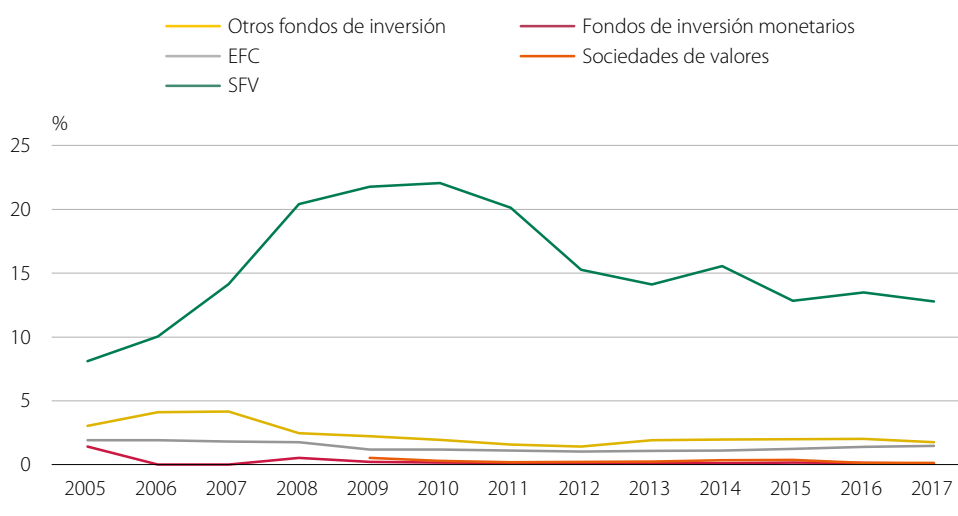
Independientemente de los riesgos asociados a cada una de las entidades consideradas, que se analizarán con más detalle en las siguientes secciones, también es importante, a la hora de establecer los posibles riesgos para la estabilidad financiera, la dimensión del sector considerado y su consolidación o no dentro de un grupo bancario. De esta forma, por ejemplo, los SFV —que, como se ha mencionado en la sección anterior, representan en el sentido amplio un 38,9% de la IFNB (véase cuadro 6)— tienen un peso mucho menor (13,5%) una vez excluidos los vehículos cuyo balance consolida dentro de una entidad bancaria. En cambio, en el caso de los fondos de inversión, que ya tienen un peso importante antes de excluir las entidades o vehículos que consolidan en grupos bancarios (49,5%), aumentan su importancia una vez excluidos estos, hasta el 82,5%.

Además de su dimensión, también es relevante establecer la interconexión de las entidades que conforman la IFNB con el sistema bancario. Para ello, y a modo de aproximación, se ha utilizado la exposición, tanto a través de préstamos como de posesión de activos de renta fija y renta variable, de los bancos con estas entidades a la inversa; es decir, se han sumado las exposiciones en las dos direcciones. Los resultados de este ejercicio, en el que se ha calculado dicha exposición como porcentaje del activo total de los bancos, se muestran en el gráfico 19. Como puede observarse, la interconectividad de los fondos de inversión, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y las entidades de **garantía recíproca** estaba por debajo del 2% en 2017 y, al menos en los últimos 12 años, no ha llegado a superar el 5%. Únicamente los fondos de titulización muestran un grado de conectividad

notable con el sector bancario con cifras algo inferiores al 15%, aunque ha descendido en los últimos años.

### Interconectividad con las entidades bancarias (s/ activos bancarios)

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV y Banco de España.

### Función económica 1: Fondos de inversión

Como se puede observar en el cuadro 6, los riesgos asociados a los fondos de inversión españoles no son demasiado elevados, a excepción del riesgo de crédito, ya que, por la propia naturaleza de estos fondos, muestran un porcentaje elevado de activos crediticios en sus carteras<sup>29</sup>. Como cabría esperar, los fondos monetarios eran los que, a finales de 2017, poseían un porcentaje mayor, con prácticamente el 100%, seguidos por los fondos de renta fija, cuyos activos crediticios se situaban en un 95%. En los fondos mixtos, por su parte, al cierre del ejercicio anterior esta cifra era del 49% (nivel de riesgo moderado)<sup>30</sup>, muy inferior al de los anteriores, pues en su cartera existe una proporción mayor de activos de renta variable. En cuanto a la evolución temporal de los activos crediticios en las carteras de los fondos durante los últimos diez años, no se han producido apenas cambios en los fondos monetarios ni en los de renta fija (véanse los paneles superiores izquierdos de los gráficos 21 y 22), con valores por encima del 80% (umbral de riesgo alto). En los fondos mixtos, en cambio, la proporción de activos crediticios ha ido descendiendo de forma sistemática desde 2009, cuando rondaba prácticamente el 80%, hasta el mencionado 49% (véase panel superior izquierdo del gráfico 23).

Atendiendo a los datos individuales, se puede observar en el gráfico 20 que todos los fondos monetarios que existen en España tienen un porcentaje de activos crediticios superior al 80%, mientras que en el caso de los fondos de renta fija se supera este

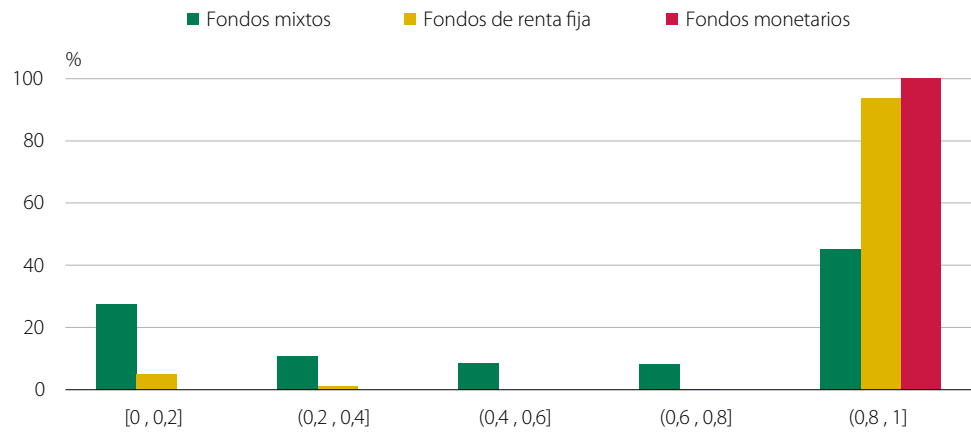
29 Los activos crediticios están compuestos por la tesorería, los depósitos y los valores de renta fija, tanto nacionales como extranjeros.

30 Véase anexo A3 para los valores críticos de los distintos riesgos.

umbral en más del 90% de los casos<sup>31</sup>. En los fondos mixtos se observa una cierta polarización, ya que más del 40% está en un nivel de riesgo alto, mientras que un 38% se encuentra en nivel bajo (inferior al 40%).

### Distribución del riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión

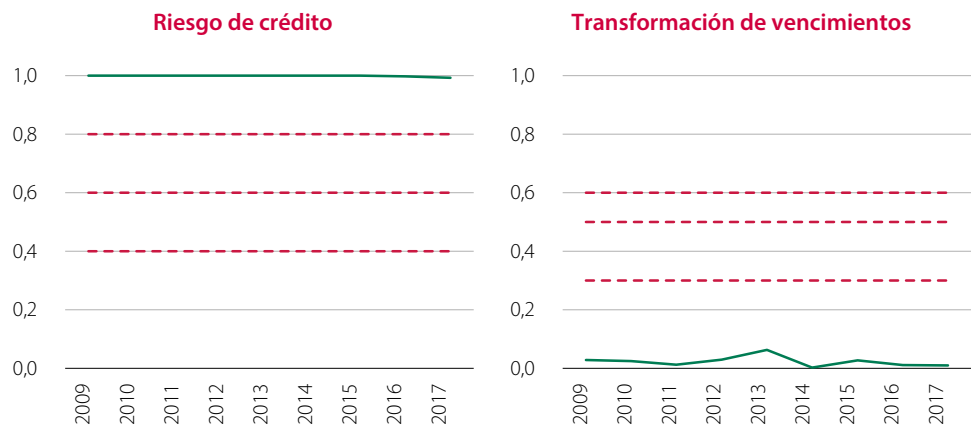
GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

### Evolución de los riesgos en los fondos de inversión monetarios

GRÁFICO 21



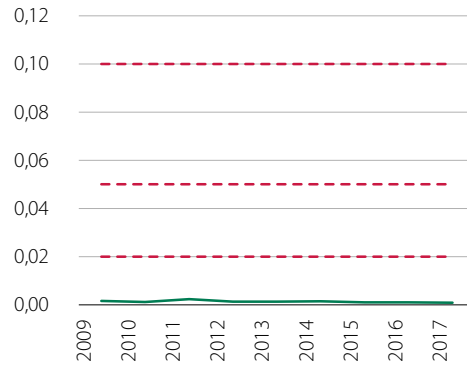
31 Cabe destacar que un 6% de los fondos de renta fija tiene una proporción de activos crediticios inferior al 40% como consecuencia de que invierten prácticamente la totalidad de su patrimonio en otras IIC, que, a pesar de ser en la mayoría de casos otros fondos de renta fija, se considera una inversión en renta variable.



### Riesgo de liquidez



### Apalancamiento



Fuente: CNMV.

## Evolución de los riesgos en los fondos de inversión de renta fija

GRÁFICO 22

### Riesgo de crédito



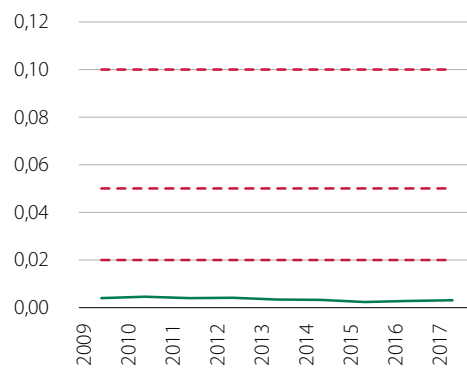
### Transformación de vencimientos



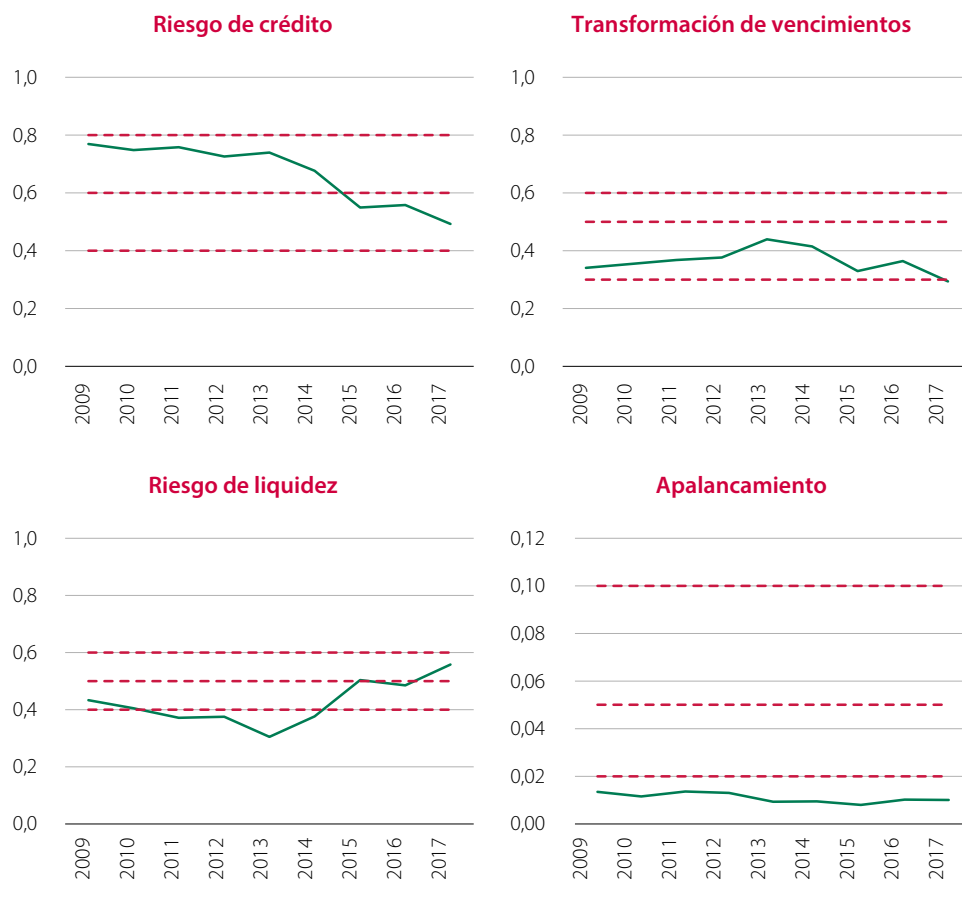
### Riesgo de liquidez



### Apalancamiento



Fuente: CNMV.



Fuente: CNMV.

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

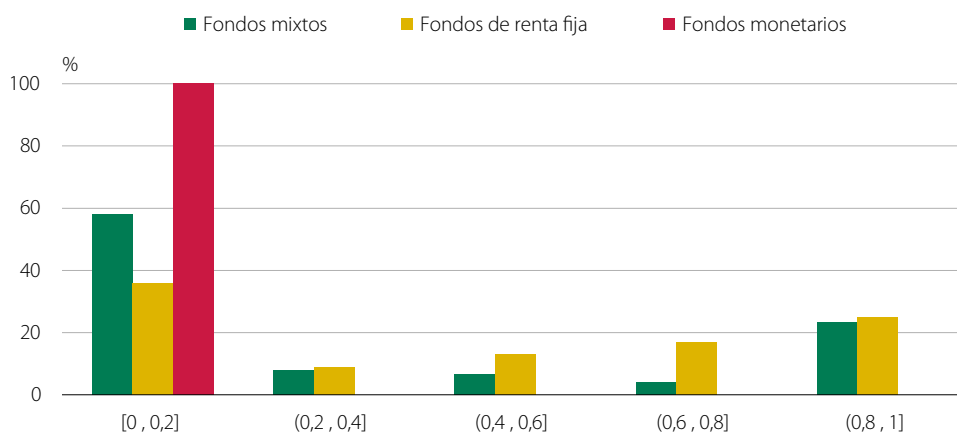
Utilizando la ratio mencionada, tan solo los fondos de renta fija presentan un nivel de riesgo medio (véase anexo A1), con una proporción de activos a largo plazo del 44%. En el resto de vocaciones el riesgo es bajo, aunque en el caso de los fondos mixtos 2017 es el primer año en el que han descendido de riesgo moderado (véase panel superior derecho del gráfico 23), situándose en el 29%. En los fondos monetarios, con importantes restricciones a la inversión a largo plazo<sup>32</sup>, el riesgo de transformación de vencimientos es irrelevante.

32 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.

Atendiendo a la distribución individual de la ratio entre fondos, como se observa en el gráfico 24, en todos los fondos monetarios el porcentaje de activos a largo plazo se situaba a finales de 2017 por debajo del 20%. En el caso de los fondos de renta fija y mixtos, aunque en términos globales no parece existir un elevado riesgo de transformación de vencimientos, un 42% y un 18% de ellos, respectivamente, están en un nivel alto, es decir, con un porcentaje de activos a largo plazo superior al 60%.

### Distribución del riesgo de transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 24



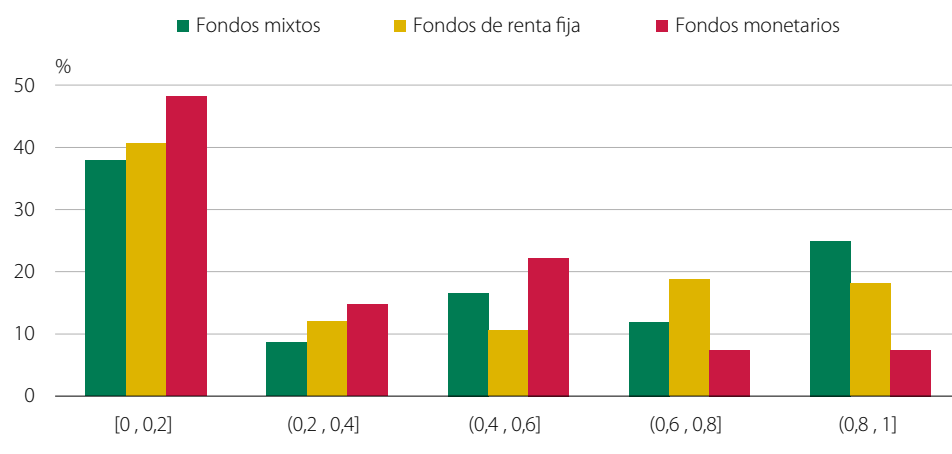
Fuente: CNMV.

El riesgo de liquidez, por su parte, se muestra en un nivel medio en las 3 vocaciones analizadas (proporción de activos ilíquidos entre el 50% y el 60%)<sup>33</sup>, habiendo aumentado, en todos los casos, de forma continua desde 2013 (véase panel inferior izquierdo de los gráficos 20, 21 y 22). Así, ese año los valores se situaban entre el 20% de los fondos monetarios y el 34% de los fondos mixtos, mientras que en 2017 esta cifra se encontraba, para las tres categorías, entre el 51% y el 56%. Si se analiza el riesgo de liquidez de una forma individualizada, se observa que a finales de 2017 la proporción de fondos con un riesgo elevado (activos ilíquidos por encima del 60%) era del 14,8% para los fondos monetarios y del 36,8% para los de renta fija y para los mixtos.

33 Los umbrales del riesgo de liquidez de los fondos de inversión son inferiores a los del resto de entidades (véase anexo A3), como consecuencia de sus características particulares. En concreto, la posibilidad de que se produzcan reembolsos masivos por parte de los partícipes genera una necesidad adicional de liquidez, que en este caso se ha considerado del 20%. Esta cifra es congruente con el porcentaje de disminución de patrimonio que determina la publicación de un hecho relevante por parte de la gestora y, desde un punto de vista empírico, con los reembolsos que se produjeron en el periodo de estrés comprendido entre mayo y julio de 2012 en los fondos de inversión españoles. En este último caso, los estudios realizados determinan que el fondo que se correspondía con el percentil 90 en relación con los reembolsos producidos en este periodo experimentó unas salidas de recursos del 22% del patrimonio total en los fondos de renta fija y del 13% en los de renta variable.

## Distribución del riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión<sup>1</sup>

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> El riesgo de liquidez se ha calculado como el total de activos ilíquidos (total activos financieros – activos líquidos) en relación con el total de activos financieros (véase anexo A3). El numerador de la mencionada ratio, muchos organismos lo calculan teniendo en cuenta las obligaciones muy a corto plazo (a 30 días) para detraerlas de los activos líquidos, de forma que se obtiene una medida de los activos líquidos «reales» para hacer frente a posibles imprevistos. Dada la imposibilidad de obtener este dato en la mayoría de entidades, se ha optado por no incluirlo.

Finalmente, en relación con el apalancamiento de las IIC, en la legislación española se establece que las IIC mobiliarias (a excepción de la inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por algún motivo específico<sup>34</sup>, y nunca superar el 10% de su patrimonio. En España, ninguna categoría superaba el 2% en 2017 ni lo había hecho al menos desde 2009<sup>35</sup>. Adicionalmente, a nivel individual, ningún fondo superaba al cierre del año pasado el 10%.

## Función económica 2: Establecimientos financieros de crédito

En primer lugar, cabe recordar que la dimensión de este sector en la IFNB en sentido estricto (descontando las entidades que consolidan en grupos bancarios) es muy reducida, un 3,3% del total, por lo que, independientemente de los niveles de riesgo calculados, los efectos para la estabilidad financiera no serían, en principio, significativos.

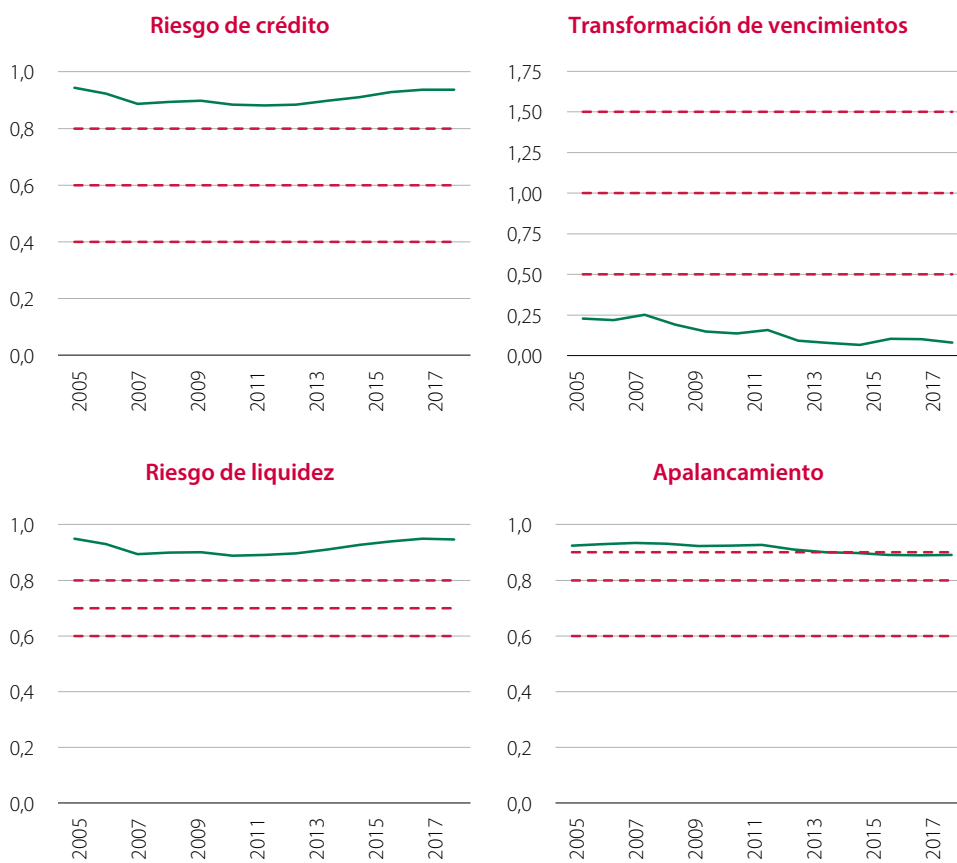
Como se puede observar en el gráfico 26, las ratios que determinan cada uno de los riesgos muestran muy poca variación a lo largo del tiempo. De esta forma, entre 2005 y 2017 se han mantenido altos el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez (por encima del 80% en ambos casos) y el apalancamiento, que ha oscilado alrededor del 90%. El riesgo de transformación de vencimientos, en cambio, se ha situado en valores sustancialmente bajos, siempre por debajo del 25%.

<sup>34</sup> 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.

<sup>35</sup> Para calcular el nivel de apalancamiento de los fondos de inversión se ha calculado la ratio entre el pasivo de estos vehículos y su patrimonio.

Es importante considerar que el riesgo de crédito es elevado para estas entidades debido a la naturaleza de su actividad, ya que alrededor del 90% de los activos financieros corresponde a créditos concedidos. El riesgo de liquidez y el nivel de apalancamiento elevados tienen su origen en el bajo nivel de activos líquidos y de fondos propios de estas entidades.

**Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito** GRÁFICO 26



Fuente: Banco de España.

### Función económica 3: Sociedades de valores

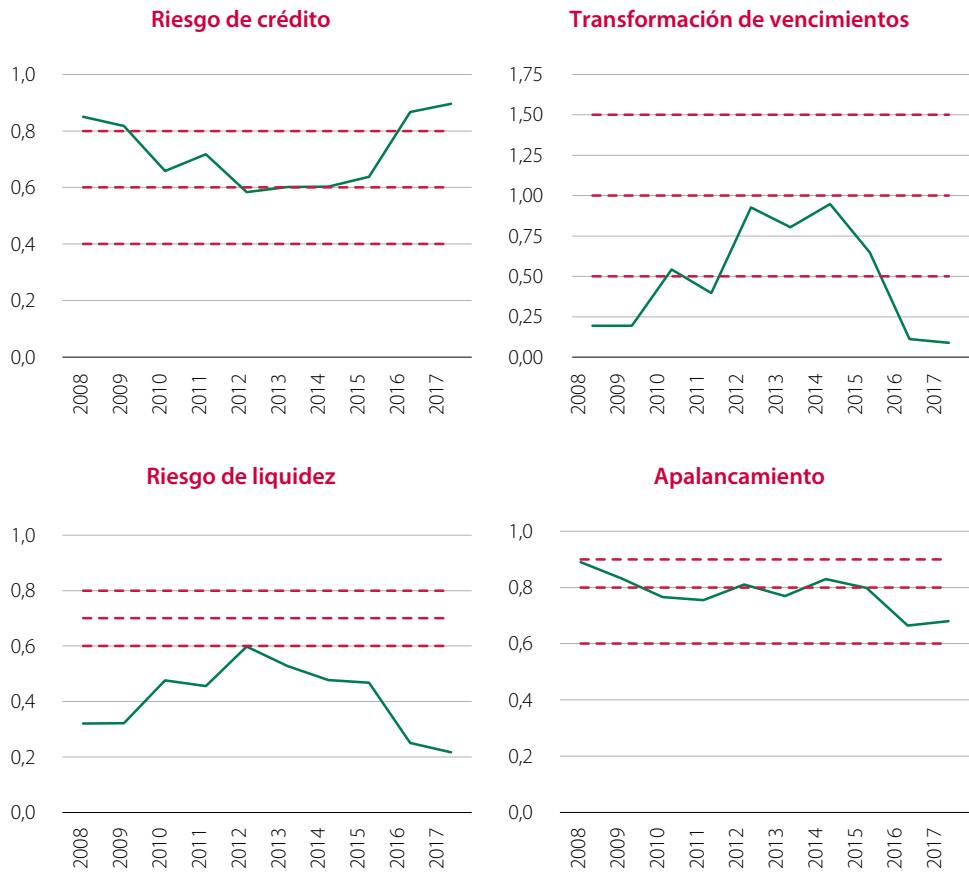
En cuanto a las sociedades de valores hay que recordar, primero, que tienen un peso relativo muy bajo dentro de la IFNB, del 0,7%, por lo que el riesgo de contagio para el resto del sistema financiero es muy limitado. Aun así, analizando los riesgos asociados a estas empresas independientemente de su dimensión, se observa que a finales del año pasado el riesgo de crédito era alto (por encima del 80%), el nivel de apalancamiento era medio y el riesgo de liquidez y el de transformación de vencimientos estaban en un nivel bajo.

La evolución temporal de estos riesgos, como puede observarse en el gráfico 27, ha sido dispar: mientras que el riesgo de crédito ha aumentado gradualmente desde 2012, cuando se situaba en un nivel moderado, el riesgo de liquidez y el apalancamiento han ido disminuyendo, especialmente el primero. Por su parte, la cifra correspondiente a la ratio entre los pasivos y activos a corto plazo (transformación de

vencimientos) ha ido variando mucho desde 2008, aunque hay que tener en cuenta que esto se debe, principalmente, a que tanto el numerador como el denominador son cifras pequeñas.

### Evolución de los riesgos en las sociedades de valores

GRÁFICO 27



Fuente: CNMV.

### Función económica 5: Fondos de titulización

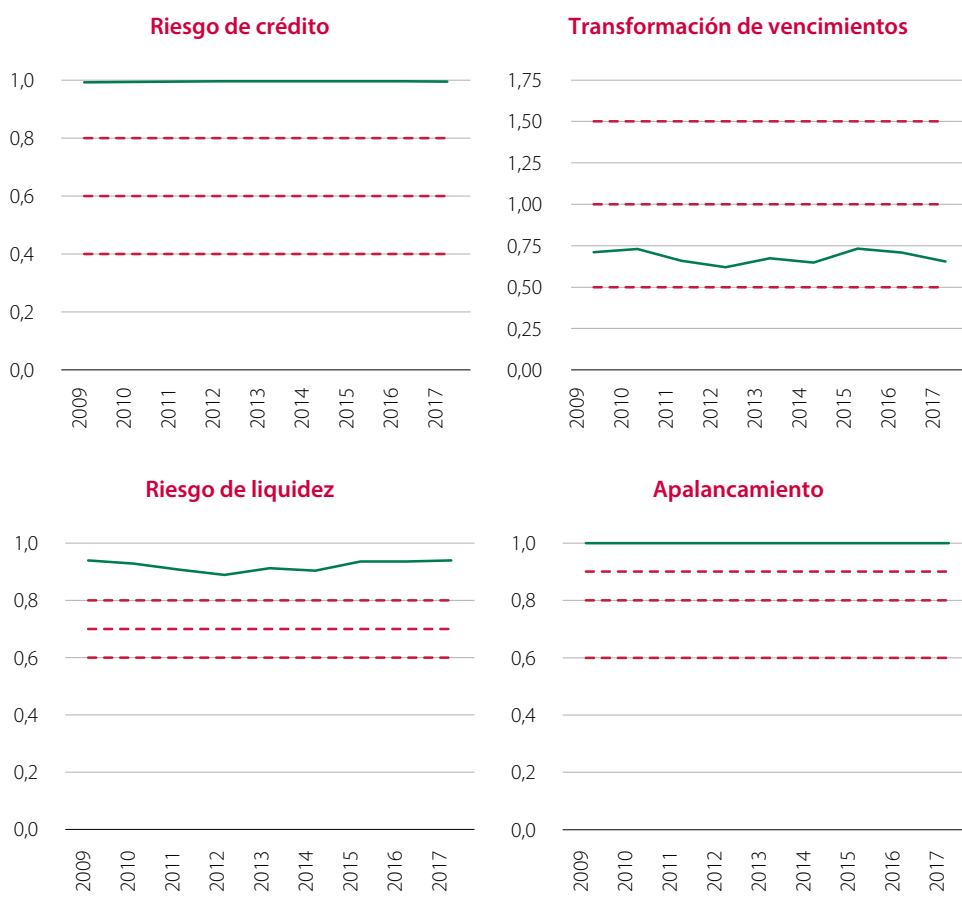
De la misma forma que para los EFC y como ya se ha mencionado en la sección 3, un porcentaje muy elevado de los vehículos de titulización consolida en grupos bancarios, por lo que, a pesar de que su tamaño es elevado dentro de la IFNB en el sentido amplio (38,9%), una vez se detraen los que pertenecen a alguna entidad bancaria la cifra se reduce hasta el 13,5%.

En los fondos de titulización tan solo el riesgo de transformación de vencimientos está en un nivel moderado, situándose el resto en un nivel alto. No obstante, hay que matizar algunos de los valores elevados obtenidos para los riesgos de crédito, liquidez y apalancamiento. 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. Por su parte, el riesgo de liquidez

se situó en el 94% al cierre de 2017, una cifra que no ha variado excesivamente en los últimos años (véase panel inferior izquierdo del gráfico 28), 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 90% de los fondos, con unos activos de casi el 98%, presentaba un porcentaje de activos ilíquidos por encima del umbral del 80% (véase gráfico 29).

## Evolución de los riesgos en los fondos de titulización

GRÁFICO 28



Fuente: CNMV.

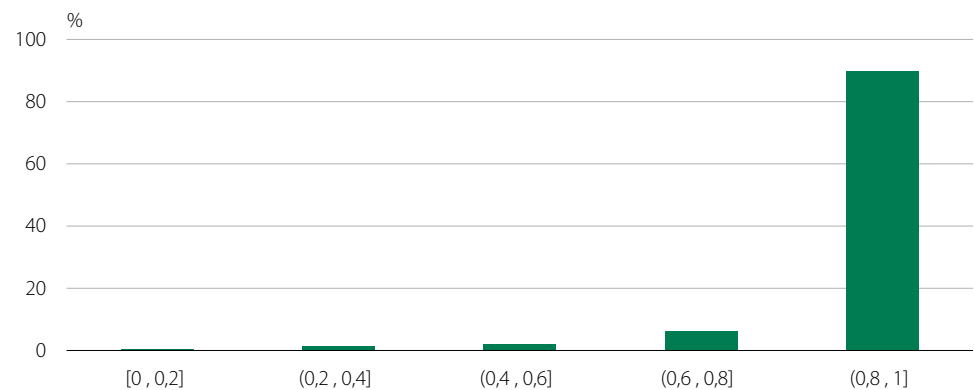
El nivel del indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos, que es posiblemente el más relevante para estos vehículos, alcanzó el 66%, mostrando una asimetría moderada en los vencimientos de los pasivos en relación con los activos. Esta cifra ha oscilado entre el 62% y el 73% en los últimos 9 años, por lo que es relativamente estable. No obstante, hay diferencias sustanciales entre los distintos vehículos: como se puede observar en el gráfico 30, la dispersión en los valores del riesgo de transformación de vencimientos para 2017 era elevada. Así, por ejemplo, en un 25% de los fondos la ratio entre pasivos y activos a corto plazo era inferior al 50% (riesgo bajo), mientras que en un 13% esta cifra superaba el 100% (riesgo medio y alto).

Hay que tener presente, también, que en España la mayor parte de los activos titulizados procede de préstamos o créditos a largo plazo, en su mayoría hipotecarios, mientras que lo mismo sucede con los valores emitidos (pasivo). Así los activos y

pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles únicamente representan el 20% y el 13% del balance, respectivamente.

**Distribución del riesgo de liquidez en los fondos de titulización**

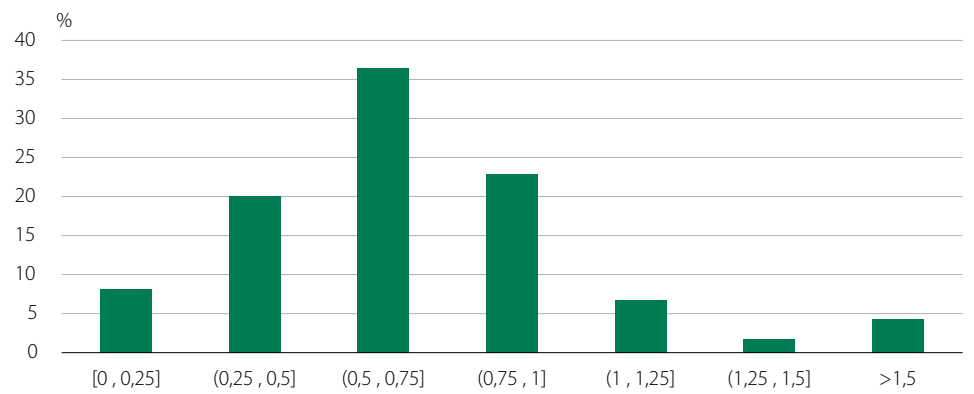
GRÁFICO 29



Fuente: CNMV.

**Distribución del riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización**

GRÁFICO 30



Fuente: CNMV.

## 5 Conclusiones

La última crisis financiera que se originó a finales de la década pasada puso de manifiesto el hecho de que los riesgos para la estabilidad del sistema financiero podían ser originados y transmitidos por otros participantes de carácter no bancario. Esta toma de conciencia ha generado multitud de iniciativas en diferentes ámbitos con el fin de conocer mejor qué entidades pueden realizar actividades que entrañan riesgos similares a los generados por el sector bancario, cómo se pueden identificar y valorar estos riesgos y, finalmente, qué instrumentos deben estar disponibles para prevenirlos o, en su caso, mitigarlos.

Los primeros trabajos para identificar las entidades y actividades que podían realizar labores de intermediación financiera al margen del canal bancario los realizó el



FSB. Este organismo, en una primera aproximación, denominó este sector como *shadow banking* y estableció cinco funciones económicas para evaluar e identificar las entidades que formarían parte de este grupo. Con carácter anual, el FSB publica un informe con las principales cifras de activos por países que recibe mediante la contribución de sus miembros. En el caso europeo, la Junta Europea de Riesgo Sistémico también publica desde 2016 un informe que cuantifica y describe los riesgos más relevantes que presentan estas entidades.

Tras unos años de debate en los foros internacionales, la denominación *shadow banking* se ha sustituido por «intermediación financiera no bancaria», con el fin de evitar la connotación negativa que parecía sugerir la existencia de un grupo de entidades que realizaban actividades similares a las de los bancos sin ningún tipo de regulación. Lo cierto es que la mayor parte de las entidades consideradas dentro del *shadow banking* están sometidas a una regulación y supervisión exigente, generalmente realizada por los supervisores de valores, aunque dicha regulación no sea bancaria.

Las entidades más importantes que en España forman parte de la intermediación financiera no bancaria de acuerdo con las funciones económicas que establece el FSB son: los fondos de inversión (monetarios, de renta fija y mixtos), las titulizaciones, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y las sociedades de **garantía recíproca**. A finales de 2017 los activos de estas entidades, de acuerdo con la definición amplia de IFNB, se situaban en 532.000 millones de euros, de los cuales el 49,5% pertenecía a los fondos de inversión, el 38,9% a las titulizaciones y el 10,8% a los establecimientos financieros de crédito. Según la definición estrecha —que descuenta el volumen de activos que consolida en los balances bancarios y que afecta fundamentalmente a las titulizaciones—, esta cifra se reduce hasta los 319.000 millones de euros, un 6,8% del sistema financiero español (13,7% en los países de la muestra del FSB). De este importe, el 82,5% correspondería a los fondos de inversión, el 13,5% a los vehículos de titulización y el 3,3% a los establecimientos financieros de crédito.

El análisis de los riesgos más relevantes por tipo de entidad revela que los vehículos de titulización presentan riesgos elevados en la mayoría de las categorías analizadas: riesgo de crédito, riesgo de liquidez, apalancamiento y conectividad con el sector bancario. Sin embargo, en la medida en que la mayor parte de sus activos consolida en los balances del sector bancario, la valoración final de los riesgos de estas entidades se atenúa. En el caso de los fondos de inversión, que formarían el grueso de la IFNB en España, se observa que el riesgo más elevado es el de crédito (especialmente en los fondos monetarios y en los de renta fija) y que el riesgo relacionado con la transformación de vencimientos es más relevante en los fondos de renta fija. El riesgo de liquidez no ha superado los umbrales que delimitan la primera señal de alerta, pero se observa un deterioro notable del indicador desde 2013 en las tres categorías de fondos analizadas, por lo que es importante seguir evaluando y completando este análisis con nuevas métricas que permitan una valoración más completa del mismo.

La CNMV dispone de una serie de herramientas para limitar los riesgos que se derivan de la actividad de estas entidades. Muchas de las herramientas se corresponden con determinados requisitos regulatorios como, por ejemplo, el mantenimiento de

un coeficiente mínimo de liquidez, o los límites al apalancamiento o a la concentración de activos. Otras herramientas como la suspensión de los reembolsos solo se pueden adoptar en circunstancias excepcionales. El conjunto de herramientas macroprudenciales se ha ampliado recientemente por la regulación española, que ha habilitado a la CNMV para exigir, por razones de estabilidad e integridad del sistema financiero, el aumento de la proporción de activos especialmente líquidos en las carteras de las instituciones de inversión colectiva.

De cara al futuro, la CNMV publicará de forma periódica una actualización de las cifras más importantes de este sector, así como de la evolución de sus riesgos. Estas actualizaciones pueden incluir nuevos indicadores para valorar las categorías de riesgos más relevantes. Entre estas cabe el desarrollo de nuevos indicadores para valorar el riesgo de liquidez o el apalancamiento, ampliando en este último caso el análisis hacia medidas sintéticas de este. También pueden ser relevantes los análisis sobre concentración de entidades en función de sus activos y de sus partícipes y, finalmente, sobre las interconexiones con otros participantes del sistema.

## 6 Bibliografía

CNMV (2019). *El papel de la CNMV en la política macroprudencial* (próxima aparición).

ESRB (2016). *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*.

ESRB (2016). *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 1, julio.

ESRB (2017). *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 2, mayo.

ESRB (2018). *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 3, septiembre.

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

FSB (2017). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*.

FSB (2018). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*.

FSB (2019). *Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation 2018*.

## 7 Anexo

### Medición de los riesgos asociados a los fondos de inversión

CUADRO A1

	Fondos monetarios	Fondos de renta fija	Fondos mixtos
<b>Riesgo de crédito</b>			
Activos crediticios / total activos financieros	0,99	0,96	0,49
<b>Transformación de vencimientos</b>			
Activos lp / total activos financieros	0,01	0,44	0,29
<b>Riesgo de liquidez</b>			
(Total activos financieros – activos líquidos(A)) / total activos financieros	0,56	0,51	0,60
<b>Apalancamiento</b>			
(Obligaciones cp +obligaciones lp) / total activos financieros	0,00	0,00	0,01

Fuente: CNMV.

Las siglas lp indican largo plazo y se refieren a instrumentos con vencimiento superior a un año.

Las siglas cp indican corto plazo y se refieren a instrumentos con vencimiento inferior a 30 días.

Los «activos líquidos (A)» se corresponden con una definición «amplia» de estos, en la que se incluyen activos que pueden ser fácil e inmediatamente convertibles en efectivo.

### Medición de los riesgos asociados a los EFC, SV y SFV

CUADRO A2

	Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
<b>Riesgo de crédito</b>			
Activos crediticios / total activos financieros	0,94	0,89	0,99
<b>Transformación de vencimientos</b>			
Obligaciones cp / activo cp	0,08	7,68	0,66
<b>Riesgo de liquidez</b>			
(Total activos financieros – activos líquidos(A)) / total activos financieros	0,95	0,22	0,94
<b>Apalancamiento</b>			
(Total activos financieros – patrimonio neto) / total activos financieros	0,89	0,67	1,00

Fuente: CNMV.

**Valores críticos de los riesgos asociados a la IFNB**

CUADRO A3

	<b>Riesgo bajo a riesgo moderado</b>	<b>Riesgo moderado a riesgo medio</b>	<b>Riesgo medio a riesgo alto</b>
<b>Riesgo de crédito</b>			
Activos crediticios / total activos financieros	0,4	0,6	0,8
<b>Transformación de vencimientos</b>			
EF1: activos lp / total activos financieros	0,3	0,5	0,6
Resto: obligaciones cp / activos cp	0,5	1,0	1,5
<b>Riesgo de liquidez</b>			
EF1: (total activos financieros – activos líquidos(A)) / total activos financieros	0,4	0,5	0,6
Resto: (total activos financieros – activos líquidos(A)) / total activos financieros	0,6	0,7	0,8
<b>Apalancamiento</b>			
EF1: (obligaciones cp + obligaciones lp) / total activos financieros	0,02	0,05	0,1
Resto: (total activos financieros – patrimonio neto) / total activos financieros	0,6	0,8	0,9

Fuente: CNMV.

