



# Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2023



**Intermediación financiera  
no bancaria en España**

Ejercicio 2023

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

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

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

ISSN (edición electrónica): 2695-5822

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

# Índice

|          |                                                                                                                                            |           |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>Resumen ejecutivo</b>                                                                                                                   | <b>9</b>  |
| <b>2</b> | <b>Desarrollo de las principales magnitudes</b>                                                                                            | <b>13</b> |
| 2.1      | Intermediación crediticia y financiación de las entidades pertenecientes a la IFNB                                                         | 17        |
| 2.2      | Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF                                                                                      | 19        |
| 2.2.1    | Interconexiones en el ámbito de los fondos de inversión                                                                                    | 21        |
| <b>3</b> | <b>Intermediación financiera no bancaria</b>                                                                                               | <b>27</b> |
| 3.1      | Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria                                                                      | 30        |
| 3.1.1    | Función económica 1: <i>gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos</i> | 32        |
| 3.1.2    | Función económica 2: <i>concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo</i>                                               | 40        |
| 3.1.3    | Función económica 3: <i>intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada</i> | 42        |
| 3.1.4    | Función económica 4: <i>facilitación a la creación de crédito</i>                                                                          | 44        |
| 3.1.5    | Función económica 5: <i>intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras</i>              | 46        |
| 3.2      | Uso de herramientas macroprudenciales                                                                                                      | 49        |
| 3.2.1    | Test de estrés                                                                                                                             | 52        |
| 3.2.2    | Consulta de la Comisión Europea sobre política macroprudencial para entidades de la intermediación financiera no bancaria (IFNB)           | 55        |

## Índice de cuadros

|             |                                                                    |    |
|-------------|--------------------------------------------------------------------|----|
| Cuadro 1    | Estructura del sistema financiero español                          | 14 |
| Cuadro 2    | Estructura de otras instituciones financieras en España            | 15 |
| Cuadro 3    | Clasificación de la IFNB según funciones económicas                | 28 |
| Cuadro 4    | Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2023 | 31 |
| Cuadro R1.1 | Número de PFP no armonizadas y PSFP registrados                    | 45 |
| Cuadro 5    | Resultados de los test de estrés (flujos agregados)                | 54 |

## Índice de recuadros

|            |                                              |    |
|------------|----------------------------------------------|----|
| Recuadro 1 | Plataformas de <i>crowdfunding</i> en España | 44 |
|------------|----------------------------------------------|----|

## Índice de gráficos

|              |                                                                                                          |    |
|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 1    | Financiación de las sociedades no financieras                                                            | 13 |
| Gráfico 2    | Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero                                          | 14 |
| Gráfico 3    | Distribución y evolución del sector OIF en España                                                        | 16 |
| Gráfico 4    | Evolución de la intermediación crediticia                                                                | 17 |
| Gráfico 5    | Pasivo de los bancos y las OIF                                                                           | 18 |
| Gráfico 6    | Evolución de la financiación mayorista                                                                   | 19 |
| Gráfico 7    | Interconexión entre bancos y OIF (% s/ activos bancarios)                                                | 20 |
| Gráfico 8    | Análisis de los activos de renta fija de la cartera de los fondos de inversión                           | 22 |
| Gráfico 9    | Interconexiones entre los fondos de inversión en el ámbito de la renta fija                              | 23 |
| Gráfico 10   | Interconexiones entre los fondos de inversión en el ámbito de la renta fija                              | 24 |
| Gráfico 11   | Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2023                                           | 29 |
| Gráfico 12   | Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2023                                  | 29 |
| Gráfico 13   | Peso relativo de la IFNB                                                                                 | 30 |
| Gráfico 14   | Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB                                         | 33 |
| Gráfico 15   | Concentración en el sector de la inversión colectiva                                                     | 34 |
| Gráfico 16   | Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión                                     | 35 |
| Gráfico 17   | Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión                        | 36 |
| Gráfico 18   | Duración modificada media de la cartera de renta fija de las distintas tipologías de fondos de inversión | 37 |
| Gráfico 19   | Riesgo de liquidez de los fondos de inversión: distribución de los activos HQLA. 2023                    | 38 |
| Gráfico 20   | Apalancamiento bruto en las distintas tipologías de fondos de inversión                                  | 40 |
| Gráfico 21   | Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito                                  | 41 |
| Gráfico 22   | Activos de las sociedades de valores y número de entidades                                               | 42 |
| Gráfico 23   | Evolución de los riesgos en las sociedades de valores                                                    | 43 |
| Gráfico R1.1 | Financiación captada e importe vivo en las plataformas de inversión participativa                        | 45 |
| Gráfico 24   | Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo                                      | 47 |
| Gráfico 25   | Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia                                | 48 |
| Gráfico 26   | Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización                                   | 49 |
| Gráfico 27   | Disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez en los FI                                          | 51 |
| Gráfico 28   | Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría                           | 53 |



# 1 Resumen ejecutivo

Esta publicación describe en detalle la evolución de la actividad y de los riesgos de las entidades que forman parte de la definición más restrictiva de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España en 2023, definición establecida por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) hace unos años y que clasifica las entidades en función de la realización de una de cinco funciones económicas preestablecidas. Las entidades que forman parte de estas funciones presentan riesgos similares a algunos conocidos en el ámbito bancario y que tienen que ver, en muchas ocasiones, con la intermediación crediticia (vía deuda o préstamos) y la financiación a corto plazo de las entidades, y también con el apalancamiento elevado. En el caso español, las entidades más relevantes de la IFNB por su volumen de activos son los fondos de inversión y, por ello, cada año se incluyen nuevas extensiones o mejoras analíticas que persiguen un mayor conocimiento de los riesgos de este subsector. En este informe se presenta por primera vez un análisis de redes para valorar las interconexiones entre estas entidades a través de las inversiones en activos de renta fija, pública y privada.

- La división más genérica entre el ámbito bancario y el no bancario continuó mostrando el predominio del primero en 2023, pues concentró el 72 % de los activos totales (incluidos los activos del banco central). Dentro del agregado no bancario, las otras instituciones financieras (OIF) —a partir de las cuales se extrae la medida de la IFNB— siguieron siendo las más relevantes, con unos activos de 973.000 millones de euros, un 4,7 % más que en 2022 y un 66,2 % de los activos de este agregado no bancario.
- Los activos totales de las 5 funciones económicas se situaron en 515.000 millones de euros en 2023, un 5,4 % más que en 2022. Sin embargo, si se descuenta el volumen de activos que consolida en el perímetro bancario, la medida más estrecha de la IFNB en España muestra un importe próximo a los 350.000 millones de euros. Este importe apenas supone un 6,6 % del sistema financiero español, y es inferior al de otras economías de nuestro entorno, pero en valor absoluto resulta el más elevado desde 2007.
- Más del 90 % de los activos de la IFNB pertenecen a la primera función económica, a la que pertenecen la práctica mayoría de las IIC<sup>1</sup>. El 10 % restante corresponde a las titulizaciones (6,2 %), los establecimientos financieros de crédito (2,2 %) y las sociedades de valores y las de garantía recíproca, que, en conjunto, no superan el 1 % de la IFNB.

---

1 No pertenecen a esta función los fondos de inversión de renta variable por su limitado papel en el ámbito de la intermediación crediticia.

- **La evaluación de los riesgos financieros de las entidades de la función económica 1 (FE1) no muestra cambios significativos respecto al año anterior y no señala ninguna vulnerabilidad relevante.** Muchas de las métricas de riesgos habían experimentado una mejoría considerable en el ejercicio previo debido al aumento de las inversiones en activos de deuda pública, hecho que tendió a mejorar las condiciones de liquidez y el riesgo de crédito de las carteras. Esta tendencia continuó en 2023, pero de una manera mucho más atenuada. Así, el nivel de activos líquidos de máxima calidad experimentó un leve aumento, así como la proporción de activos de mejor calidad crediticia. Los indicadores de duración siguieron informando de un riesgo de tipos de interés muy bajo para los fondos, y los cálculos de apalancamiento confirmaron el reducido nivel medio de este en el conjunto de fondos de la IFNB, muy por debajo de los máximos permitidos por la regulación. Algunas de estas métricas apuntan a una situación menos vulnerable de los fondos españoles en relación con el resto del sector en la Unión Europea.
- **El apalancamiento estimado en 2023 para los fondos de inversión y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) de la IFNB se situó en el 19 % del patrimonio (exposición bruta).** En términos netos, el nivel de exposición se redujo hasta el 9 % del patrimonio. En el ámbito de las instituciones de inversión (IIC) de inversión libre —sujetas a un marco regulador más flexible—, también se observa un nivel de apalancamiento agregado muy reducido (27,6 % de exposición bruta media) y únicamente se identifican unas pocas entidades de tamaño reducido que hacen un uso más intensivo de este.
- **El grado de interconexión directa entre las entidades bancarias y las OIF siguió descendiendo en 2023, pero ejercicios alternativos muestran evidencias diferentes e interesantes.** Este sería el caso del ejercicio específico que se presenta en esta edición del informe, realizado en el ámbito exclusivo de los fondos de inversión, y que ha revelado un grado elevado de interconexiones entre estas entidades si se atiende a las exposiciones comunes en activos de deuda soberana y de renta fija privada. Se han identificado al menos tres grupos (clústeres) de fondos con interconexiones muy elevadas (también existen conexiones importantes entre fondos de distintos grupos), de modo que la materialización de un *shock* en los activos comunes de estas instituciones daría lugar a efectos adversos y significativos en estos grupos.
- **Las IIC españolas pueden aplicar un amplio número de herramientas de gestión de la liquidez.** Al cierre de septiembre de 2024, el 83 % y el 43 % de las IIC incluidas en la FE1 (en términos de patrimonio) establecían la posibilidad de exigir preavisos y de usar un mecanismo antidilutivo, respectivamente. Además, cinco fondos de inversión aplicaron temporalmente (en 2023) suscripciones y reembolsos parciales, al verse afectados por suspensiones de cotización de algunos valores en cartera.
- **El 22 de mayo de 2024, la Comisión Europea inició un proceso de consulta pública sobre la política macroprudencial en el ámbito de las entidades pertenecientes a la IFNB, que fue atendido por la CNMV.** En la respuesta, la CNMV incidió en la importancia de disponer de datos completos y compartidos a nivel europeo, especialmente en el ámbito de los fondos de inversión abiertos, y resaltó la necesidad de incorporar en el marco europeo las reco-

mendaciones internacionales, en especial en relación con la disponibilidad y el uso de herramientas de gestión de la liquidez.

- **Las pruebas de resistencia semestrales que realiza la CNMV en el ámbito de los fondos de inversión confirman la resistencia del sector ante un escenario teórico adverso de aumento de reembolsos.** La metodología aplicada, que compara los activos líquidos estimados para cada fondo de inversión (medida HQLA, *High Quality Liquid Assets*) y un importe de reembolsos teórico y muy severo, apenas encuentra ocho fondos que no podrían hacer frente a dicha simulación de reembolsos en el peor escenario contemplado en el ejercicio. Los ocho fondos pertenecen a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento.
- **Esta edición del informe sobre la IFNB incluye un recuadro sobre la evolución del *crowdfunding* en España.** Formalmente no forma parte aún de ninguna de las funciones económicas definidas por el FSB, pero, *a priori*, podría encajar en la FE4, pues son vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación. En España, existió una primera regulación de este sector a través de la Ley 5/2015 y con posterioridad se produjo una armonización a nivel europeo. A finales de 2023 había un total de 21 plataformas que se habían adaptado a dicha normativa. Los volúmenes de financiación que manejan estas plataformas son aún reducidos: en 2023 la financiación captada a través de capital fue de 125 millones de euros (-61,5 %), 152 millones en deuda (+153 %) y 8 millones en préstamos (-20 %). Más del 70 % de la financiación se destinó al sector inmobiliario.

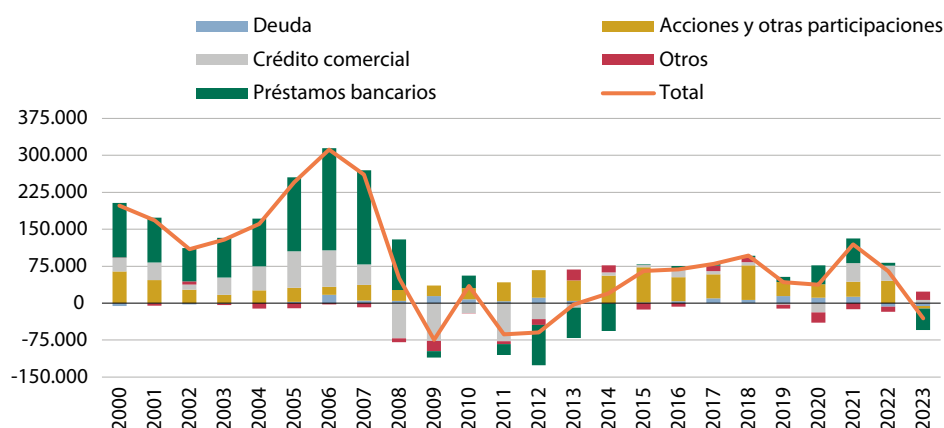


## 2 Desarrollo de las principales magnitudes

El encarecimiento de las condiciones de financiación siguió lastrando la financiación de las sociedades no financieras en 2023<sup>2</sup>. De hecho, como se observa en el gráfico 1, el flujo de financiación a estas compañías fue negativo en dicho ejercicio, algo que no ocurría desde los años de la crisis de la deuda soberana en Europa (2011-2012). El descenso de la financiación, que forma parte de un contexto de desapalancamiento general en el sector privado, ascendió a 31.000 millones de euros (2,1 % del PIB) y fue especialmente cuantioso en el ámbito del crédito bancario. A diferencia de episodios anteriores de disminuciones en el crédito bancario, la aportación de otras fuentes de financiación y, en particular, de aquellas procedentes de los mercados financieros fue testimonial en 2023: ni las emisiones de renta fija ni las de instrumentos de renta variable (cotizados o no) fueron capaces de compensar la caída del recurso al tradicional crédito bancario.

Financiación de las sociedades no financieras

GRÁFICO 1



Fuente: Banco de España. Datos en millones de euros.

El tamaño del sistema financiero en España se situó en 5,26 billones de euros a finales de 2023 (3,5 veces el tamaño del PIB), lo que supone un crecimiento del 1,2 % con respecto a la cifra de 2022. El aumento, con distintas intensidades, fue generalizado en todos los sectores que lo conforman, a excepción de los activos del banco central, que disminuyeron un 8,8 %, hasta situarse algo por debajo de 895.000 millones de euros. Como se observa en el gráfico 2 y el cuadro 1, los aumentos oscilaron entre el 2,3 % de los activos del sector bancario y el 8,7 % de los del

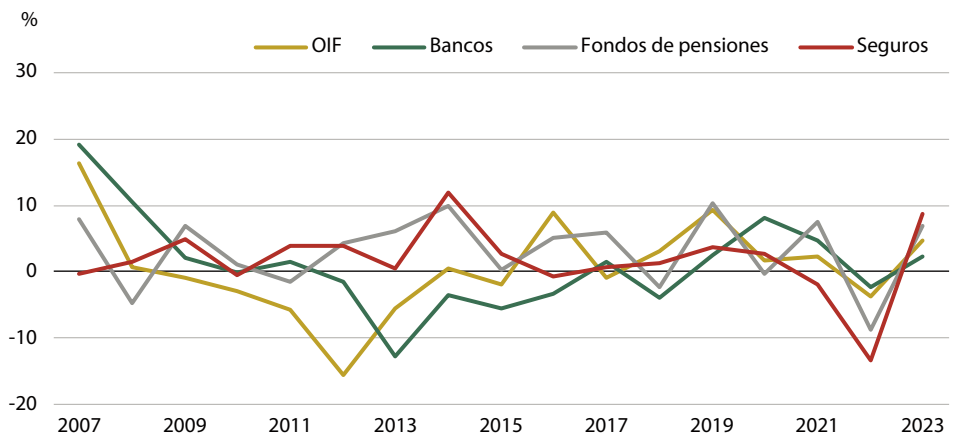
2 El tipo de interés sintético de las nuevas operaciones de préstamos y créditos destinados a las sociedades no financieras se incrementó desde el 2,3 % en 2022 hasta el 5,2 % en 2023 (1,9 % en 2021). En consecuencia, el tipo de interés medio de los saldos vivos de los préstamos y créditos a estas compañías pasó del 2,7 % en 2022 al 4,4 % en 2023 (1,7 % en 2021). Por su parte, la Encuesta de Préstamos Bancarios reveló que los criterios de concesión de préstamos siguieron endureciéndose en 2023, sobre todo en el tercer trimestre del año, y que la demanda de préstamos bancarios por parte de las sociedades no financieras disminuyó en dicho ejercicio.

sector asegurador. Los fondos de pensiones también experimentaron un avance notable, del 6,9 %, al igual que las OIF, cuyos activos crecieron un 4,7 %.

Estas variaciones suponen un aumento de la importancia relativa del sector bancario en el total, pero también de las OIF, sector a partir del cual se define la medida de la IFNB. El crecimiento de los activos bancarios hasta un importe próximo a 2,9 billones de euros (55 % del sistema financiero) fue compatible con el descenso comentado previamente del saldo de crédito al sector no financiero y se explica por el aumento de la financiación bancaria a través de otras modalidades como la adquisición de activos de renta fija y de renta variable. Por su parte, las OIF consolidaron su relevancia tras el sector bancario, con un saldo de activos de 973.000 millones de euros y un porcentaje ligeramente inferior al 19 %. A cierta distancia se situaron los activos del sector asegurador (6 %) y de los fondos de pensiones (3 %), que acumularon 460.000 millones de euros entre ambos.

Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España.

Estructura del sistema financiero español

CUADRO 1

Millones de euros

|                           | Banco central | Bancos    | Seguros | Fondos de pensiones | Auxiliares financieros | OIF     | Total     |
|---------------------------|---------------|-----------|---------|---------------------|------------------------|---------|-----------|
| Tamaño en 2023 (millones) | 893.390       | 2.894.402 | 303.440 | 157.481             | 35.366                 | 973.112 | 5.257.192 |
| Tamaño en 2022 (millones) | 979.506       | 2.827.721 | 279.187 | 147.285             | 34.051                 | 929.585 | 5.197.335 |
| % del total (2023)        | 17,0          | 54,5      | 5,8     | 3,0                 | 0,7                    | 18,5    | 100,0     |
| Crecimiento 2023 (%)      | -8,8          | 2,3       | 8,7     | 6,9                 | 3,9                    | 4,7     | 1,2       |

Fuente: CNMV y Banco de España.

La división más genérica entre el ámbito bancario y el no bancario continúa mostrando el predominio del primero dentro del sistema financiero tradicional. En 2023, el volumen de los activos del sector bancario, incluidos los activos del banco central, supuso el 72 % del total, mientras que el agregado no bancario más amplio representó el 28 % restante. Desde 2013 esta última proporción se ha mantenido en un rango muy pequeño, entre el 27 % y el 29 %, y confirma la robustez del grado de bancarización del sistema financiero español en niveles muy elevados. De acuerdo con el último informe publicado del FSB<sup>3</sup> sobre esta materia se observarían

3 FSB (2023). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, 18 de diciembre. Disponible en: <https://www.fsb.org/uploads/P181223.pdf>

grados de bancarización similares en otras economías europeas como Francia, Alemania o Italia y también en muchas emergentes. Sin embargo, la mayor relevancia de la IFNB en algunas de las jurisdicciones más grandes hace que, en el conjunto de la muestra, el ámbito bancario y el no bancario muestren proporciones muy similares, en torno al 48 % en ambos casos<sup>4</sup>.

Desarrollo de las principales magnitudes

Las OIF continúan siendo las entidades más relevantes del agregado no bancario, pues sus activos, que ascendieron a 973.000 millones de euros en 2023, representaron un 66,2 % de este grupo. Este porcentaje es muy parecido al del año previo. Dentro de las OIF, las entidades más importantes por su volumen de activos son los fondos de inversión no monetarios, que experimentaron un avance muy importante en 2023: del 12 %, hasta quedar cerca de los 390.000 millones. Este importe supone más del 40 % de las OIF (véase cuadro 2). En el ámbito de las IIC, aunque con un volumen mucho menor, cabe destacar el resurgimiento de los fondos monetarios, que, tras muchos años de atonía, duplicó su volumen de activos entre 2022 y 2023, situándose en 10.500 millones de euros. Este aumento tan importante (que ha continuado en 2024) se explica por el crecimiento de los tipos de interés en estos últimos ejercicios, que ha traído consigo un claro aumento del atractivo de estos productos. A los fondos de inversión los siguen en importancia las instituciones financieras con actividad limitada y los vehículos para la titulización, con 318.000 millones de euros (33 % de las OIF) y casi 140.000 millones (14 % de las OIF), respectivamente. La evolución de estos subsectores es dispar, con avances en el primero y disminuciones en el segundo, una tónica que ya se ha observado en años anteriores. El resto de los subsectores que conforman las OIF tienen una relevancia mucho menor y muestran, a su vez, comportamientos heterogéneos, pero algunos de ellos forman parte de la definición de IFNB, por lo que se analizan posteriormente con cierto detalle.

Estructura de otras instituciones financieras en España

CUADRO 2

Millones de euros

|                           | Fondos de inversión no monetarios | Fondos de inversión monetarios | Instituc. financieras con act. limitada | SFV: titulización | Sociedades de valores | Establec. financ. de crédito | REIT   | Otras  | Total   |
|---------------------------|-----------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------|-------------------|-----------------------|------------------------------|--------|--------|---------|
| Tamaño en 2023 (millones) | 389.970                           | 10.501                         | 318.343                                 | 139.917           | 3.487                 | 54.131                       | 35.861 | 20.903 | 973.112 |
| Tamaño en 2022 (millones) | 348.140                           | 5.237                          | 310.136                                 | 149.543           | 4.339                 | 53.904                       | 36.401 | 21.886 | 929.585 |
| % del total (2023)        | 40,1                              | 1,1                            | 32,7                                    | 14,4              | 0,4                   | 5,6                          | 3,7    | 2,1    | 100,0   |
| Crecimiento 2023 (%)      | 12,0                              | 100,5                          | 2,6                                     | -6,4              | -19,6                 | 0,4                          | -1,5   | -4,5   | 4,7     |

Fuente: CNMV y Banco de España.

En el ámbito internacional, los fondos de inversión y las instituciones financieras con actividad limitada también son las entidades de mayor tamaño dentro de las OIF, aunque con una diferencia mucho mayor entre ellos que en España, ya que representan algo más del 50 % y del 16 %, respectivamente, de los activos agregados de las OIF<sup>5</sup>. Por el contrario, y como ya sucedía en ejercicios anteriores, otras

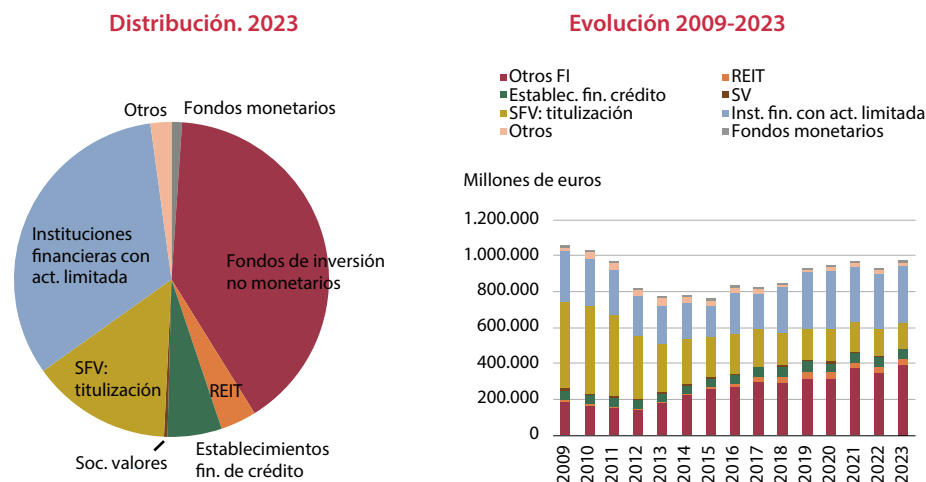
4 El resto (4,6 %) corresponde a instituciones financieras públicas.

5 En el caso de los fondos de inversión, cabe destacar que en España el peso de los fondos monetarios y las IIC de inversión libre (*hedge funds*) es mucho menor que en el resto de las jurisdicciones (en términos

entidades como las sociedades de valores son más relevantes que en nuestro país, con un peso cercano al 9 %, al contrario que las titulizaciones, que apenas representan el 4,5 % de este sector.

### Distribución y evolución del sector OIF en España

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y Banco de España.

El 47 % de los activos de las OIF pertenece a entidades que no se consideran parte de la IFNB. Entre estas destacan, por su volumen de activos, las instituciones financieras con actividad limitada (suponen el 70 % del importe de los activos que se excluyen) y a mayor distancia se encuentran los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT<sup>6</sup>, por sus siglas en inglés), las cámaras de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés) y las entidades de capital riesgo. Dentro de este grupo de entidades de menor tamaño, cabe destacar la relevancia del capital riesgo, que se está consolidando como una fuente de financiación cada vez más importante y complementaria de otras modalidades más tradicionales pero que, por el momento, se excluye del cómputo de la IFNB por el carácter eminentemente cerrado de estas instituciones. El importe restante de las OIF que sí se consideran parte de la IFNB (515.000 millones de euros) pertenece a fondos de inversión (aunque no todos<sup>7</sup>), vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) para la titulización, sociedades de valores y establecimientos financieros de crédito. La medida estrecha de la IFNB, como se detalla posteriormente, se alcanza detrayendo de este importe la cantidad de activos que consolidan en bancos (167.000 millones en 2023). En consecuencia, esta medida estrecha de la IFNB quedó cerca de 350.000 millones, lo que supone un crecimiento del 11,5 % respecto al año previo (véase gráfico 11).

medios), ya que representan el 0,6 % y el 0,5 % de las OIF, respectivamente, mientras que en el ámbito internacional estos valores rondan el 6,5 % y el 5 %.

6 Real estate investment trusts.

7 No forman parte de la medida estrecha de la IFNB los fondos de renta variable.

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

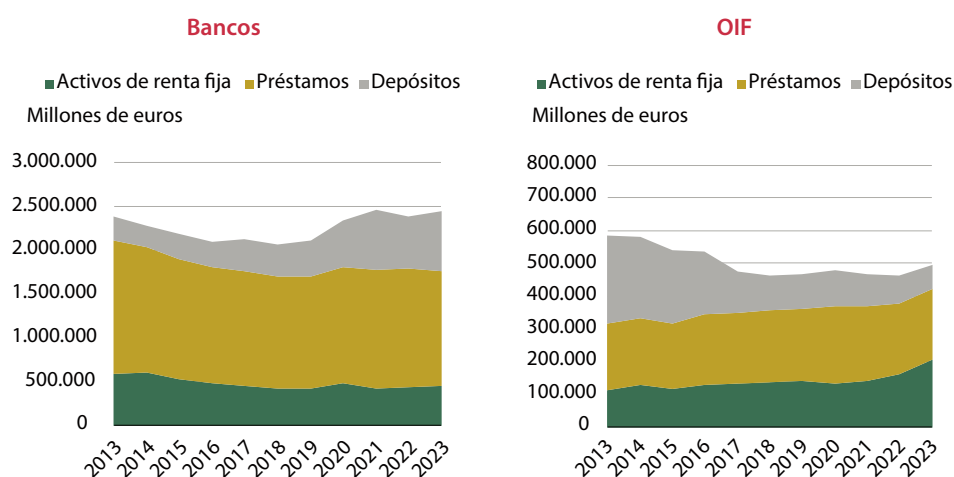
Desarrollo de las principales magnitudes

El objetivo de este epígrafe es ofrecer una visión general del nivel de implicación de los intermediarios financieros no bancarios en la intermediación crediticia. Así, se muestran tanto las cifras correspondientes a la financiación que conceden estas entidades como a la financiación recibida. En este último caso, se pone especial énfasis en el uso que se hace de la financiación mayorista.

En 2023, la intermediación crediticia del sistema financiero en su totalidad se incrementó un 3,6 %, hasta algo más de 3,2 billones de euros. Este aumento se observó en todos los sectores, aunque con magnitudes notablemente distintas, y fue provocado, al menos en parte, por la revalorización de los activos de renta fija, revirtiéndose así el descenso que se había producido un año antes<sup>8</sup>. El sector bancario es, a mucha distancia del resto, el subsector que posee un mayor volumen de activos crediticios. Estos superaron los 2,4 billones de euros durante el ejercicio pasado (+2,4 % en 1 año), siendo los préstamos los que representan un porcentaje más elevado (46,0 %, véase panel izquierdo del gráfico 4). En el caso de las OIF, los activos crediticios crecieron a lo largo de 2023 un 7,0 % y se situaron al cierre del ejercicio en prácticamente 495.000 millones de euros, alrededor de la mitad de sus activos financieros totales. Entre las entidades que conforman las OIF, las más importantes en términos de intermediación crediticia son los fondos de inversión, con un 42,2 %<sup>9</sup> del total, seguidos por los vehículos de titulización, con un 27,5 %. La composición, no obstante, es muy distinta entre los dos tipos de vehículos: en los fondos de inversión casi la totalidad corresponde a activos de renta fija (casi el 90 %), mientras que en la titulización los activos crediticios se relacionan con los préstamos titulizados por estas entidades.

### Evolución de la intermediación crediticia

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España.

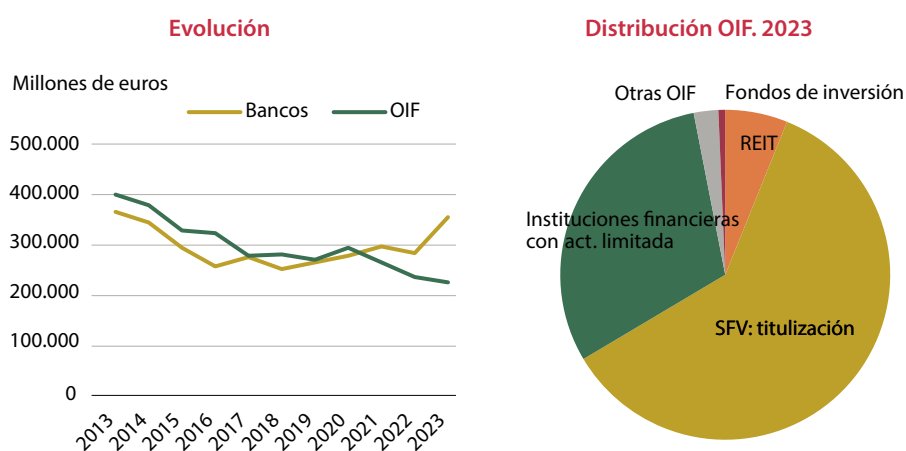
8 A modo de ejemplo, en 2023 los fondos de inversión de renta fija experimentaron una revalorización de su cartera del 4,2 %, mientras que en 2022 fue del -5,4 %.

9 Esta cifra no incluye los fondos monetarios, que representan el 2,1 % de los activos crediticios de las OIF.

En relación con la financiación recibida por parte de las entidades del sistema financiero, las cifras son significativamente menores que las de la financiación concedida, a pesar del importante crecimiento observado en 2023. Así, el endeudamiento<sup>10</sup> conjunto ascendía a casi 590.000 millones de euros a finales de 2023 (un 12 % más que en 2022), correspondiendo prácticamente la totalidad a bancos y OIF. El endeudamiento de los bancos superó los 356.000 millones de euros (+25,3 % respecto al año previo), mientras que el de las OIF se situaba ligeramente por debajo de los 227.000 millones (véase panel izquierdo del gráfico 5). Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 5, dentro de las OIF, los fondos de titulización son los responsables de la mayor parte de las obligaciones, con un 60 % del total, debido a la propia naturaleza de su actividad<sup>11</sup>.

### Pasivo de los bancos y las OIF

GRÁFICO 5



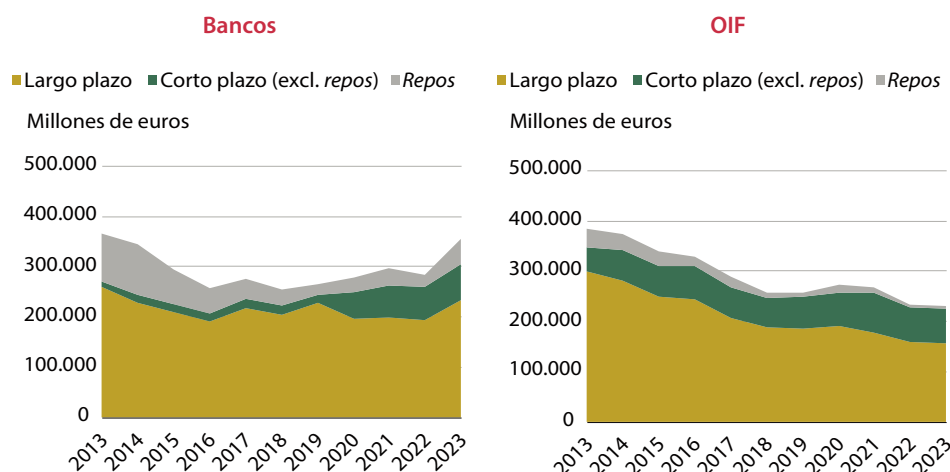
Fuente: CNMV y Banco de España.

Dentro del pasivo, la dependencia de la financiación mayorista, que es una de las fuentes más relevantes de obtención de recursos<sup>12</sup>, ha ido disminuyendo en los últimos años para las OIF. De esta forma, este tipo de financiación se situó a finales de 2023 en poco más de 230.000 millones de euros, un 23,6 % del total de activos financieros de estas entidades (25,2 % en 2022), porcentaje que, como cabría esperar, es superior al de los bancos, que alcanza el 12,4 %. Del total de estas obligaciones, la financiación a largo plazo es la fuente predominante para las OIF, con un porcentaje del 68,3 % del total de la financiación mayorista en 2023, un peso muy similar al de 2022 (véase panel derecho del gráfico 6).

10 El endeudamiento está compuesto por los activos de renta fija, préstamos y repos incluidos en el pasivo del balance.

11 Prácticamente la totalidad del pasivo está compuesto por los bonos o pagarés de titulización emitidos por el propio vehículo.

12 Estos instrumentos, que son necesarios para una buena formación de precios y liquidez en los mercados secundarios, pueden generar obligaciones a corto plazo y, en consecuencia, riesgos asociados a la transformación de vencimientos y liquidez fuera del sistema bancario. Además, la financiación mayorista puede aumentar la interconectividad entre distintas instituciones financieras y, por tanto, contribuir a la prociclicidad del sistema.



Fuente: CNMV y Banco de España.

En el ámbito de la financiación mayorista, la cesión temporal de activos merece un análisis individualizado, ya que es el instrumento con un plazo de amortización más corto y, por tanto, su riesgo potencial es más elevado en términos de estabilidad financiera. En el caso de las OIF, la financiación mediante *repos* ha sido reducida y ha disminuido, además, de forma notable en los últimos años: en 2023, la financiación mediante *repos* era de tan solo 4.000 millones de euros (un 1,8 % de la financiación mayorista), cuando había llegado a superar los 36.000 millones 10 años antes. Por lo que respecta a los bancos, este tipo de financiación mediante *repos* se situaba en 2023 en el 14,4 %, con más de 51.000 millones de euros, tras haberse doblado en 1 año.

## 2.2 Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF

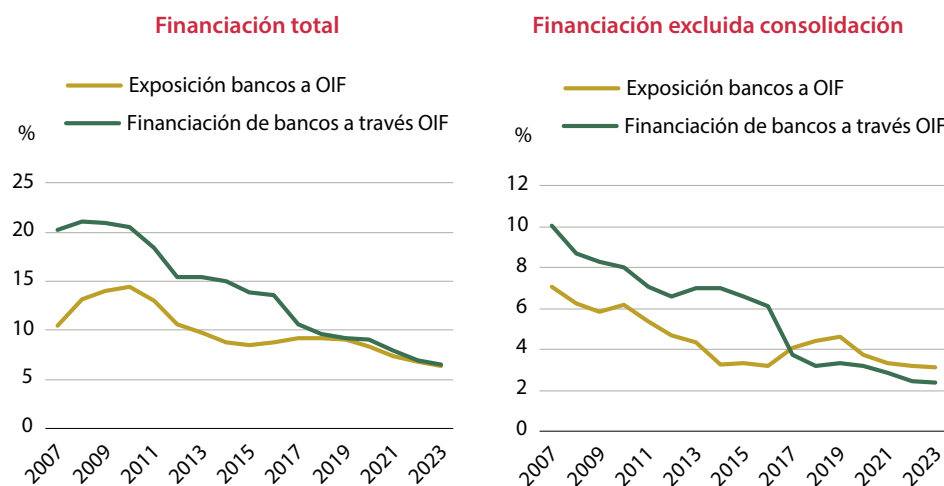
Analizar las interconexiones entre los distintos sectores financieros es cada vez más importante para evaluar los riesgos sobre la estabilidad financiera. Existen varias maneras de analizar estas interconexiones, pues las entidades pueden estar relacionadas de forma directa, a través de la financiación que otorgan y reciben entre sí, pero también de forma indirecta. Esta última puede evaluarse, por ejemplo, mediante indicadores de correlación de precios entre activos o entidades y también a través del análisis de las posiciones comunes. Este epígrafe ofrece dos parcelas de análisis de interconexiones: i) la primera, conocida por ediciones anteriores de esta publicación, evalúa la exposición directa entre los bancos y las OIF como fuente primaria de contagio, y ii) la segunda, más novedosa y centrada exclusivamente en el ámbito de los fondos de inversión, cuantifica las posiciones comunes de estas instituciones en activos de renta fija. De identificarse posiciones comunes cuantiosas entre estas instituciones, cabría realizar análisis adicionales de identificación de riesgos con el fin de evaluar el impacto de un *shock* sobre aquellos activos comunes.

La evaluación de la exposición directa entre bancos y OFI sigue apuntando, como en informes previos, a que esta es reducida y disminuye en el tiempo. Esta afirmación se mantiene tanto si se cuantifican los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF» en los paneles del gráfico inferior) como si se evalúan las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación de bancos a través de

OIF»). Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 7 tanto la exposición de los bancos a las OIF como las obligaciones se situaron en porcentajes próximos al 7 % de los activos bancarios en 2023, muy por debajo de las cifras de años previos. También se mantiene esta evaluación si se deducen de estas cifras los derechos y obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios<sup>13</sup> (véase panel derecho del gráfico 7) y que reducen este nivel de dependencia hasta porcentajes del 3 % en el caso de la exposición bancaria a las OIF y a menos del 2,5 % en el caso de la financiación.

Interconexión entre bancos y OIF (% s/ activos bancarios)

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV y Banco de España.

El grado de interconexión de las OIF con el resto de los subsectores del sistema financiero es mucho más reducido. Solo es ligeramente destacable la relación con las compañías de seguros, pues a finales de 2023 los derechos frente a estas ascendían a 14.000 millones de euros y las obligaciones se aproximaban a los 20.000 millones. Como en ejercicios anteriores, resulta más cuantiosa la interconexión dentro de las propias entidades que conforman las OIF, que tuvo un importe cercano a 43.000 millones de euros (2.000 más que el año anterior y 8.000 más que hace 2 años).

Los bancos continúan liderando las relaciones entre el sector financiero de la economía y el no financiero (hogares, empresas y AA. PP.), pero las OIF están ganando importancia. Evaluar estas interconexiones también tiene relevancia desde el punto de vista del riesgo sistémico, pues permite conocer los canales a través de los cuales podría propagarse una crisis entre ambas partes de la economía. Así, en el caso de los bancos, el importe de los derechos de los hogares y de las sociedades no financieras con estas entidades ascendía a finales de 2023 a cifras tan elevadas como 1,08 billones de euros y 365.000 millones, respectivamente. Los hogares muestran, además, derechos por un importe elevado respecto a las compañías de seguros (más de 200.000 millones), a los fondos de pensiones (151.000 millones) y, sobre todo, a las OIF (312.000 millones). La práctica totalidad de este último importe se correspondía con las inversiones de los hogares en distintos tipos de IIC. En

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

el caso de las obligaciones del sector no financiero (al margen del canal bancario), las más cuantiosas se observan entre las sociedades no financieras y las OIF, con 217.000 millones, un 73 % de las cuales tenían lugar con las instituciones financieras con actividad limitada.

### 2.2.1 Interconexiones en el ámbito de los fondos de inversión

El análisis de las interconexiones a través de posiciones comunes en el ámbito de los fondos de inversión se ha realizado sobre las inversiones en los activos de renta fija, pues estas son las más relevantes en los fondos que forman parte de la IFNB<sup>14</sup>. Así, el importe de la inversión en deuda pública era de 101.232 millones de euros a finales de 2023, y el de la inversión en renta fija privada era de 84.314 millones, lo que supone alrededor de un 40 % y un 33 % de la cartera de estas instituciones. En el ámbito de la deuda pública (véase panel izquierdo del gráfico 8), cabe destacar la elevada exposición de los fondos de inversión a deuda soberana española e italiana, con importes cercanos a 44.000 y 31.000 millones de euros, respectivamente, a finales de 2023. Esta exposición suponía el 15,2 % y el 10,7 % del importe de la cartera de los fondos y también afectaba a una proporción considerable de entidades: de hecho, más de la mitad tenía alguna exposición a deuda soberana española y casi el 35 % contaba en su cartera con activos de deuda italiana<sup>15</sup>. El resto de las exposiciones a deuda soberana de otros países eran menos cuantiosas, pero también relevantes: destacaba la inversión en deuda emitida por Francia (10.000 millones) y Alemania (6.000 millones), que, en ambos casos, afectaba al 20 % de los fondos.

La exposición a activos de renta fija privada se encuentra mucho más concentrada en instrumentos emitidos por el sector financiero. De hecho, como puede observarse en el panel derecho del gráfico 8, esta tenía un importe agregado de casi 52.000 millones de euros a finales de 2023 (el 18 % de la cartera de los fondos) y afectaba a la mitad de las entidades. La inversión en renta fija privada de otros sectores se correspondía con proporciones de fondos relevantes, de entre el 25 % y el 40 %, pero sus importes eran mucho más reducidos, próximos a 5.000 millones en sectores como el industrial y los de *utilities*, consumo cíclico o tecnológico, o inferiores.

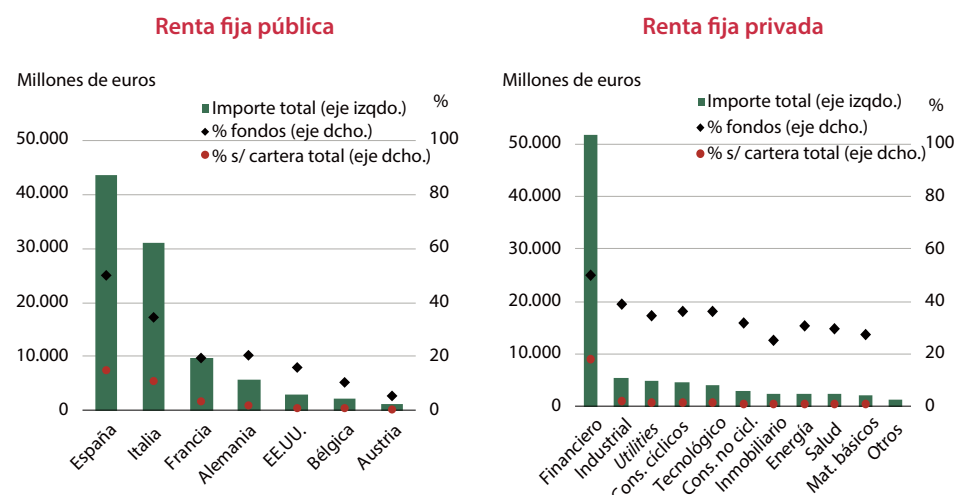
---

14 Como se explica en un epígrafe posterior, todos los fondos menos los de renta variable forman parte de la IFNB por su papel en la intermediación crediticia, que, en parte, se origina por la inversión en activos de deuda.

15 Muchos de ellos pueden tener exposición a ambos tipos de deuda.

## Análisis de los activos de renta fija de la cartera de los fondos de inversión

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

El análisis de las interconexiones entre fondos de inversión a través de sus posiciones en activos de renta fija revela que estas instituciones están altamente interconectadas. Este ejercicio se ha realizado a partir de la relevancia para cada fondo de las inversiones en deuda soberana distinguiendo por país emisor y la relevancia de las inversiones en renta fija privada distinguiendo por sector. Los dos gráficos siguientes (9 y 10) ilustran el resultado de este análisis atendiendo a diferentes consideraciones. En total se han calculado 364.088 interconexiones entre pares de fondos<sup>16</sup>.

En el gráfico 9 se pueden ver las interconexiones identificadas para los fondos más grandes del sector, que representan el 70 % de la cartera total (136 fondos). Estos fondos se reparten por todo el círculo, de manera que su tamaño es proporcional al de sus activos en cartera y su color se corresponde con la vocación (renta fija, mixtos o monetarios). El gráfico únicamente representa (mediante segmentos) el 10 % de las interconexiones más elevadas entre pares de fondos: el grosor de la línea y la intensidad de su color están directamente relacionados con el grado de la interconexión (las líneas de color gris más intenso y grueso apuntan a una mayor interconexión). Este panel sugiere que el grado de interconexiones de los fondos es muy elevado, atendiendo tanto al número de conexiones entre fondos como a su intensidad. La densidad de la red de los fondos de este gráfico, que es una medida representativa del grado de interconexión, es de 0,89<sup>17</sup> (dentro de un rango que va de 0 a 1) y el número medio ponderado de enlaces de cada fondo es de 26.

<sup>16</sup> Sobre 980 compartimentos de fondos de inversión.

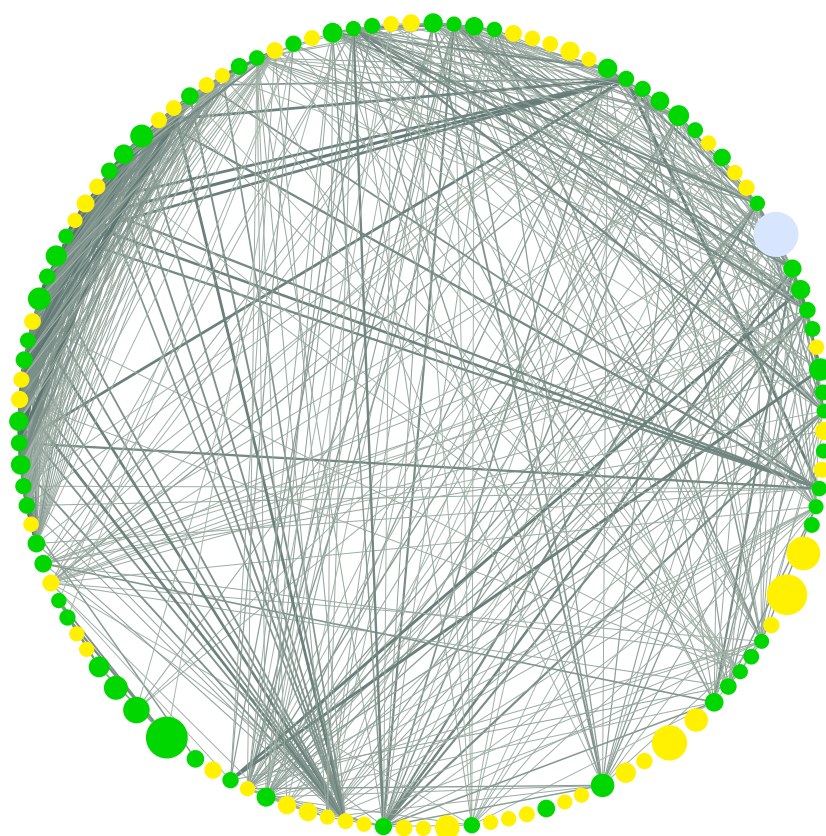
<sup>17</sup> Este indicador se calcula como el número de enlaces en un grafo dividido por el número total posible de enlaces en el mismo. Una red con una densidad de 0 es aquella en la que no existen vínculos entre los nodos. Mientras que una red con una densidad de 1 es un gráfico completamente conectado en el que todos los nodos están vinculados entre sí.

Se observa un grado de interconexiones muy elevado tanto en los fondos de renta fija como en los mixtos, sobre todo en aquellos de tamaño medio. El análisis por vocación revela que ambos tipos de fondos están interconectados no solo dentro de cada vocación, sino entre sí. En el gráfico se observan varios fondos de tamaño medio (los más pequeños no están representados) que podrían asimilarse al concepto de *hub*, pues presentan múltiples interconexiones con otros fondos de su vocación y de otras vocaciones. Curiosamente, el fondo monetario de gran tamaño incluido en el análisis (círculo gris) no presenta conexiones destacables con el resto de los fondos. En cuanto a su tamaño, cabe resaltar que los fondos más grandes (no solo el monetario) mantienen conexiones de poca importancia con el resto de los fondos de inversión (en el gráfico parecen no tener ninguna, pero esto es porque solo se ha representado el 10 % de las conexiones más fuertes con fines ilustrativos). El grupo de fondos de la parte superior izquierda del panel, en el que se observan múltiples interconexiones, se caracteriza por invertir mayoritariamente en deuda pública española e italiana.

### Interconexiones entre los fondos de inversión en el ámbito de la renta fija

GRÁFICO 9

Ámbito: 70 % de la cartera y 10 % de las interconexiones más elevadas



Fuente: CNMV. Cada círculo representa un fondo de inversión, su tamaño es proporcional al de su cartera y su color se corresponde con su vocación (renta fija: amarillo, mixtos: verde y monetarios: gris). El grosor y la intensidad del color de los segmentos que unen los fondos representan el grado de similitud de la cartera entre estos. El ejercicio total ha estimado un total de 364.088 millones de interconexiones, de las cuales solo se representa el 10 % de las más fuertes.

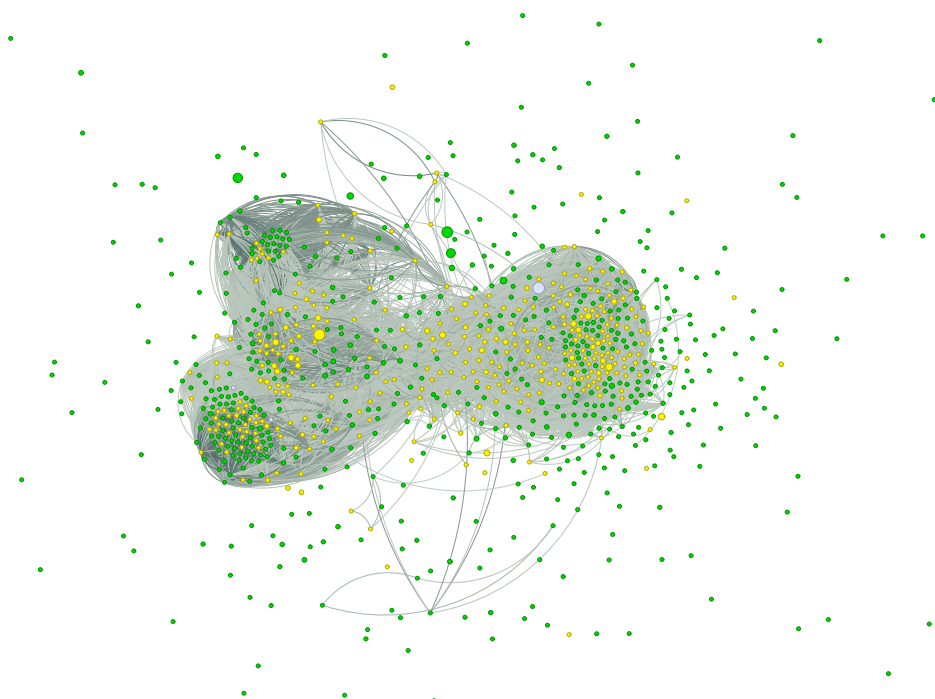
El gráfico 10 ilustra en un doble panel las interconexiones superiores a 0,5<sup>18</sup> e incluye todos los fondos de inversión de renta fija, mixtos y monetarios. En el primer panel, que representa todos los fondos, los colores se corresponden con la vocación de estas instituciones y en el segundo panel, que hace un *zoom* sobre las conexiones más fuertes, los colores se corresponden con los diferentes clústeres o grupos de fondos identificados, que presentan un nivel de interconexiones muy elevado entre sí. La combinación de ambos paneles permite saber si cada uno de estos clústeres está formado mayoritariamente por fondos pertenecientes a una vocación o no. La densidad de esta red es de 0,76 y el número medio ponderado de enlaces de cada fondo es de 163.

Como se observa en los paneles del gráfico 10, se han identificado tres grandes grupos de fondos con interconexiones muy elevadas dentro de cada grupo y también entre estos grupos<sup>19</sup>. La mayor parte de los fondos pertenece a uno de estos tres grupos, concretamente el 71,3 %, hecho que confirma el elevado grado de conexión en esta red, y en todos hay un porcentaje similar de cada una de las vocaciones. Uno de los grupos presenta un número más elevado de fondos, con 403 (grupo 1, azul claro, situado más a la derecha de los paneles), otro comprende un número bastante reducido, ya que está compuesto solo por 67 fondos y de un tamaño medio relativamente bajo (grupo 2, azul oscuro, situado en la parte superior izquierda) y el tercero contiene un número intermedio de fondos, 232 en concreto (grupo 3, morado, parte inferior izquierda).

#### Interconexiones entre los fondos de inversión en el ámbito de la renta fija

GRÁFICO 10

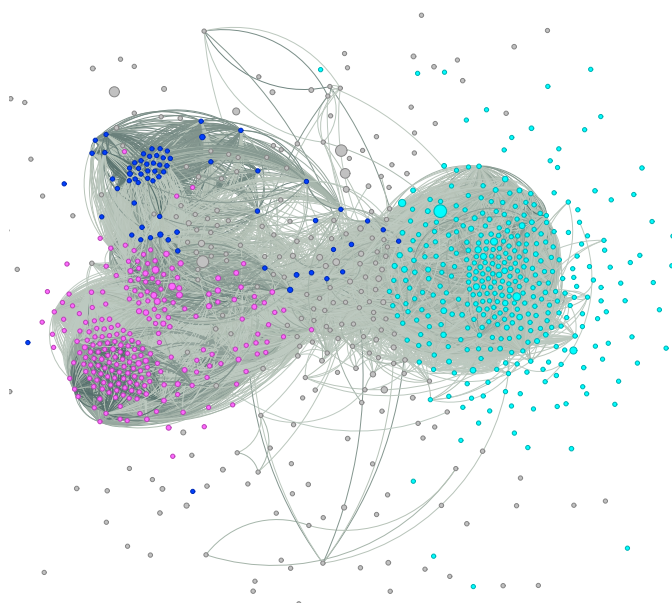
Ámbito: 100 % de la cartera y conexión superior a 0,5 (tipo vocación)



<sup>18</sup> Supone el 12,3 % de las interconexiones totales.

<sup>19</sup> Las densidades estimadas para cada uno de estos grupos son de 1, 1 y 0,993.

Ámbito: 100 % de la cartera y conexión superior a 0,5 (tipo clúster)



Fuente: CNMV. Cada círculo representa un fondo de inversión, su tamaño es proporcional al de su cartera. En el panel superior el color se corresponde su vocación (renta fija: amarillo, mixtos: verde y monetarios: gris) y en el inferior, el clúster al que pertenece. Estos paneles contienen el resultado del ejercicio para todos los fondos, pero solo se representan las interconexiones que toman un valor superior a 0,5 (de un rango que va de 0 a 1), es decir, el 12,5 % de las mayores interconexiones.

El análisis de la cartera de estos clústeres nos permite conocer la fuente de la interconexión dentro de cada uno de ellos y, por tanto, identificar fuentes de riesgo que pueden ser relevantes. Así, en el grupo 1 la exposición que origina la elevada interconexión tiene que ver, sobre todo, con inversiones en renta fija privada del sector financiero<sup>20</sup>, en el grupo 2 es el resultado de las elevadas inversiones en deuda pública italiana (el 72 % de la cartera de inversiones) y en el grupo 3 la interconexión procede de las inversiones en deuda pública española<sup>21</sup>. Esta evidencia nos ayuda, en definitiva, a delimitar el conjunto de fondos más expuestos a corto plazo a posibles *shocks* en cualquiera de estos activos de deuda y su grado de propagación al resto de los fondos.

20 De la cartera total, el 60 %, en términos medios, está invertido en renta fija privada y el 5,5 % en deuda pública. De los activos de deuda privada, más de la mitad se invierte en renta fija financiera, estando muy repartido el resto entre los demás sectores.

21 En estos fondos, el porcentaje invertido en deuda pública es aproximadamente del 85 %. La parte invertida en deuda soberana española es muy variable entre los diferentes fondos, aunque es el denominador común de todos ellos. De hecho, en términos medios, es del 70 % de la cartera total.



### 3 Intermediación financiera no bancaria

El volumen de activos que conforman la intermediación financiera no bancaria de este monitor se calcula conforme a una metodología que desarrolló el FSB en 2013<sup>22</sup>, <sup>23</sup>. Esta metodología identifica entidades de carácter financiero y las clasifica en cinco funciones de acuerdo con una evaluación de riesgos que se deriva, típicamente, de aquellos conocidos a través de las entidades bancarias. Se podría decir que esta aproximación a la IFNB tiene un cierto carácter restrictivo y no sería excluyente respecto de otros análisis de riesgos de carácter más amplio en el ámbito no bancario.

**Los activos totales de las 5 funciones económicas se situaron en 515.000 millones de euros en 2023, un 5,4 % más que en 2022.** Como se observa en el cuadro 3, las entidades más relevantes de la IFNB en España en términos cuantitativos son las que pertenecen a la primera función, que comprende aquellos vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos. Las entidades de esta función, que aglutina todas las IIC financieras salvo los fondos de renta variable<sup>24</sup>, acumulaban un importe de 315.600 millones de euros, un 13,1 % más que el año previo y un 61,3 % de los activos del conjunto de las 5 funciones. Cabe destacar la relevancia que ha cobrado esta función en los últimos años tanto en importe como en términos relativos. Desde 2012, coincidiendo con el peor momento de la crisis de deuda soberana en España, los activos de esta función se han incrementado un 130 % (ascendían a 133.000 millones) y han pasado de representar el 25 % del total de los activos de las funciones al 61 % comentado.

Tras las entidades de la función económica 1 se encuentran las de la función 5, que agrupa las entidades que realizan intermediación crediticia basada en la titulación. El importe de los activos de esta función se situó en 140.000 millones de euros en 2023, un 6,4 % menos que el año previo y un 27,2 % del total. Al contrario que los vehículos de la primera función, los de esta última muestran una trayectoria descendente en el periodo más reciente. El uso de las titulaciones fue relativamente intenso por parte de las entidades financieras durante algunos años (en 2010 el saldo vivo de las titulaciones fue cercano a 490.000 millones de euros, casi el 70 % de este agregado), pero posteriormente se observó un recurso mucho menor a este instrumento y en el periodo más reciente ha estado vinculado sobre todo a las operaciones con el banco central.

**El resto de las funciones económicas apenas supone el 11,5 % de los activos totales.** Además, prácticamente todo el importe de este resto pertenece a las entidades de la función económica 2, que realizan la actividad de concesión de préstamos

---

22 «Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities».

23 Para un mayor detalle, véase el primer artículo de esta serie: Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*. Trimestre I, pp. 79-122. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_I\\_2019.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019.pdf)

24 Debido a que no realizan una función de intermediación crediticia relevante.

dependientes de la financiación a corto plazo. En el caso español esta actividad, que realizan los establecimientos financieros de crédito, mostraba unos activos de 54.100 millones de euros, una cifra muy similar a la del año previo y un 10,5 % del total. En consecuencia, los activos de las entidades del resto de las funciones, la FE3 (sociedades de valores) y la FE4 (sociedades de garantía recíproca), apenas superaban los 5.000 millones de euros, un 1 % del total.

## Clasificación de la IFNB según funciones económicas

CUADRO 3

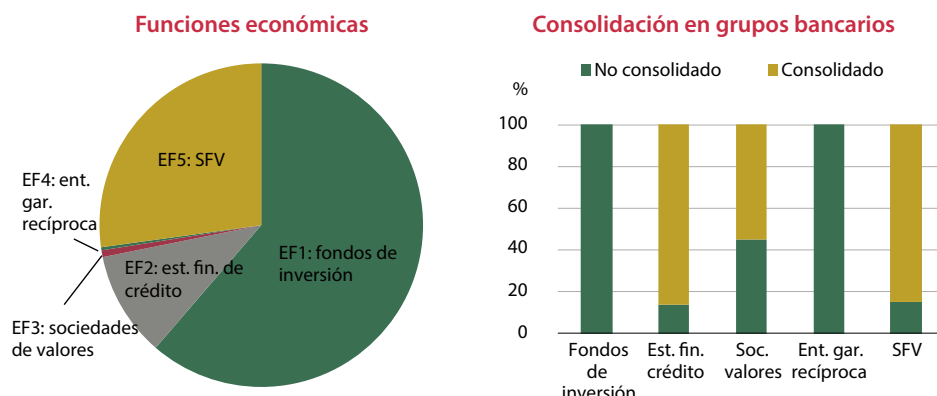
| Funciones económicas | Definición                                                                                                     | Entidades pertenecientes                                                                                                       | Tamaño en millones de euros, (% en total IFNB), % var. 2023 |
|----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| FE1                  | Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos | Fondos monetarios, fondos de renta fija, fondos mixtos <sup>1</sup> , fondos de inversión libre ( <i>hedge funds</i> ) y SICAV | 315.584 (61,3 %) 13,1 %                                     |
| FE2                  | Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo                                               | Establecimientos financieros de crédito                                                                                        | 54.131 (10,5 %) 0,4 %                                       |
| FE3                  | Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada | Sociedades de valores                                                                                                          | 3.487 (0,7 %) -19,6 %                                       |
| FE4                  | Entidades que realizan una actividad de <i>facilitación</i> a la creación de crédito                           | Sociedades de garantía recíproca                                                                                               | 1.566 (0,3 %) 6,3 %                                         |
| FE5                  | Intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras              | Vehículos de propósito especial (SFV) cuyo objeto es la titulización de activos                                                | 139.917 (27,2 %) -6,4 %                                     |
| <b>Total</b>         |                                                                                                                |                                                                                                                                | <b>514.684 (100 %) 5,4 %</b>                                |

Fuente: CNMV y Banco de España.

- 1 Según el criterio establecido por el FSB, solamente los fondos mixtos con un porcentaje de renta variable inferior al 80 % de la cartera total se incluyen en la FE1. 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.

El fenómeno de la consolidación en grupos bancarios afecta a tres de las cinco funciones económicas, siendo especialmente relevante en el caso de las titulizaciones y de los establecimientos financieros de crédito. Los porcentajes de consolidación rondan el 90 % en las entidades de estas 2 funciones (véase panel derecho del gráfico 11), por lo que sus activos se ven reducidos sensiblemente en la medida final. Esto es importante, en especial, en el caso de las titulizaciones, que, como se ha indicado antes, eran las segundas en relevancia. El porcentaje de consolidación en las sociedades de valores es cercano al 60 %, pero esto no tiene gran impacto en la medida final, dado el bajo volumen de activos de estas entidades. En conjunto, el importe de activos que se descuentan por esta consolidación ascendió a 167.000 millones de euros en 2023, algo menos que en 2022 (176.600 millones). Tras este descuento, la relevancia de los activos de la FE1 (IIC) se eleva hasta el 90,8 % y el resto se reparte entre titulizaciones (FE5) con un 6,2 %, los establecimientos financieros de crédito (FE2) con un 2,2 %, las sociedades de valores (FE3) con un 0,4 % y las sociedades de garantía recíproca (FE4) con el mismo porcentaje<sup>25</sup>.

25 El peso medio de estas funciones en la muestra de países del informe del FSB refleja una relevancia menor de los fondos inversión y mayor del resto de las funciones (excepto la FE4, que también es residual): FE1: 74,3 %; FE2: 7,9 %; FE3: 7,1 %; FE4: 0,1 %, y FE5: 7,9 %. El porcentaje restante corresponde a activos que no se pueden encajar en ninguna función determinada.

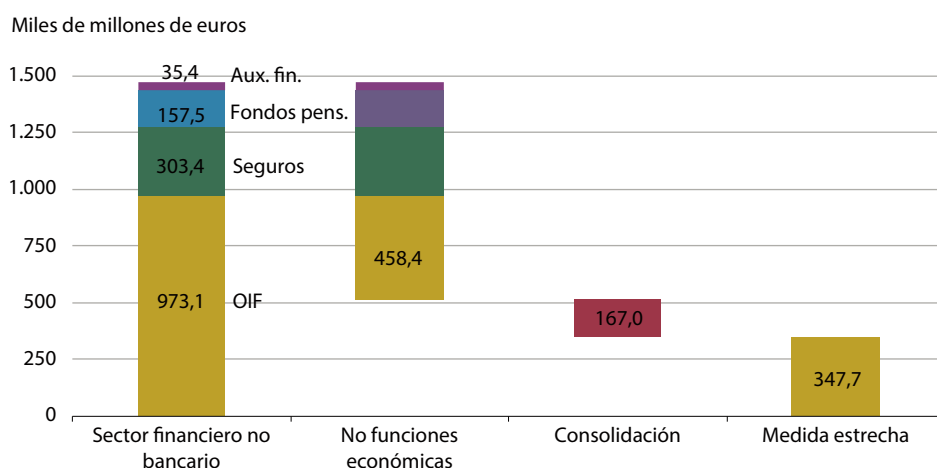


Fuente: CNMV y Banco de España.

El importe de la medida estrecha de la IFNB en España se situó en 347.000 millones de euros en 2023, un 11,5 % por encima del importe del año previo y el nivel más elevado en valor absoluto desde 2007. Esta cifra se obtiene partiendo del agregado no bancario y excluyendo los activos de las entidades de seguros (303.000 millones de euros), los fondos de pensiones (157.000 millones), los auxiliares financieros (35.400 millones), las entidades de las OIF que no realizan ninguna función económica<sup>26</sup> (458.000 millones) y los activos que consolidan en grupos bancarios<sup>27</sup> (167.000 millones) (véase gráfico 12). También se incluyen los activos de entidades que no forman parte de las OIF, pero sí de la IFNB, si bien cabe mencionar que se trata de entidades muy poco relevantes (las sociedades de garantía recíproca).

### Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2023

GRÁFICO 12



26 Como se comentó en el epígrafe anterior, las OIF que no forman parte de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos de inversión de renta variable, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, las cámaras de contrapartida central y las entidades de capital riesgo.

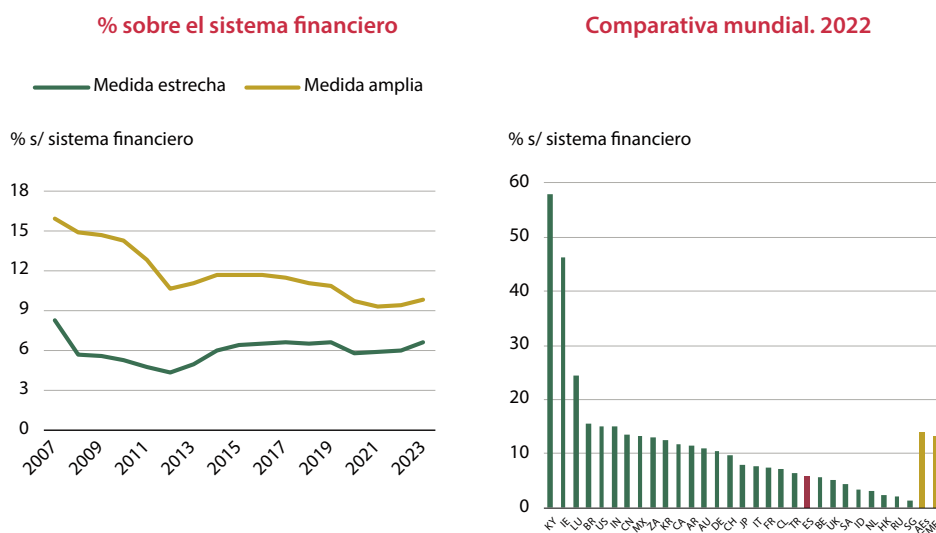
27 La consolidación bancaria viene dada fundamentalmente por dos motivos: o bien la entidad en cuestión está controlada por un banco, o bien los activos pertenecientes a la entidad están a su vez en el balance del banco (por tanto, sujetos a la regulación bancaria). Este último caso sería el de los vehículos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

Fuente: CNMV y Banco de España.

El crecimiento de los activos de la IFNB supuso un ligero aumento de su relevancia en el conjunto del sistema financiero, pero esta siguió siendo reducida en sí misma y también en relación con otros países de referencia. Así, la suma de los activos de las 5 funciones económicas suponía el 9,8 % del sistema financiero (9,4 % en 2022) y la de los activos de la medida estrecha, el 6,6 % (6 % en 2022). Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 12, estos porcentajes continúan por debajo de los observados antes de la crisis financiera de 2007-2008 y también siguieron siendo inferiores a los de la mayoría de los países analizados por el FSB en su informe anual sobre la IFNB, cuya media para la medida estrecha fue del 14 % en las economías avanzadas y del 13,2 % en las emergentes (véase panel derecho del gráfico 13)

### Peso relativo de la IFNB

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV y Banco de España.

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

El resultado de los indicadores que se evalúan cada año no muestra variación significativa alguna en los riesgos de las entidades de ninguna de las funciones económicas<sup>28</sup>. Este epígrafe presenta la evaluación anual de los riesgos financieros más típicos de las entidades que conforman la IFNB, que es más detallada en el ámbito de las entidades de la FE1, dada su relevancia en agregado. Los indicadores de riesgo de crédito, liquidez, transformación de vencimientos o apalancamiento no han variado de forma sustancial, por lo que los colores asociados a dichos riesgos, expuestos en el cuadro 4, son similares a los del año anterior. Las pocas variaciones observadas son compatibles, en términos generales, con una mejoría de los riesgos del sector. Este sería el caso, por ejemplo, de las sociedades de valores (FE3), para las que se observa un grado de apalancamiento menor que en ejercicios anteriores.

28 Para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad, véase el artículo Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*. Trimestre I, pp. 79-122.

El análisis de los riesgos en el ámbito de los fondos de inversión (FE1) apunta a una ligera mejoría en la mayor parte de las métricas, pero de menor intensidad que en el año anterior. Lo que ocurrió en ese ejercicio previo fue que, a consecuencia de la subida del rendimiento de los activos de deuda, los fondos de inversión aumentaron de forma notable su inversión en activos de deuda pública, un hecho que incidió positivamente en las condiciones de liquidez o de riesgo de crédito de la cartera. Esta tendencia fue mucho menos intensa en 2023, pero continuó en cierta medida, sobre todo en los fondos de renta fija, y dio lugar a leves aumentos en la proporción de activos líquidos y a mejoras en las calificaciones crediticias de los activos en cartera. La duración media de los fondos, que se había reducido de forma importante el año anterior, se mantuvo prácticamente igual, por lo que el riesgo de tipos de interés también se vio limitado para estas instituciones. Finalmente, volvió a constatarse que el apalancamiento de los fondos de inversión (a través de derivados) es muy reducido y alejado de los máximos que establece la normativa. La comparación de algunas de estas métricas con otras disponibles para los fondos de la Unión Europea (no totalmente homogéneas con las presentadas en este informe) revela que los fondos españoles estarían sujetos a un nivel de riesgo inferior.

#### Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2023

CUADRO 4

|                                           | Fondos de inversión |            |        | Establecimientos financieros de |                       | SFV<br>titulización |
|-------------------------------------------|---------------------|------------|--------|---------------------------------|-----------------------|---------------------|
|                                           | Monetarios          | Renta fija | Mixtos | crédito                         | Sociedades de valores |                     |
| Riesgo de crédito                         | ●                   | ●          | ●      | ●                               | ●                     | ●                   |
| Transformación de vencimientos            | ○                   | ●          | ○      | ○                               | ○                     | ●                   |
| Liquidez de los activos <sup>1</sup>      | ○                   | ○          | ●      | ●                               | ●                     | ●                   |
| Apalancamiento <sup>2</sup>               | ○                   | ○          | ○      | ●                               | ●                     | ●                   |
| Interconectividad con el sistema bancario | ○                   | ●          | ●      | ○                               | ○                     | ●                   |
| Importancia relativa <sup>3,4</sup> (%)   | 2,0                 | 25,1       | 30,3   | 10,5                            | 0,7                   | 27,2                |

Fuente: CNMV. El indicador asociado al riesgo de crédito se basa en la proporción de los activos crediticios (renta fija y préstamos) en el activo total, el riesgo de transformación de vencimientos evalúa la proporción de pasivos a corto plazo sobre los activos a corto plazo (excepto en los fondos de inversión, en los que se calcula la proporción de activos a largo plazo sobre el patrimonio total), el riesgo de liquidez analiza la relevancia de los activos líquidos en cartera y el apalancamiento la proporción de fondos propios en el pasivo total.

Para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad, véase el artículo Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*. Trimestre I, pp. 79-122.

- 1 En el caso de los fondos de inversión, los colores asignados a este riesgo están definidos sobre la medida de liquidez basada en la metodología HQLA (*High Quality Liquid Assets*), que tiene en cuenta el tipo de activo de la cartera y su *rating*. Desde el monitor de la IFNB publicado en 2022 esta valoración incluye los activos en cartera de las inversiones de las IIC en otras IIC.
- 2 En el caso de los fondos de inversión, la valoración del riesgo de apalancamiento se hace sobre la medida de apalancamiento indirecto, basado en la posición en derivados.
- 3 Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100 %, ya que no están representadas las sociedades de garantía recíproca ni algunas tipologías de fondos que pertenecen también a la IFNB.
- 4 Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

### 3.1.1 Función económica 1: *gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos*

Las IIC pertenecientes a la función económica 1 (FE1) representaban en España el 91 % del total de la medida estrecha de la IFNB a finales de 2023, una proporción similar a la del año previo a pesar del importante aumento de su patrimonio. Atendiendo a la definición de FE1, que se detalla en el título de este epígrafe, en España formarían parte de esta los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos<sup>29</sup>, los fondos de inversión libre (*hedge funds*<sup>30</sup>) y las SICAV. Como puede observarse en el panel derecho del gráfico 14, el patrimonio de los fondos de la IFNB experimentó un crecimiento del 13,1 % en 2023, debido tanto a la revalorización del valor de la cartera de estos vehículos como a las suscripciones netas realizadas por los partícipes.

Dentro de la FE1, la importancia relativa de los vehículos de renta fija aumentó de forma significativa por segundo año consecutivo: aunque los fondos mixtos continuaron representando el mayor porcentaje de los activos de esta función (49,4 %<sup>31</sup>), este porcentaje se redujo 6 puntos porcentuales (p.p.) en relación con 2022, mientras que los fondos de renta fija pasaron de un peso del 35,4 % al 40,9 % (véase panel izquierdo del gráfico 14). Estos cambios se produjeron como consecuencia de las elevadas suscripciones netas durante todo 2023 en los fondos de renta fija<sup>32</sup> (superiores a los 28.000 millones de euros), a las que se suman los reembolsos netos en las principales categorías que componen los fondos mixtos. En el caso de las SICAV, el peso relativo se redujo del 5,7 % al 4,5 %, ya que continuaron dándose de baja un número elevado de sociedades —aunque muchas menos que en 2022— como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal<sup>33</sup>. El peso de los fondos monetarios, pese a continuar siendo relativamente reducido, se incrementó de forma notable, ya que pasó del 1,6 % al 3,3 % debido, principalmente, al aumento del patrimonio de uno de los fondos<sup>34</sup>. Los vehículos de inversión libre, por su parte, suponían un 1,8 % a finales de 2023, 1 décima más que en 2022.

---

29 Véase nota al pie 1 del cuadro 3.

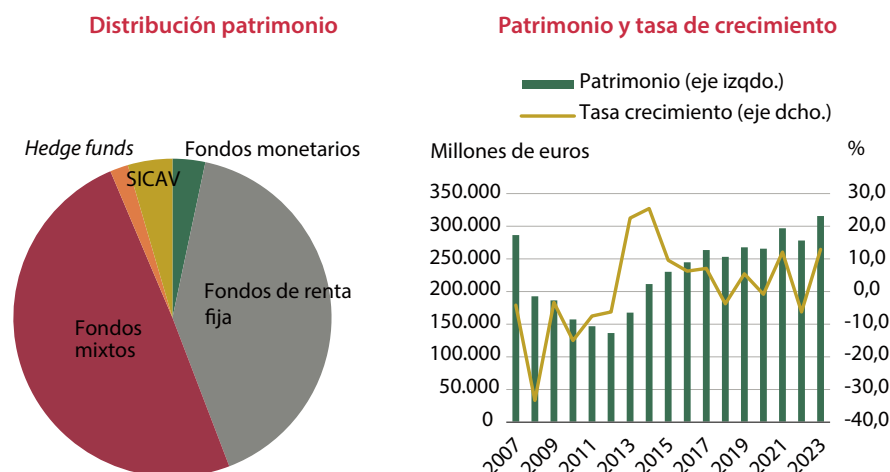
30 Estas instituciones pueden ser susceptibles de reembolsos masivos en sus ventanas de liquidez, si las tuvieran. Dentro de esta denominación se incluyen las cuatro tipologías de inversión libre que existen en España: IIC de inversión libre (fondos y sociedades) e IIC de IIC de inversión libre (fondos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

31 Dentro de los fondos mixtos se engloban distintas categorías de fondos, entre los que destacan los fondos globales (38,1 %) y los fondos de renta fija mixta (22,0 %), a pesar de que ambas categorías redujeran su peso alrededor de 3 p.p. Los fondos de gestión pasiva, por el contrario, incrementaron su importancia relativa hasta el 17,0 % (10,3 % en 2022).

32 Esta tendencia ha continuado en 2024, aunque con cifras más reducidas, y se explica por el mayor atractivo de los activos de renta fija tras el incremento de los tipos de interés acumulado en los dos últimos años.

33 La Ley 11/2021 modificó la Ley del impuesto de sociedades (LIS) para imponer a las SICAV mayores requisitos para disfrutar del beneficio fiscal de tributar al 1 % sobre los beneficios, exigiendo para la determinación del número mínimo de 100 accionistas que se computen exclusivamente aquellos con una participación mínima de 2.500 euros (o 12.500 euros en el caso de SICAV por compartimentos).

34 A pesar de que se dio de alta un fondo monetario en 2023 (se pasó de dos a tres), la mayor parte del aumento fue consecuencia de que el patrimonio de uno de los vehículos ya existentes previamente se incrementó de forma notable. Así, los activos gestionados por este fondo pasaron de alrededor de 5.000 millones de euros a casi 10.000 millones. Los otros 2 fondos monetarios gestionaban conjuntamente algo más de 700 millones de euros.

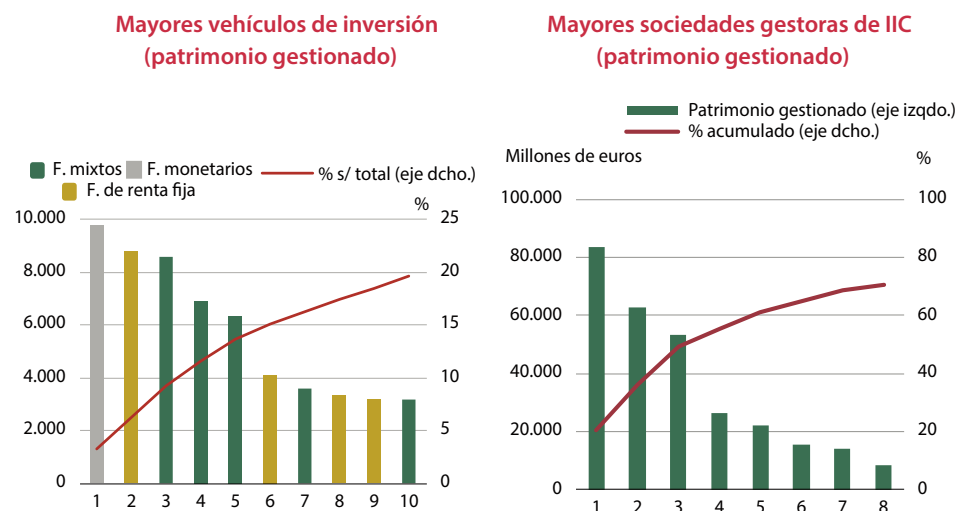


Fuente: CNMV.

El número de vehículos de inversión activos pertenecientes a la FE1 ascendía a 1.870 a finales de 2023, 444 menos que 1 año antes. Igual que ocurría en 2022, la causa de este notable descenso se encuentra en el subsegmento de las SICAV, con más de 500 bajas (1.300 en 2022). Por el contrario, el número de fondos y de *hedge funds* creció durante 2023 en 28 y 31 vehículos, respectivamente. Así, al cierre de dicho ejercicio, 1.287 correspondían a fondos de inversión<sup>35</sup>, 450 a SICAV y 131 a *hedge funds*. Las principales características de los vehículos pertenecientes a esta función económica continuaron siendo en 2023 similares a las descritas en ediciones anteriores de este informe, con muy pocos cambios en relación con el año previo. En primer lugar, los vehículos de inversión con un mayor tamaño siguen siendo los fondos de inversión: 69 fondos de inversión gestionaban cada uno de ellos a finales de año un patrimonio superior a 1.000 millones de euros (62 fondos en 2022), una cifra que tan solo superaban 2 SICAV (en ejercicios anteriores no había ninguna). En segundo lugar, el grado de concentración de estas instituciones continuó siendo muy alto, con un peso de los 3 mayores vehículos del 9,2 % (véase panel izquierdo del gráfico 15), cifra muy similar a la de 2022, y del 19,6 % el de los 10 más grandes (20,9 % en 2022). También se mantuvo muy elevado el grado de concentración en el ámbito de las gestoras de IIC, que fue similar al del ejercicio previo: las 3 mayores entidades gestionaban el 49,2 % del patrimonio total y las 7 mayores, prácticamente el 70 %, todas ellas pertenecientes a grupos bancarios (véase panel derecho del gráfico 15).

## Concentración en el sector de la inversión colectiva

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

Como en ejercicios precedentes, el análisis de los riesgos financieros asociados a los fondos de inversión de la IFNB no apunta a la existencia de vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Al igual que en anteriores ediciones de este informe, los análisis contienen información tanto del desajuste de liquidez y apalancamiento de los fondos (principales preocupaciones a nivel internacional en el contexto de riesgo sistémico) como de su riesgo de crédito y de transformación de vencimientos. Para una mejor evaluación de estos dos últimos riesgos se incorpora una evaluación de la calidad de los activos de la cartera de renta fija de los fondos, mediante el análisis de las calificaciones crediticias y la duración.

La evaluación del riesgo de crédito atendiendo a la proporción de activos crediticios en la cartera de los fondos muestra una ligera tendencia al alza, especialmente en los fondos mixtos. Así, en estos fondos, que pueden invertir tanto en renta fija como en renta variable, este porcentaje aumentó por segundo año consecutivo y se situó en el 46,7 % a finales de 2023 (43,4 % un año antes). Este cambio se explica casi exclusivamente por el incremento de las inversiones en deuda pública, que suponían al cierre del ejercicio un 35,0 % de la cartera total, más de 12 p.p. por encima de la cifra de 2022. En el caso de los fondos de renta fija la proporción fue del 96,4 % (95,4 % en 2022), mientras que en los fondos monetarios, dada la naturaleza de estas instituciones, continuó siendo prácticamente del 100 % (véase panel izquierdo del gráfico 16).

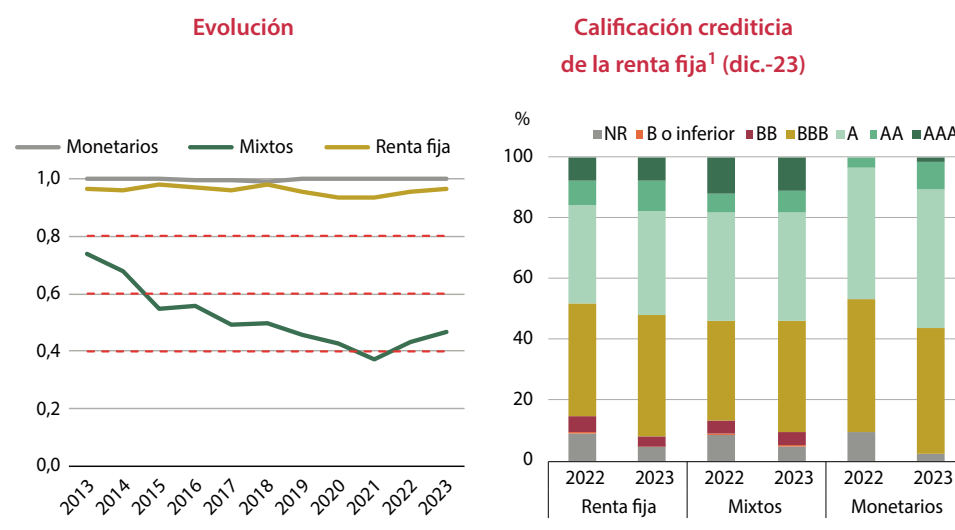
El análisis de las calificaciones crediticias de la cartera de renta fija de los fondos, que ofrece una visión complementaria a las cifras anteriores, muestra un aumento de las inversiones pertenecientes al grupo considerado de alta calidad (*o investment grade*). Se estima que la proporción de activos de deuda de alta calidad era del 92,0 % en los fondos de renta fija, del 90,5 % en los fondos mixtos y del 97,7 % en los fondos monetarios. Estas cifras fueron entre 5 y 7 p.p. superiores a las observadas en 2022 (véase panel derecho del gráfico 16<sup>36</sup>). Además, en los fondos monetarios se produjo

36 En el caso de los fondos de la Unión Europea, el análisis publicado por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) revela que la calificación crediticia de la deuda en la cartera de estos fondos experimentó

una mejora de calidad de los activos de este grupo, con una reducción de la relevancia de aquellos con calificación BBB (la peor dentro de *investment grade*, previa a *high yield*) de más de 2 p.p., hasta el 41,4 % del total, y un aumento notable de los activos AAA o AA (que pasaron del 3,4 % al 10,4 %).

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

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

1 Distribución de la cartera de renta fija de las tres categorías de fondos de la IFNB (renta fija, mixtos y monetarios) en función de las calificaciones crediticias de sus activos en cartera. NR: sin calificación.

Para el análisis del riesgo de transformación de vencimientos de los fondos de inversión se calcula la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio gestionado por el fondo<sup>37</sup>, que descendió en 2023 tanto para los fondos de renta fija como para los mixtos<sup>38</sup>. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 17, esta ratio muestra únicamente un valor relativamente elevado en los fondos de renta fija, aunque con un descenso en 2023 de casi 5 p.p., hasta situarse en el 51,8 %, con lo que se interrumpe la tendencia alcista iniciada en 2016. En los fondos mixtos también se produjo un descenso de la ratio el año pasado, hasta situarse en el 23,1 % (26,6 % en 2022).

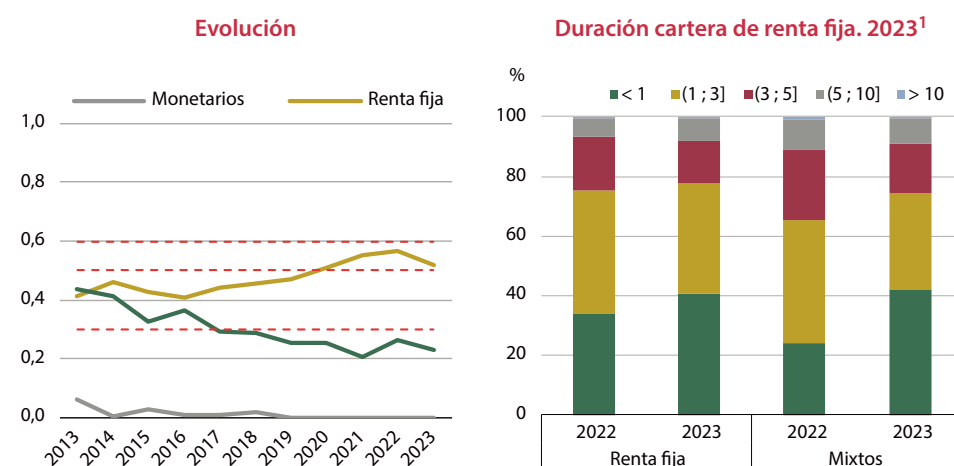
una ligera mejora en 2023, aunque continuó observándose un nivel medio peor que el de los fondos españoles: la proporción de deuda de alta calidad (o *investment grade*) se situó alrededor del 50 % (muy por debajo del 90 % de los fondos españoles).

- 37 En el caso de los fondos de inversión, en lugar de calcular la relación entre el pasivo y el activo a corto plazo, como en el resto de las entidades, se calcula la proporción de activos a largo plazo sobre el total de los activos. Como ya se ha comentado en informes previos, esta diferencia en el cálculo de la ratio radica en el hecho de que en los fondos de inversión los partícipes pueden reembolsar sus participaciones con una frecuencia elevada, en la mayoría de los casos de forma diaria, por lo que el pasivo a corto plazo no es representativo de todas las posibles obligaciones del fondo.
- 38 Para los fondos monetarios, los activos a largo plazo son prácticamente inexistentes dadas las restricciones de su política de inversión (la duración media de la cartera debe ser inferior o igual a 60 días y el vencimiento medio no puede superar los 120 días).

El análisis de la duración<sup>39</sup> de los activos de la cartera de renta fija de estos vehículos a través del cálculo de la duración modificada<sup>40</sup> muestra para 2023 un valor medio de 2,0 en los fondos de renta fija y de 2,1 en los fondos mixtos. En el caso de los fondos monetarios, obviamente, la cifra era mucho menor, situándose en 0,31<sup>41</sup>. Estos valores son similares a los del año anterior en los fondos monetarios y de renta fija, después de que en 2022 se redujeran de forma sustancial, ya que los gestores de estos vehículos disminuyeron el vencimiento medio de las carteras para atenuar las pérdidas derivadas del alza de los tipos de interés. En cuanto a los fondos mixtos, en 2023 volvió a reducirse esta cifra, ya que pasó de 2,6 al mencionado 2,1. Como se puede observar, además, en el panel derecho del gráfico 17, del total de la cartera de renta fija de los fondos mixtos algo más de un 42 % tenía una duración modificada inferior a 1, casi el doble que en 2022, mientras que únicamente un 0,5 % era superior a los 10 años (1,1 % un año antes). En el caso de los fondos de renta fija estos porcentajes eran del 40,5 % y del 0,8 %, respectivamente.

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

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

1 No se incluyen los fondos monetarios, ya que la totalidad de su cartera de renta fija tiene una duración inferior a 1 año.

Si se realiza un análisis individualizado de la duración, se puede observar que la mayor parte de los fondos tiene una duración modificada media inferior a 5, en concreto la misma cifra tanto para los fondos de renta fija como para los mixtos: el 95,7 %<sup>42</sup>. De forma adicional, se puede apreciar que la dispersión de los valores de la duración modificada de la cartera de los fondos no es muy

39 La duración es una medida del plazo efectivo hasta el vencimiento de un activo, teniendo en cuenta todos los flujos de caja a lo largo de la vida del activo.

40 La duración modificada mide la variación porcentual que se produce en el precio de un activo financiero ante un aumento de 100 puntos básicos de los tipos de interés.

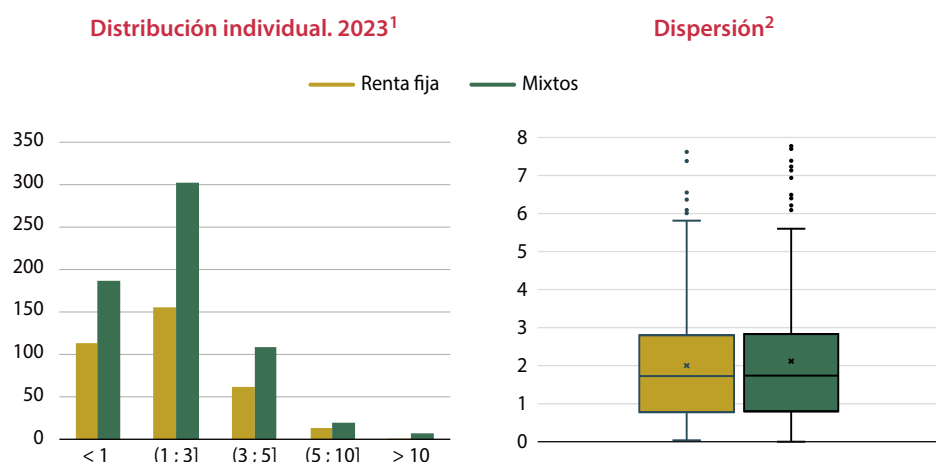
41 No se dispone de datos de duración modificada para los fondos de la Unión Europea, pero sí de la duración, que se situó en 6,7 (1 décima menos que al cierre de 2022). Esta cifra, a pesar de que no es perfectamente comparable, muestra con claridad que la sensibilidad frente al aumento de tipos de interés en España es inferior al de la media de los países de la Unión.

42 Solo se han identificado 8 fondos (4 más que en 2022) que al cierre de 2023 tuvieran una cartera de renta fija con una duración modificada media superior a 10. De ellos, 7 eran fondos mixtos y 1 era un fondo de renta fija.

elevada y resulta muy similar entre los fondos de renta fija y los mixtos (véanse paneles del gráfico 18). Así, para más de la mitad de los fondos la duración modificada se situaba a finales del año pasado entre 0,8 y 2,8 (en 2022 oscilaba aproximadamente entre 1 y 3,2).

### Duración modificada media de la cartera de renta fija de las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

1 Distribución del número de fondos según su duración modificada.

2 El gráfico representa, para cada tipología de fondos, el mínimo, el máximo, la media (x), la mediana y los percentiles 0,25 y 0,75 de la duración de los fondos. En el caso del mínimo y máximo, se han excluido los valores atípicos (valores que quedan por debajo [encima] del primer [tercer] cuartil cuya distancia al mismo es superior a 1,5 veces el rango intercuartílico [P75-P25]).

Para llevar a cabo el análisis de las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos se utiliza la ratio conocida como HQLA, que incorpora tanto la información sobre el tipo de activo como sus calificaciones crediticias. Es importante mencionar, además, que para obtener una métrica lo más precisa posible se ha cuantificado también el nivel de liquidez de las IIC en las que invierten los fondos españoles. Este cálculo se realiza de la misma forma, es decir, utilizando el HQLA como medida del grado de liquidez e incorporando la información del tipo de activo y de la calificación crediticia de los activos en cartera de esas IIC en las que invierten los fondos españoles<sup>43</sup>. Los resultados del cálculo de esta métrica se muestran en el gráfico 19.

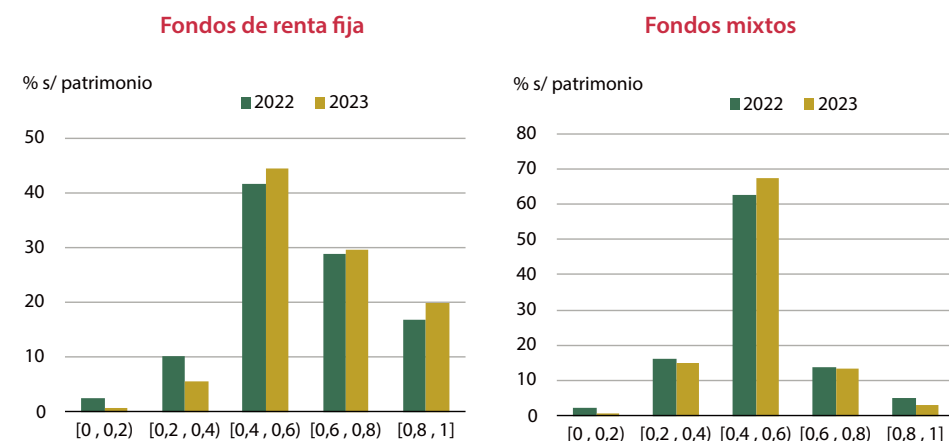
La ratio HQLA aumentó de forma muy leve en 2023 tanto para los fondos de renta fija como para los fondos mixtos, al pasar del 60,2 % al 61,7 % en el primer caso y del 49,7 % al 49,9 % en el segundo. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 19, en el caso de los fondos de renta fija, aquellos con un porcentaje de activos líquidos alto (superior al 60 % del patrimonio) pasaron de representar un 45,8 % del total (en términos patrimoniales) a un 49,3 %. Este aumento —al igual que en 2022, cuando fue todavía más acusado— tuvo su origen en la recom-

43 En ediciones anteriores se había considerado directamente que el 100 % de la inversión de los fondos en otras IIC tenía liquidez reducida o se había calculado su nivel de liquidez teniendo en cuenta solamente el tipo de activo en el que invertían. Se consideraba que el efectivo, los depósitos y la deuda pública eran completamente líquidos, mientras que la deuda privada no era líquida. Para la renta variable, por su parte, se consideraba líquido el 50 % del valor de su cartera.

posición de la cartera de inversiones en favor de la inversión en deuda pública (en 1 año pasó del 43,4 % al 48,1 %) y en detrimento de la deuda privada. En los fondos mixtos, por su parte, la mejora de las condiciones de liquidez de su cartera en 2023 fue prácticamente inapreciable, aunque sí que se produjo una redistribución dentro de esta: se redujo la inversión en renta variable y depósitos, mientras que aumentó la inversión en activos de renta fija, tanto pública como privada<sup>44</sup>. En cuanto a la distribución individual, se observa una ligera concentración de los fondos en los niveles de liquidez media (entre el 40 % y el 60 %), que pasó del 62,4 % de los fondos (en términos patrimoniales) al 67,4 % a finales de 2023. A su vez, se produjo un descenso del porcentaje de fondos con niveles de liquidez extrema (muy baja o muy alta): los primeros se situaron en el 0,9 % (2,3 % en 2022) y los segundos, en el 3,3 % (5,0 % un año antes).

### Riesgo de liquidez de los fondos de inversión: distribución de los activos HQLA<sup>1</sup>. 2023

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

- 1 Se consideran activos líquidos de alta calidad (HQLA) el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %; el de la renta fija privada, entre el 0 % y el 85 %, y el de las titulizaciones, entre el 0 % y el 65 %.

Finalmente, en relación con el nivel de apalancamiento de las IIC, se puede hablar de apalancamiento tanto financiero (endeudamiento) como sintético (a través de derivados). En el caso del primero, la legislación española establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) tan solo se pueden endeudar para resolver dificultades transitorias de liquidez<sup>45</sup> y en ningún caso superar el 10 % de su patrimonio<sup>46</sup>. Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una práctica que puede acrecentar significati-

44 La inversión en renta variable pasó del 7,5 % al 4,9 % y la inversión en deuda pública y privada lo hizo del 20,6 % al 24,9 % y del 15,2 % al 16,4 %, respectivamente.

45 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.

46 Las SICAV excepcionalmente pueden llegar al 15 % cuando recurran a financiación para la compra de inmuebles necesarios para su actividad. Al cierre de 2023, el endeudamiento medio financiero de los fondos de inversión y SICAV incluidos en la IFNB era del 0,04 %.

vamente otros riesgos ya existentes en estos vehículos. Por eso, es importante hacer un seguimiento periódico, utilizándose en este caso la metodología propuesta por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO<sup>47</sup>).

De acuerdo con esta metodología, la exposición bruta se mide a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, permitiendo realizar un ajuste por la delta en el caso de las opciones. La exposición neta se calcula a partir de la exposición bruta después de realizar ciertas compensaciones entre posiciones largas y cortas, neutralizando así toda aquella operativa que tiene la finalidad de cubrir los riesgos de la cartera de contado. En la normativa europea se ha desarrollado una metodología propia de cálculo de la exposición neta, denominada el método del compromiso (*commitment*), con unas reglas concretas para realizar las compensaciones entre posiciones largas y cortas. El apalancamiento es la ratio entre la exposición (bruta o neta) y el patrimonio de la institución.

A finales de 2023 la exposición bruta a través de derivados representaba de media, para los fondos de inversión y SICAV incluidos en la IFNB, un 19 % del patrimonio total, por lo que, según la información disponible en la CNMV, siguen sin observarse vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa (de contraparte, de mercado y de contagio). Por su parte, la exposición neta se situó, de media, en el 9 % del patrimonio a final de 2023, calculada para el 95 % de los fondos de inversión y SICAV. En este sentido, cabe destacar que existe un grupo de fondos, cuyo patrimonio supone el 5 % del total, que no están obligados a calcular el apalancamiento neto<sup>48</sup>. Una de las limitaciones más relevantes de estas medidas de apalancamiento es que no incorporan posibles exposiciones indirectas como consecuencia de la inversión en otras IIC que están a su vez apalancadas.

Si se analiza la distribución del apalancamiento bruto entre los fondos a nivel individual, en las subcategorías de fondos de renta fija y mixtos, se observa que una elevada proporción de fondos no contrata derivados o lo hace de forma muy residual<sup>49</sup>. La exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en más del 90 % de los fondos de renta fija y en casi el 80 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales). En relación con los fondos con valores elevados de exposición a este riesgo, únicamente había un 1,5 % de los fondos de renta fija con un apalancamiento superior al 80 %, mientras que este porcentaje aumentaba hasta el 9,0 % para los fondos mixtos.

---

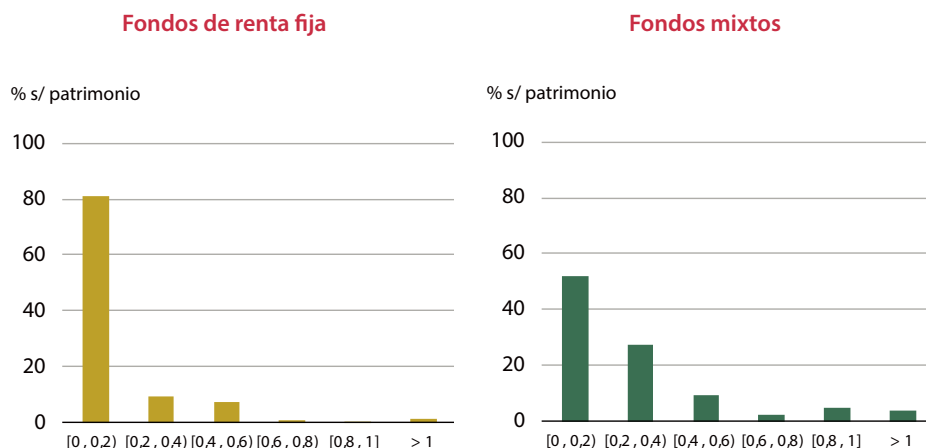
47 IOSCO (2019). *Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds*, diciembre.

48 En su mayoría son fondos de inversión que siguen la metodología VaR (*value at risk*) para calcular el riesgo de apalancamiento. También incluye algunos fondos con objetivo de rentabilidad garantizado.

49 En términos agregados, en los fondos de renta fija que utilizan la metodología del compromiso, el nivel de apalancamiento era del 12,5 %, mientras que en los fondos mixtos esta cifra era del 31,8 %.

## Apalancamiento bruto en las distintas tipologías de fondos de inversión<sup>1</sup>

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

Por lo que respecta a las IIC de inversión libre, la evidencia refleja que, a pesar de que su marco regulador es más flexible y permite un mayor apalancamiento, este es reducido (27,6 % de exposición bruta media<sup>50</sup>) y que tan solo algunos fondos aislados lo utilizan de forma más intensiva. Por lo que se refiere a las IIC que invierten en otras IIC de inversión libre (IICIICIL<sup>51</sup>), se debe tener en cuenta que el apalancamiento se asume de forma indirecta a través de la inversión en IIC de inversión libre, siendo la operativa con derivados declarada directamente muy reducida, con tan solo dos instituciones que comunicaron compromisos por operaciones cortas<sup>52</sup>.

El riesgo de contraparte (riesgo de que las dificultades financieras de una entidad se transmitan a sus contrapartes o prestamistas), que se amplifica con un elevado uso del apalancamiento, es insignificante en los fondos de inversión españoles. Así, a finales de 2023 el saldo deudor conjunto de los fondos de inversión y SICAV incluidos en la IFNB originado por plusvalías pendientes de realizar en operaciones con derivados representaba el 0,15 % del patrimonio total (0,39 % en 2022). A este valor habría que descontarle el valor de los activos que las IIC reciben como garantía para cubrir el posible impago de las contrapartidas, que suponía el 0,13 % de su patrimonio, por lo que el riesgo de contraparte soportado por las IIC (neto de colateral y a nivel agregado) apenas se situaba en el 0,02 % del patrimonio. En las IIC de inversión libre, este porcentaje era ligeramente superior al correspondiente para los fondos de inversión y SICAV (0,9 % en términos brutos y 0,6 % neto de colaterales recibidos).

### 3.1.2 Función económica 2: concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo

La función económica 2, definida como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo, está conformada en el caso español por establecimientos financieros de crédito y tiene un peso muy reducido en la IFNB. Sin

50 Calculada a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, sin realizar ningún ajuste por la delta en el caso de opciones.

51 Fondos y sociedades que invierten en otras IICIIL.

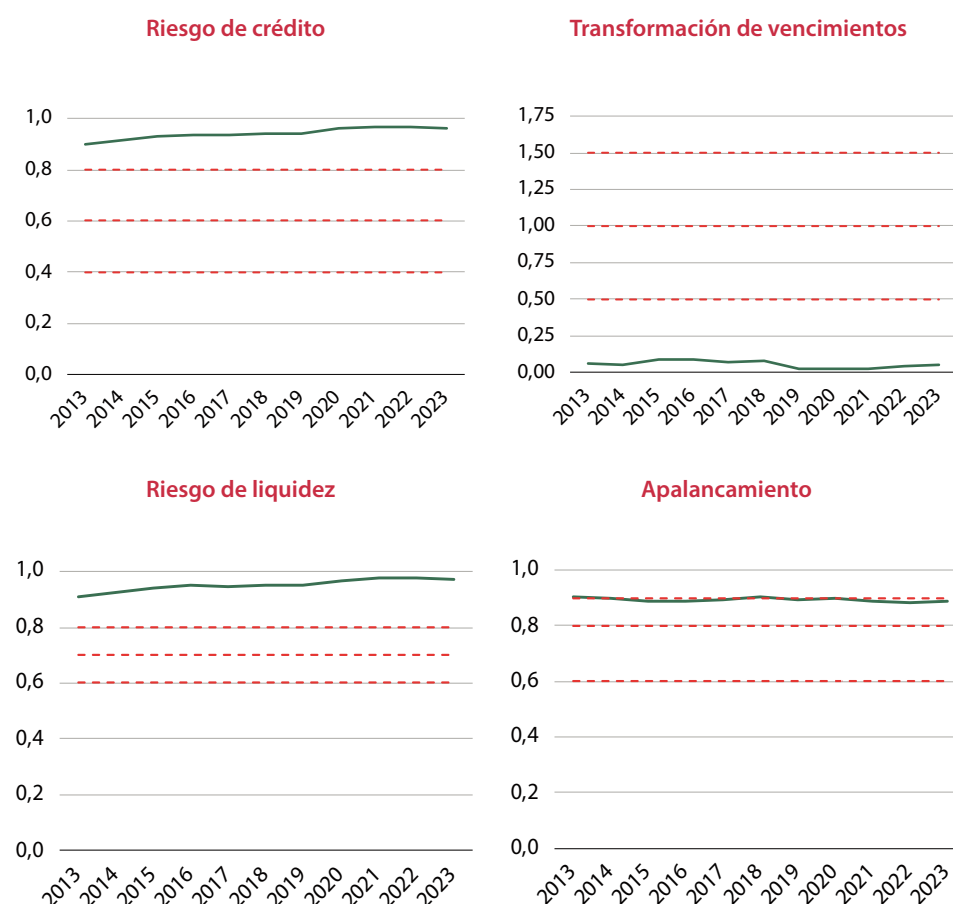
52 Posiblemente con fines de cobertura.

embargo, esta función puede ser desarrollada por una amplia variedad de entidades y, según la jurisdicción, con marcos regulatorios distintos. En España, como se ha indicado en un epígrafe previo de este informe, los establecimientos financieros de crédito acumulaban un importe de activos no desdeñable a finales de 2023, superior a 54.000 millones de euros (10,5 % de los activos de las 5 funciones). Sin embargo, el elevado porcentaje de activos que consolida cada año en bancos (86 % del total) hace que, sistemáticamente, la relevancia de esta función dentro de la medida más ajustada de la IFNB sea muy pequeña (2,2 % en 2023, 2 décimas menos que en 2022).

La evaluación de los riesgos habituales para las entidades de esta función señala pocos cambios respecto a informes anteriores, destacando el riesgo de crédito y el de liquidez por el propio modelo de negocio de estas. Como se observa en los paneles del gráfico 21, las cuatro vertientes de riesgo evaluadas presentan una gran estabilidad temporal y, además, en aquellas en las que se obtienen marcadores más elevados podría argumentarse que es natural esta puntuación debido a que estas entidades se dedican fundamentalmente a la concesión de créditos y, por tanto, el riesgo de crédito es necesariamente elevado, así como el de liquidez. Sería necesaria una información más detallada del tipo de crédito concedido y de las características de los agentes que lo reciben para realizar una valoración más precisa de este riesgo. Todo ello teniendo en cuenta que el impacto en términos de estabilidad financiera de la actividad de estas entidades es muy limitado atendiendo, como se ha dicho anteriormente, a su tamaño.

Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito

GRÁFICO 21



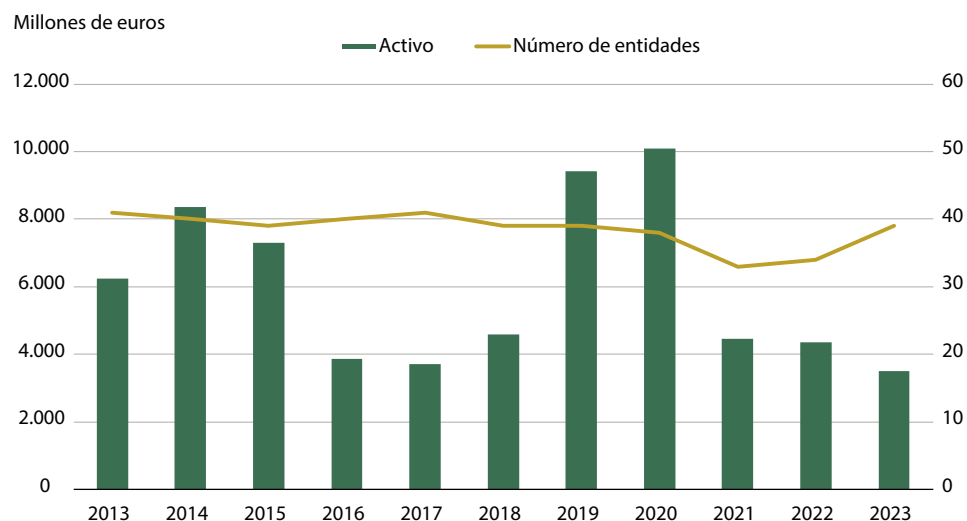
### 3.1.3 Función económica 3: *intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada*

En España pertenecen a esta categoría las sociedades de valores, cuyo número ascendía a 39 a finales de 2023 (34 en 2022) y contaban con unos activos financieros totales de 3.487 millones de euros (un 19,6 % menos que en 2022). Se trató, por tanto, de un ejercicio de expansión en el número de entidades hasta retomar cifras semejantes a las de la década pasada, pero de disminución de activos en el sector, hasta un nivel mínimo histórico (véase gráfico 22). Como se ha indicado en ediciones anteriores de esta publicación, el sector de las sociedades de valores (y de las empresas de servicios de inversión, en general) muestra un tamaño muy reducido en relación con los de otras jurisdicciones semejantes, pues el negocio de la prestación de servicios de inversión lo realizan, fundamentalmente, las entidades de crédito. De hecho, en 2023 el 87 % de los ingresos que se obtuvieron en este ámbito correspondió a entidades de crédito y el 13 % restante, a otras entidades, entre las cuales están las sociedades de valores, pero también las agencias de valores o las empresas de asesoramiento financiero<sup>53</sup>.

A pesar de la disminución del volumen de activos, la cuenta de resultados de las sociedades de valores mostró un aumento del 14 % de los resultados antes de impuestos en 2023. Este incremento se debió al buen comportamiento tanto de los ingresos que tradicionalmente han sido más relevantes para estas entidades (relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes) como de aquellos otros que hasta la fecha habían sido menos relevantes, pero que se han desarrollado cada vez más, como por ejemplo la comercialización de IIC, la gestión de carteras o el asesoramiento financiero.

Activos de las sociedades de valores y número de entidades

GRÁFICO 22



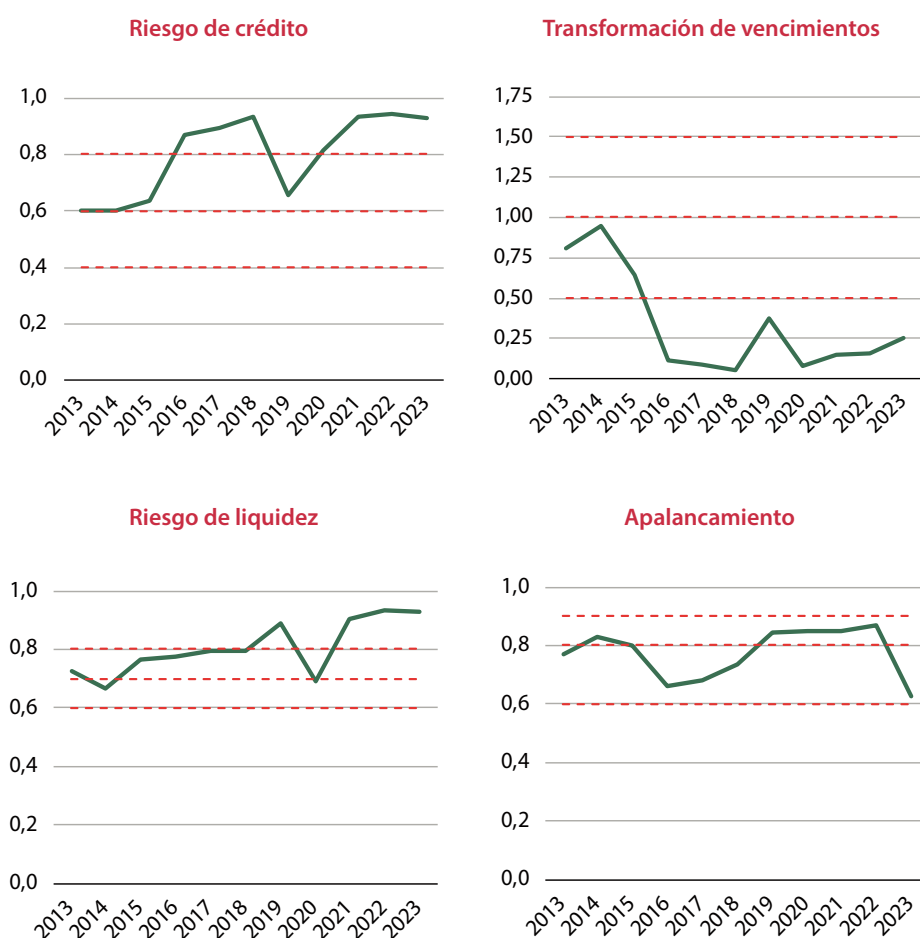
Fuente: CNMV.

53 Un análisis alternativo que realiza la CNMV cada año y que tiene en consideración el modelo de negocio de las entidades financieras más allá de su forma legal revela que el 67 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluida la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) correspondió a bancos comerciales tradicionales o a entidades que pertenecen a sus grupos. Para un mayor detalle, véase capítulo I.3 del *Informe Anual* de la CNMV.

La relevancia de las sociedades de valores dentro de las 5 funciones económicas es inferior al 1 %, por lo que, *a priori*, la valoración del riesgo para la estabilidad financiera de su actividad es muy reducida. Aun así, con fines ilustrativos, se exponen en el gráfico 23 los indicadores de riesgo computados para estas entidades. En los paneles puede observarse que los riesgos más relevantes para las sociedades de valores continúan siendo los de crédito y liquidez, y que el riesgo asociado al apalancamiento se redujo considerablemente en 2023<sup>54</sup>. En relación con el riesgo de liquidez, según la información enviada por las entidades españolas a la CNMV, todas las sociedades de valores cumplían con holgura los requisitos mínimos establecidos por el Reglamento (UE) n.º 2033/2019<sup>55</sup>.<sup>56</sup>

## Evolución de los riesgos en las sociedades de valores

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

54 Este descenso se explica, no obstante, por la evolución de una única entidad de tamaño elevado dentro del sector (Altura Markets, SV).

55 Reglamento (UE) n.º 2033/2019 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014

56 El requisito mínimo de liquidez es de, al menos, un tercio del requisito basado en los gastos fijos generales, que, a su vez, se establece como el 25 % de los gastos fijos generales del ejercicio precedente.

### 3.1.4 Función económica 4: *facilitación a la creación de crédito*

En esta función económica se encuentran las sociedades de garantía recíproca, cuyos activos, algo superiores a 1.500 millones de euros, apenas concentran el 0,3 % de los activos de las 5 funciones económicas. Estas sociedades tienen como objeto principal 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. Su tamaño relativo continúa sin alcanzar el mínimo requerido (0,5 %) para realizar una evaluación más profunda de sus riesgos financieros.

Aunque por el momento no se incluyen formalmente dentro de la IFNB, es importante realizar un seguimiento de las plataformas de financiación participativa (PFP, conocidas como *crowdfunding*), figura que, *a priori*, encajaría en esta función económica, pues son vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación. La expansión de este subsector a lo largo de los últimos años en España ha sido considerable. El siguiente recuadro describe los elementos más relevantes de las entidades registradas en España.

#### Plataformas de *crowdfunding* en España

RECUADRO 1

La financiación participativa, o *crowdfunding*, es una forma de financiación a través de la cual se recibe dinero, por lo general mediante pequeñas aportaciones, de un gran número de individuos para financiar proyectos o negocios. Esta práctica se realiza habitualmente a través de plataformas *on line*. En España, las plataformas de financiación participativa (PFP) se comenzaron a regular en 2015 mediante la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que estableció un conjunto de medidas orientadas a facilitar y flexibilizar el acceso de las pymes a la financiación bancaria. Con posterioridad, en 2020, la regulación se armonizó a nivel europeo para facilitar el desarrollo de plataformas transfronterizas y garantizar una protección adecuada del inversor. En este contexto, el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, de obligatorio cumplimiento para los Estados miembros, es la norma principal que regula a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas.

Este reglamento estableció un periodo transitorio hasta noviembre de 2023 para la adaptación de las PFP a la normativa europea. Del total de entidades que se habían dado de alta en la CNMV con anterioridad, 4 finalizaron su proceso de adaptación en 2022 y otras 16 lo hicieron en 2023. Tras este plazo, la CNMV dio de baja el antiguo registro de PFP y limitó la actividad de las plataformas que no habían completado dicho proceso, un total de 4 PFP. De esta manera, al cierre de 2023, había 21 entidades inscritas en el nuevo registro de proveedores de servicios de financiación participativa (20 de la conversión de PFP en proveedores de servicios de financiación participativa [PSFP] y otra de nueva creación).

Número de PFP no armonizadas y PSFP registrados

CUADRO R1.1

| Tipo de plataforma             | Valores | Préstamos | Mixta | Total |
|--------------------------------|---------|-----------|-------|-------|
| PSFP                           | 5       | 4         | 12    | 21    |
| PFP no armonizada <sup>1</sup> | 0       | 0         | 0     | 0     |
| Total acumulado                | 5       | 4         | 12    | 21    |

Fuente: CNMV.

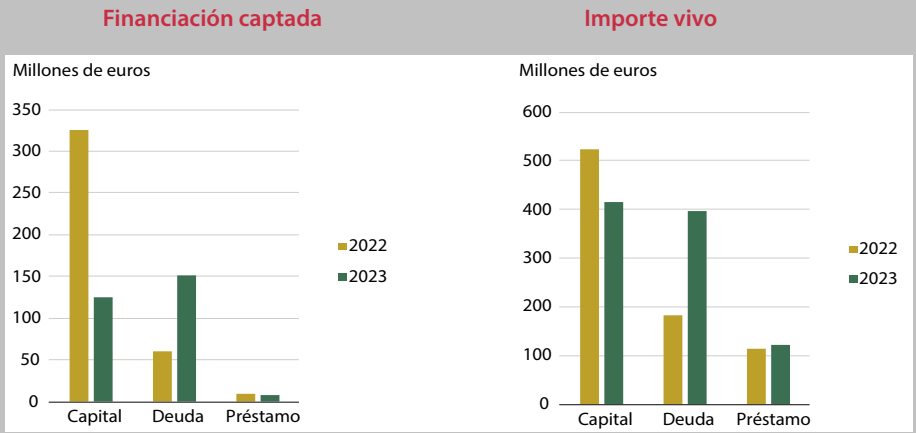
1 El regulador español creó esta figura para las PFP que quedaban fuera del ámbito de aplicación del reglamento europeo, que son las plataformas de consumo y de proyectos con un volumen elevado (entre 5 y 8 millones de euros). Al cierre de 2023, no había ninguna PFP no armonizada.

En España, las PFP han crecido progresivamente desde sus inicios, aunque su tamaño aún se mantiene reducido. Las labores de supervisión se efectúan sobre el análisis de las cuentas anuales auditadas y del informe especial del auditor, en su caso, y de la información sobre la actividad y la situación financiera de las entidades que las PFP remiten a la CNMV con carácter anual.

En 2023, la financiación captada a través de capital y de préstamos descendió respecto a 2022, mientras que aquella captada mediante instrumentos de deuda experimentó un aumento significativo. Así, el importe de la financiación vía capital fue de 125 millones de euros (un 61,5 % menos que en 2022) y vía préstamos fue de 8 millones de euros (un 20 % menos), mientras que vía deuda fue de 152 millones de euros (un 153 % más). En 2023, el sector al que se destinó la mayor parte de la financiación captada fue el inmobiliario, con un 72,2 % del total invertido<sup>1</sup>. Lo siguieron los sectores de «Programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática», que recibió un 3,7 %, e «Investigación y desarrollo», que recibió un 2,6 %. En cuanto al importe vivo, en 2023 fue de 415 millones de euros en capital (-20,7 %), 396 millones de euros en forma de deuda (+116,4 %) y 122 millones de euros en préstamos (+7,0 %).

Financiación captada e importe vivo en las plataformas de inversión participativa

GRÁFICO R1.1



Fuente: CNMV.

En 2023, el 14,5 % de la financiación procedió de inversores profesionales, el 48,5 % de inversores experimentados y el 37,0 % restante de minoristas<sup>2</sup>. El Reglamento (UE) 2020/1503 clasifica a los inversores en estas tres categorías: profesionales, experimentados y minoristas. Los inversores profesionales serían aquellas entidades autorizadas o grandes empresas que operan en los mercados financieros. Los inversores experimentados se corresponderían con aquellos que son conscientes de los riesgos asociados a la inversión en los mercados de capitales y con recursos suficientes para asumirlos sin exponerse a consecuencias financieras excesivas, estableciendo unos criterios que deben cumplir los inversores no profesionales para pertenecer a este grupo<sup>3</sup>. Por último, los inversores minoristas serían aquellos que no pertenecen a ninguno de los dos grupos anteriores. Respecto al país de residencia fiscal de los inversores, el 90,0 % de la financiación se produjo por parte de inversores residentes en España, seguido de Francia, Italia y Países Bajos, con porcentajes del 3,2 %, el 1,6 % y el 1,0 %, respectivamente.

- 1 Un 65,6 % a la «Construcción de edificios» y un 6,6 % a «Actividades inmobiliarias».
- 2 El total de inversores fue de 50.681, de los cuales el 17 % correspondió a inversores experimentados.
- 3 Por una parte, personas jurídicas que cumplan al menos uno de los siguientes criterios: i) recursos propios de al menos 100.000 euros; ii) volumen de negocios neto de al menos 2 millones de euros, o iii) balance de al menos 1 millón de euros.  
Por otra, personas físicas que cumplan al menos dos de los siguientes requisitos: i) ingresos brutos personales de al menos 60.000 euros por ejercicio fiscal, o una cartera de instrumentos financieros, definida como la inclusión de depósitos de efectivo y activos financieros, superior a 100.000 euros; ii) el inversor trabaja o ha trabajado en el sector financiero al menos durante 1 año en un puesto profesional que requiera tener conocimiento de las operaciones o servicios previstos, o ha ocupado un puesto ejecutivo durante al menos 12 meses en una persona jurídica de las determinadas previamente, o iii) el inversor ha realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de capitales con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los 4 trimestres anteriores.

### 3.1.5 Función económica 5: intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras

Pertenecen a esta categoría los vehículos de propósito especial (SFV), cuyo objeto es la titulización de activos. Estos proveen recursos a las entidades emisoras de la titulización —en su mayoría, bancos—, haya o no transferencia real de activos o riesgos, por lo que pueden ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia. Por esta razón deben tenerse presentes a la hora de evaluar los riesgos asociados a la IFNB, especialmente en lo que respecta al riesgo de transformación de vencimientos<sup>57</sup>.

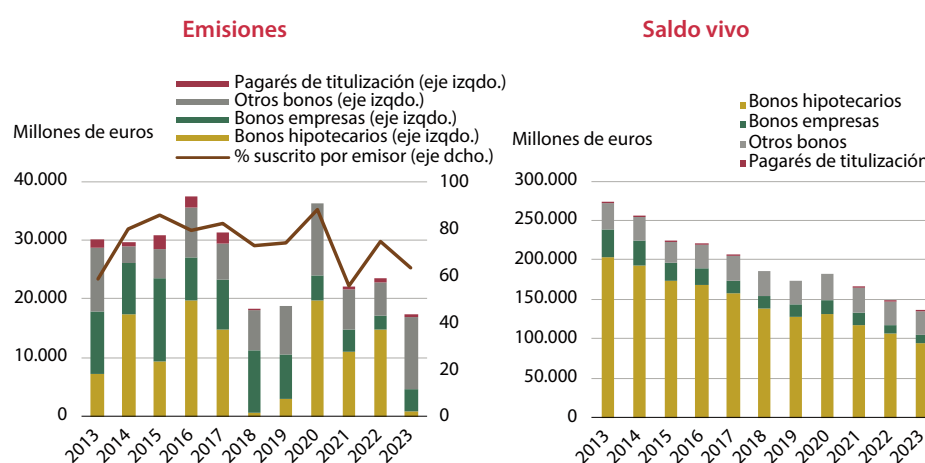
En España, la titulización continúa siendo el segundo sector en importancia dentro de la IFNB, aunque ha ido disminuyendo su relevancia. Como ya se ha mencionado, los activos financieros de los SFV ascendían a casi 140.000 millones de euros a finales de 2023, el 27,2 % de los activos agregados de las 5 funciones

57 Como ya se ha indicado en ediciones previas de este informe, las emisiones de titulización en España, en términos generales, se estructuran de manera que los pagos se realizan con los *pools* de activos que se van amortizando, por lo que este problema es, en principio, poco relevante. Además, en términos generales, la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, al contrario que en otras economías, en las que fue una de las problemáticas más relevantes de la crisis financiera de 2008.

económicas, frente al 30,6 % que representaban en 2022. Como refleja el panel derecho del gráfico 24, los activos de estos vehículos experimentaron un descenso progresivo e importante desde el impacto de la crisis financiera, que pareció detenerse en 2019-2020, pero que ha continuado desde entonces (en 2023 el saldo vivo se redujo un 8,4 %). De la misma forma que para los establecimientos financieros de crédito (EFC), un porcentaje muy elevado de los vehículos de titulización consolidada en grupos bancarios<sup>58</sup>, por lo que, una vez se descuentan los activos incluidos en el balance de alguna entidad bancaria, su importancia relativa en el conjunto de la IFNB se reduce hasta el 6,2 % (7,4 % en 2022), cifra que ha ido disminuyendo en los últimos años de forma notable.

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

GRÁFICO 24



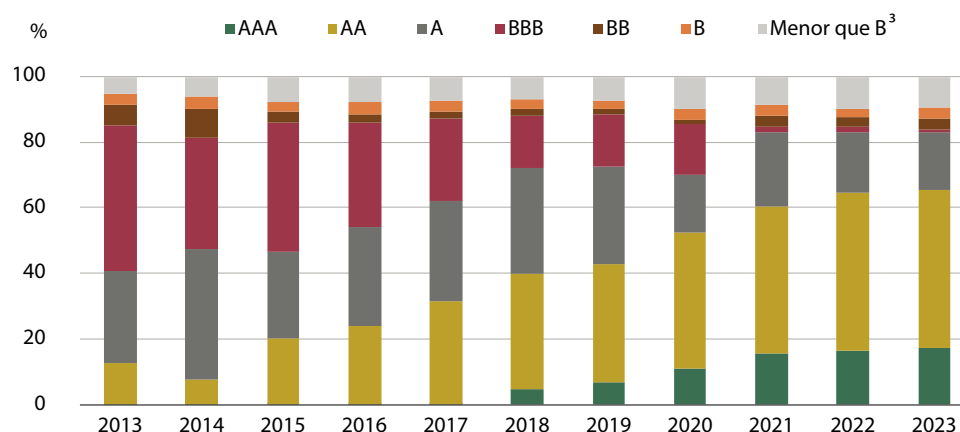
Fuente: CNMV.

Las emisiones de bonos de titulización se situaron en 16.800 millones de euros en 2023, tras un descenso del 26 % en relación con el año previo (véase panel izquierdo del gráfico 24). El porcentaje de las emisiones suscrito por el propio emisor o cedente fue también inferior al de 2022, ya que se situó en el 63,0 % frente al 74,6 % observado 1 año antes. Por tipología de activo, se observa que la emisión de bonos hipotecarios se redujo desde el 63,0 % del total emitido en 2022 a tan solo el 4,8 % un año después, mientras que los bonos respaldados por préstamos al consumo (incluidos en el epígrafe «Otros bonos») se incrementaron de forma considerable y supusieron el 34,6 % del total (poco más del 3 % en 2022). Por otra parte, parece que las calificaciones crediticias de los vehículos de titulización se están estabilizando, después de mostrar una paulatina y clara mejora desde 2014 (véase gráfico 25). Así, al cierre de 2023, del total del saldo vivo de bonos y pagarés de titulización, un 17,4 % correspondía a activos con una calificación AAA (16,2 % en 2022), mientras que solamente un 17,0 % eran activos BBB o con una calificación inferior, la misma cifra que en 2022.

58 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*.

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

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

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

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

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

La emisión de bonos de titulización simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés) superó los 6.700 millones de euros en 2023, el 38,5 % de las emisiones totales (26,1 % un año antes). Estos activos están regulados en el Reglamento (UE) 2017/2402<sup>59</sup>, que establece un marco general para la titulización y crea otro específico para la titulización STS<sup>60</sup>. El saldo vivo de estos instrumentos también se incrementó, con un aumento de casi 4 p.p., hasta representar el 23,3 % del total.

En relación con la evaluación de los riesgos de estas entidades, sin ninguna duda el riesgo de transformación de vencimientos es el más importante, teniendo también cierta relevancia el riesgo de liquidez. Por el contrario, para los SFV, el cálculo de los riesgos de crédito y apalancamiento tiene, por definición, poca relevancia, al menos en España<sup>61</sup>. La proporción de activos líquidos calculada para estas entidades en 2023 se situó en el 92,9 %, cifra que se ha mantenido alrededor del 93 % en los últimos años: casi todo el activo lo conforman los préstamos cedidos y, por tanto, hay muy pocos activos líquidos. A nivel individual, casi el 85 % de los fondos de titulización, en términos patrimoniales, tenía activos líquidos por debajo del 10 %, mientras que menos del 5 % poseía un nivel de activos líquidos superior al 40 %.

<sup>59</sup> Modificado por el Reglamento (UE) 2021/557 (SECR).

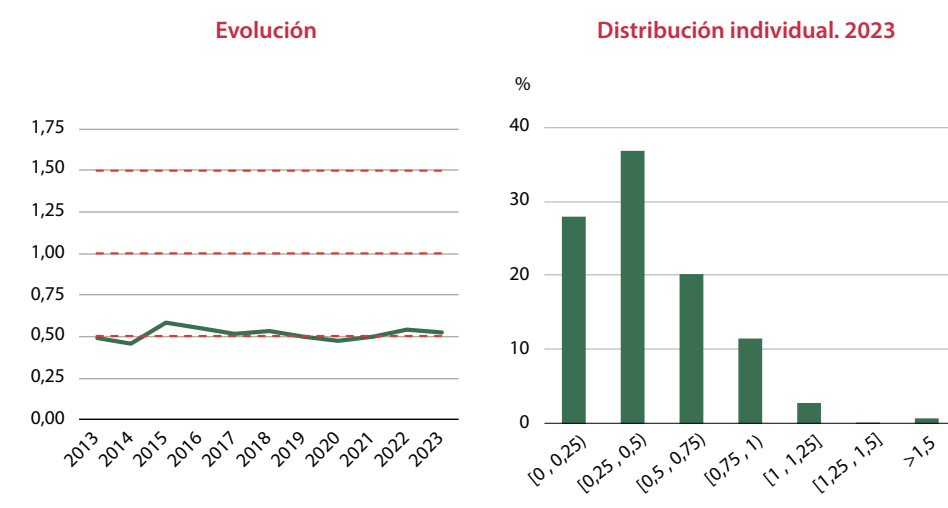
<sup>60</sup> Para que una titulización sea considerada STS debe cumplir ciertos requisitos de simplicidad (la titularidad de las exposiciones crediticias debe transferirse mediante venta verdadera al vehículo que las tituliza), de transparencia (los inversores potenciales deben tener información sobre 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). Los objetivos de crear este término son facilitar la comercialización entre los inversores frente a otras titulizaciones más complejas y posibilitar un tratamiento más favorable en términos de requisitos de capital y exigencia de retención para el originador.

<sup>61</sup> Mientras que 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 nivel de apalancamiento, ya que los fondos de titulización no poseen fondos propios y, por tanto, la ratio, tal y como está construida, es siempre igual a uno.

El indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos se situó en el 52,6 % en 2023, casi 2 p.p. por debajo de la cifra de 2022 (véase panel izquierdo del gráfico 26), por lo que continúa en la región de riesgo moderado, aunque muy cerca del umbral que lo separa del riesgo bajo. Existen diferencias sustanciales entre los distintos vehículos, aunque la mayor parte de ellos, casi un 65 % en términos patrimoniales, mostraba valores inferiores al 50 % (riesgo bajo). En cambio, el número de vehículos con valores superiores al 100 % (riesgo medio o alto) era de tan solo el 3,6 % (véase panel derecho del gráfico 26), si bien es cierto que esta cifra es más alta que la de 2022, con un 1,9 % de los fondos en este tramo. Hay que tener en cuenta, además, que en España la mayor parte de los activos titulizados procede de préstamos o créditos a largo plazo —en su mayoría, hipotecarios—, al igual que los valores emitidos (pasivo): a finales de 2023, los activos y pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles solo representaban el 21,1 % y el 13,7 % del balance, respectivamente. Estos porcentajes, no obstante, se han incrementado ligeramente en los últimos años por el aumento de la titulización cuyo activo subyacente son préstamos al consumo o del automóvil.

### Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización

GRÁFICO 26



Fuente: CNMV.

## 3.2 Uso de herramientas macroprudenciales

Este epígrafe se dedica en exclusiva a las herramientas disponibles y empleadas en el ámbito de la inversión colectiva (EF1) y, en particular, a las herramientas de gestión de la liquidez. También se incorporan los resultados de los test de estrés que se realizan periódicamente sobre los fondos de inversión, al concebirse como una herramienta que contribuye a identificar *ex ante* las instituciones más vulnerables ante *shocks* de reembolsos no esperados y significativos. En el presente número de esta publicación se incluye, de forma puntual, un epígrafe relacionado con una consulta que realizó la Comisión Europea este año en torno a la política macroprudencial en el ámbito no bancario, describiendo la posición de la CNMV en los temas más relevantes.

Las herramientas de gestión de la liquidez<sup>62</sup> (LMT, por sus siglas en inglés) pretenden mitigar el riesgo derivado del desajuste de liquidez, entendido como el desajuste temporal entre el periodo de tiempo en el que un inversor puede hacer líquidas sus participaciones y el plazo necesario para la venta ordenada de los activos subyacentes del fondo. Estas herramientas presentan una heterogeneidad elevada, tanto por su naturaleza (herramientas antidilutivas<sup>63</sup>, herramientas que proporcionan flexibilidad en la liquidación de los reembolsos y herramientas que imponen restricciones o límites a los reembolsos) como por sus posibilidades de activación<sup>64</sup> (gestora o supervisor). Además, su disponibilidad es dispar entre las jurisdicciones europeas, destacando el caso español por el elevado número de herramientas con las que cuenta, en términos comparativos<sup>65</sup>. En este sentido, la reciente reforma de las Directivas UCITS y AIFMD, y los trabajos (en curso) de nivel 2 para desarrollarla, pueden contribuir a homogeneizar las herramientas disponibles e impulsar su uso dentro de la Unión Europea.

En diciembre de 2023 se publicaron de forma coordinada sendos documentos de Recomendaciones y Directrices promovidas por el FSB e IOSCO, respectivamente, encaminados a potenciar a nivel internacional el uso de herramientas de gestión de la liquidez por parte de los fondos de inversión abiertos. Las Recomendaciones del FSB<sup>66</sup> hacen hincapié de forma especial en el uso de herramientas antidilutivas, constituyendo las Directrices de IOSCO<sup>67</sup> una guía para la aplicación de este tipo de herramientas de forma efectiva y coherente. Las herramientas antidilutivas van encaminadas a alinear, de una forma justa, el precio que reciben los inversores que reembolsan participaciones en un fondo de inversión con el precio que obtendrá dicho fondo en la venta de los activos subyacentes necesaria para atender el reembolso. Este valor dependerá del precio de mercado de los activos en los que invierte el fondo y del coste de transacción derivado de su liquidación.

Los cambios recogidos en los documentos anteriores motivaron la revisión de las Recomendaciones de 2018 de IOSCO, sobre gestión del riesgo de liquidez en el ámbito de las IIC, así como de las Buenas prácticas que las complementan. Fruto

---

62 Las herramientas más importantes disponibles para las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS) son: la suspensión de los reembolsos, los *side pockets*, los reembolsos parciales, los preavisos en reembolsos, los reembolsos en especie, las comisiones sobre reembolsos a favor del fondo, el *swing pricing* y los coeficientes mínimos de liquidez. En el ámbito de los fondos de inversión libre, se añaden a las anteriores las herramientas conocidas como *gates*.

63 Estas herramientas tienen como objetivo repercutir a los inversores que reembolsan el coste de transacción que soportará el fondo en la venta de activos (a los que suscriben, el coste de compra).

64 La activación de estas herramientas la realizan, en términos generales, las sociedades gestoras, pero la CNMV puede activar algunas de ellas en determinadas circunstancias (por ejemplo, la suspensión de los reembolsos o el refuerzo de los activos líquidos). La herramienta más reciente se aprobó en el contexto de la crisis del COVID, en marzo de 2020, y consiste en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV.

65 Para un mayor detalle, véase el recuadro 2 el monitor de la IFNB publicado en 2020.

66 FSB (2023). *Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*, 20 de diciembre. Disponible en: <https://www.fsb.org/uploads/P201223-1.pdf>

67 IOSCO (2023). *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes. Final report*, 20 de diciembre. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD756.pdf>

de los trabajos realizados, en noviembre de 2024 IOSCO sometió a consulta un documento de revisión de estas Recomendaciones, junto con una Guía para favorecer su efectiva aplicación<sup>68</sup>.

Los últimos datos disponibles por la CNMV revelan que la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez por parte de los gestores de fondos españoles es elevada. Se estima que, al cierre de septiembre de 2024, el 83 % de los fondos de inversión (en términos de patrimonio) tiene establecido en el folleto la posibilidad de exigir preavisos de hasta 10 días hábiles cuando los reembolsos superen los 300.000 euros, frente al 84 % del año anterior. Asimismo, un 43 % de los fondos, en términos de patrimonio, tiene establecida —bien en el folleto, o bien mediante comunicación por hecho relevante— la posibilidad de usar un mecanismo de *swing pricing* u otras herramientas con efectos antidilutivos (frente al 41 % de hace 1 año). Como se observa en el gráfico 27, las categorías de fondos monetarios y de renta fija son las que recurren a este último mecanismo con mayor frecuencia: el 93 % de los fondos monetarios y el 56 % de los de renta fija estarían en disposición de hacer uso de este. Los preavisos en reembolsos y la aplicación de mecanismos antidilutivos son medidas de gestión del riesgo de liquidez que se usan en situaciones normales de mercado. No se dispone actualmente de información sobre la frecuencia de su aplicación, sino solo de la posibilidad de su uso siempre que se den unas circunstancias establecidas en el folleto o procedimiento interno de la gestora.

#### Disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez en los FI

GRÁFICO 27



Fuente: CNMV.

Al margen de las medidas anteriores, las IIC españolas pueden hacer uso de otras herramientas en situaciones extraordinarias, como las suscripciones y reembolsos parciales. Este mecanismo se usa cuando algunos de los valores en los que invierte la IIC se ven afectados por suspensiones de cotización, o por eventos que los convierten temporalmente en ilíquidos e impiden el cálculo de su valor razonable. Al activarse las suscripciones y reembolsos parciales, se determina el peso que tenían estas inversiones en el patrimonio de la IIC en el momento previo a la suspensión y, en función de esta proporción, quedará pendiente de asignación una parte de las participaciones (en las suscripciones) o pendiente de pago una cantidad en los reembolsos. Cuando las circunstancias extraordinarias que moti-

68 IOSCO (2024). *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes and Guidance for Open-ended Funds, for Effective implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management, Consultation report*, noviembre. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD771.pdf>

varon las suscripciones y reembolsos parciales se levanten, el fondo asignará las participaciones pendientes y liquidará la cantidad pendiente en los reembolsos, según el nuevo valor de mercado de los activos afectados por el evento. Este mecanismo se utilizó por parte de cinco instituciones (FI y SICAV) a principios de 2022, coincidiendo con el estallido de la guerra de Rusia-Ucrania y la consiguiente suspensión de cotización de valores en las bolsas de estos países. En 2023, otras cinco instituciones usaron este mecanismo como consecuencia de la suspensión de cotización de algunos valores en cartera, o de la suspensión de cálculo del valor liquidativo de participaciones en otras IIC en las que invertían. El porcentaje máximo de patrimonio afectado por la suspensión fue del 15 %. Todas las situaciones fueron regularizadas a lo largo de 2023, en tres casos apenas transcurridos pocos días desde su activación.

### 3.2.1 Test de estrés

Los test de estrés forman parte de las herramientas de los supervisores para contrastar el grado de resistencia de sus entidades supervisadas ante un escenario teórico muy adverso. En el caso de los fondos de inversión, los test de estrés de este informe se plantean para evaluar la capacidad de estas instituciones para atender un aumento extraordinario de los reembolsos, pero también existen otras pruebas de resistencia como, por ejemplo, aquellas relacionadas con el cambio climático<sup>69</sup>. A los efectos del ejercicio que se presenta en este monitor, la resistencia de los fondos depende de la magnitud del *shock* de reembolsos estimado y de las condiciones de liquidez de los activos en cartera de los fondos. Por tanto, supone una evaluación del riesgo conocido como *liquidity mismatch* de los fondos de inversión, el más importante desde el punto de vista de la estabilidad financiera para estas instituciones, que consiste en la posibilidad de que el perfil de reembolsos no esté suficientemente ajustado a la liquidez de la cartera de estos fondos. A continuación, se resumen los resultados más relevantes de un ejercicio de este tipo sobre los fondos de inversión mobiliarios españoles, que se realiza semestralmente aplicando una metodología que fue iniciada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) (marco de trabajo de STRESI [ESMA (2019)<sup>70</sup>]) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el trabajo de Ojea, 2020<sup>71</sup>).

Mediante la metodología desarrollada por la CNMV, se ha llevado a cabo el ejercicio del test de estrés para los fondos de inversión mobiliarios con datos desde junio de 2009 hasta junio de 2024. Este ejercicio proporciona varios resultados, de los que se extraen dos de especial relevancia: i) la cuantificación de la proporción de activos líquidos en la cartera de los fondos de inversión y ii) la identificación de los fondos que podrían experimentar dificultades para atender los reembolsos en diferentes escenarios adversos.

---

69 Véase el Documento de Trabajo de la CNMV n.º 81, realizado por Ricardo Crisóstomo, titulado *Measuring transition risk in investment funds* (disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONO-GRAFIAS/DT\\_81\\_Medicion\\_del\\_riesgo\\_fondos.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONO-GRAFIAS/DT_81_Medicion_del_riesgo_fondos.pdf)) y una extensión de dicho documento, de próxima publicación, elaborada por Diana Mykhalyuk.

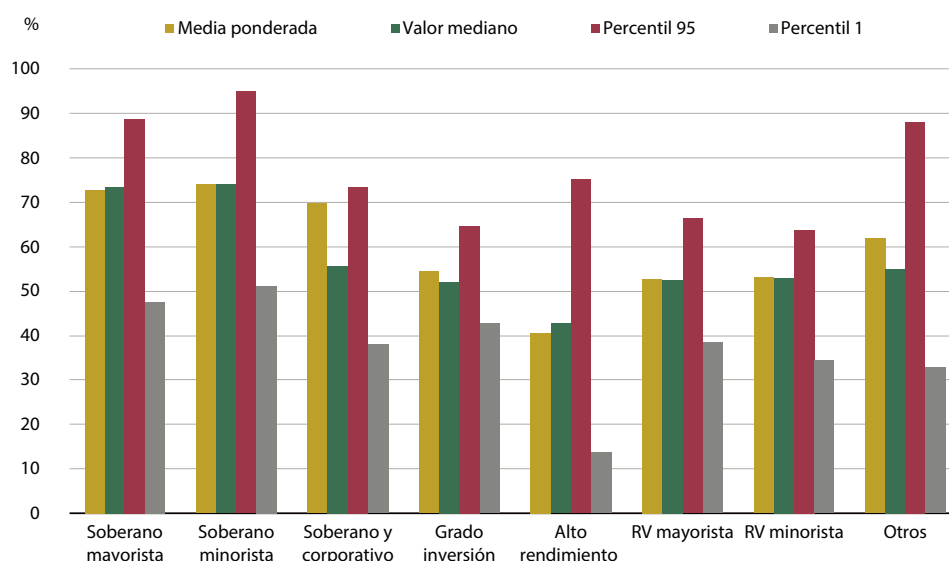
70 ESMA (2019). *Stress simulation for Investment funds*. ESMA Economic Report.

71 Ojea J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión». *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47. Disponible en: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_II\\_2020\\_ES.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_II_2020_ES.pdf)

Conforme a la metodología HQLA<sup>72</sup>, la media ponderada de activos líquidos de los fondos se situaba en junio entre el 40 % y el 74 % del patrimonio según la categoría. Como suele ser habitual, la categoría de bonos corporativos de alto rendimiento es la que presenta ratios de liquidez más bajas de media y también un porcentaje de fondos con una liquidez muy inferior a la de su categoría y a la del resto. De la misma manera, la categoría de bonos soberanos tiene las proporciones de activos líquidos más elevadas.

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

GRÁFICO 28



Fuente: CNMV.

El número de fondos que podría experimentar problemas oscila entre 0 en el segundo escenario más severo y 8 en el más severo, todos ellos pertenecientes a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento. En total se han estimado cinco escenarios de reembolsos teóricos de diferente severidad. Uno de ellos es el escenario propuesto por ESMA en su ejercicio de 2019 y el resto son escenarios propuestos por la CNMV. Como referencia, el más severo<sup>73</sup> ( $CoES(\alpha=\beta=\sqrt{0,4} \%)$ ) es hasta 19 veces más severo que en la peor semana del COVID-19. Para identificar

72 El enfoque HQLA mide la liquidez de la cartera del fondo mediante un índice que atribuye a cada clase de activo un grado de liquidez (un peso que puede tomar valores de 0 a 100) en función de sus características:  $HQLA_i = \sum_{k=1}^n (w_{i,k} * s_{i,k}) * 100$ . Donde  $w_{i,k}$  es el peso (grado de liquidez) que tiene el activo  $k$  del fondo  $i$  y  $s_{i,k}$  representa la proporción de ese activo en la cartera del fondo. Es decir, el índice HQLA es una media ponderada de la liquidez de los activos que componen la cartera del fondo. Los pesos atribuidos,  $w_{i,k}$ , se corresponden con los aplicados en Basilea III.

73 El  $CoES$  se define formalmente como:  $CoES_{i|j}(\alpha, \beta) = \int_0^u F_i^{-1}(v) dv$ , donde  $u = F_i^{-1}(CoVaR_{i|j}(\alpha, \beta))$  y  $F_i^{-1}$  es la función de distribución inversa de la variable  $i$ . Por su parte, el  $CoVaR$  toma un valor que cumple en este contexto:  $Pr(Flujo\ neto\ \%_i < CoVaR_{i|j}(\alpha, \beta) \mid Flujo\ neto\ \%_j < VaR_j(\alpha)) = \beta$ , donde  $VaR_j(\alpha)$  es el percentil  $\alpha$  de los flujos netos  $j$  que determina la severidad de los reembolsos condicionales, mientras que  $\beta$  es el percentil que determina la severidad de los reembolsos condicionados al escenario anterior. Por ejemplo, en un  $CoES(\alpha=\beta=\sqrt{5} \%)$  para calcular el *shock* de reembolso al que se tienen que enfrentar los fondos de cada una de las categorías, se ha tenido en cuenta el 22,36 % ( $\sqrt{5} \%$ ) de los mayores reembolsos de cada categoría seleccionados en los momentos en los que para todo el sector de fondos se ha producido el 22,36 % de mayores reembolsos.

estos fondos con problemas se ha comparado la cantidad de activos líquidos estimada para cada uno de ellos y el *shock* de reembolsos calculado.

Los resultados de este ejercicio continúan mostrando una alta resistencia en el mercado de fondos de inversión mobiliarios a los escenarios planteados. Como se observa en el cuadro 7, que representa el porcentaje de fondos (y de patrimonio) dentro de cada categoría que podría experimentar dificultades a la hora de atender los reembolsos en diferentes escenarios, tan solo existe una categoría en la que los fondos podrían experimentar problemas en alguno de los escenarios contemplados: la de renta fija corporativa de alto rendimiento. Estos fondos representan el 17,4 % de los fondos considerados en esta categoría y el 7,1 % del patrimonio de la muestra de fondos. El resto de las categorías no incluyen fondos con dificultades.

## Resultados de los test de estrés (flujos agregados)

CUADRO 5

%

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

| Escenarios                               | Soberano mayorista | Soberano minorista | Soberano y corporativo | Corporativo grado de inversión | Corporativo alto rendimiento | Renta variable mayorista | Renta variable minorista | Otros |
|------------------------------------------|--------------------|--------------------|------------------------|--------------------------------|------------------------------|--------------------------|--------------------------|-------|
| ES ( $\alpha = 3\%$ )                    | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 0,0                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |
| CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )   | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 0,0                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |
| CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )   | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 0,0                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |
| CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )   | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 0,0                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |
| CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{0,4}\%$ ) | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 17,4                         | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |

%

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

| Escenarios                               | Soberano mayorista | Soberano minorista | Soberano y corporativo | Corporativo grado de inversión | Corporativo alto rendimiento | Renta variable mayorista | Renta variable minorista | Otros |
|------------------------------------------|--------------------|--------------------|------------------------|--------------------------------|------------------------------|--------------------------|--------------------------|-------|
| ES ( $\alpha = 3\%$ )                    | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 0,0                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |
| CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$ )   | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 0,0                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |
| CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$ )   | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 0,0                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |
| CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$ )   | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 0,0                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |
| CoES ( $\alpha = \beta = \sqrt{0,4}\%$ ) | 0,0                | 0,0                | 0,0                    | 0,0                            | 7,1                          | 0,0                      | 0,0                      | 0,0   |

Fuente: CNMV.

- 1 RCR: Es la ratio de cobertura de reembolsos y se define como el cociente entre el volumen de activos líquidos de cada fondo y el tamaño del reembolso. Por tanto, aquellos fondos con  $RCR < 1$  se identifican como los que pueden experimentar problemas de liquidez de forma directa.
- 2 Este es el escenario central contemplado en el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). ES es el acrónimo de Expected Shortfall, que es una medida de riesgo que mide, en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. En este caso se considera el 3 % de mayores reembolsos.
- 3 El número de fondos que podrían presentar problemas de liquidez son 8, todos ellos pertenecientes a la categoría de renta fija de alto rendimiento.

El 22 de mayo de 2024, la Comisión Europea inició un proceso de consulta pública sobre la política macroprudencial en el ámbito de las entidades pertenecientes a la IFNB, con el objetivo de recabar la opinión de las autoridades europeas y de la industria sobre el marco normativo actual, e identificar áreas de mejora. En este sentido, las principales vulnerabilidades identificadas por la Comisión Europea son las derivadas de: i) los desajustes de liquidez, ii) un excesivo apalancamiento y, iii) las interconexiones entre entidades de la IFNB, así como entre entidades de la IFNB y del sector bancario.

La consulta propone posibles medidas para mitigar los riesgos identificados en el ámbito de los fondos del mercado monetario (FMM), el resto de los fondos de inversión abiertos (OEF, por sus siglas en inglés) y en otras entidades de la IFNB (entidades aseguradoras, fondos de pensiones, empresas de servicios de inversión e infraestructuras clave de los mercados). La consulta también plantea posibles alternativas para reforzar la coordinación y cooperación entre autoridades europeas en relación con la supervisión de estas entidades, así como en la aplicación de herramientas macroprudenciales.

La CNMV, de forma conjunta con las autoridades francesa (AMF), italiana (CONSOB) y austriaca (FMA), publicó, de forma previa al lanzamiento de la consulta europea, una posición común<sup>74</sup> identificando los cuatro elementos considerados prioritarios para reforzar el marco macroprudencial en el ámbito de la gestión de inversiones: i) disponibilidad amplia (y uso) de herramientas de gestión de la liquidez por parte de los fondos de inversión abiertos, ii) prohibición del uso de coste amortizado como criterio de valoración de activos por parte de los fondos de inversión monetarios (criterio que posibilita un valor liquidativo constante), iii) enfoque supervisor coordinado a nivel europeo sobre los grandes grupos de gestoras que operan de forma transfronteriza y iv) creación de un centro de datos común y compartido a nivel europeo entre supervisores del mercado de valores y los bancos centrales, que permita llevar a cabo pruebas de resistencia de todo el sistema financiero y de entidades específicas.

Por último, la CNMV a nivel individual ha respondido a la consulta europea incidiendo tanto en los aspectos mencionados en la posición común como en otros considerados relevantes para diseñar una política macroprudencial efectiva en el ámbito de las IIC. La opinión expresada por la CNMV se basa en su experiencia supervisora, que le ha permitido identificar aquellos elementos más útiles para mitigar los riesgos derivados de la actividad de los fondos de inversión. Estos serían:

- **Disponer de información continua y completa sobre la actividad de los fondos de inversión**, que posibilite un seguimiento constante de los riesgos de liquidez y apalancamiento de estas instituciones. La CNMV dispone de información mensual (con base en un modelo de reporte propio, desarrollado hace más de 30 años), lo que supone un pilar fundamental en su actividad de super-

74 AMF, CNMV, CONSOB y FMA (s.f.). «Un enfoque macroprudencial en la gestión de activos». Disponible en: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7b920a5366-d967-45be-95e1-2a2ba36839c6%7d>

visión y de análisis de riesgos de estas entidades. Actualmente no existe este mismo nivel de información armonizado a nivel europeo.

- **Crear un centro de datos compartidos a nivel de la Unión Europea** que posibilite a los supervisores el acceso a los datos de cualquier IIC domiciliada en la Unión. Este acceso permitiría mejorar la supervisión de la actividad transfronteriza, por ejemplo, en los supuestos de IIC domiciliadas en una jurisdicción que invierten en IIC domiciliadas en otra jurisdicción, o de IIC domiciliadas en una jurisdicción y comercializadas en otras.
- **Trasladar a la normativa comunitaria los criterios recogidos en las Recomendaciones del FSB (recientemente revisadas) sobre el riesgo de desajuste de liquidez;** por un lado, en lo relativo al alineamiento entre la frecuencia de los reembolsos de las IIC y el nivel de liquidez de los activos en los que invierten y, por otro, en el uso generalizado de herramientas de gestión de liquidez. Estos criterios se encuentran ya recogidos en el marco regulador de España, pero no así en un marco armonizado a nivel de la Unión Europea.
- **Promover una normativa armonizada sobre la valoración de activos de las IIC,** así como de cálculo del patrimonio y del valor liquidativo, que garantice que el precio por participación que paga o recibe un inversor en la suscripción/reembolso de participaciones está alineado con el valor de mercado de los activos subyacentes en los que invierte el fondo. Los desajustes entre ambos valores pueden desencadenar espirales de reembolsos cuando los inversores perciben que existe una ventaja en la venta de participaciones respecto al valor de mercado.
- **Potenciar el uso de métricas del apalancamiento estandarizadas en todas las IIC,** que permitan medir estos riesgos de forma congruente y comparable. La información recibida por las autoridades deberá ser coherente con estas métricas (o conjuntos de métricas), con el fin de que permita monitorizar adecuadamente esta fuente de riesgo.



