



Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2022

Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2022

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 web www.cnmv.es

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

ISSN (edición electrónica): 2695-5822

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

1	Resumen ejecutivo	9
2	Desarrollo de las principales magnitudes	13
2.1	Intermediación crediticia y financiación de las entidades pertenecientes a la IFNB	17
2.2	Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF	20
3	Intermediación financiera no bancaria	23
3.1	Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria	27
3.1.1	Función económica 1	28
3.1.2	Función económica 2	38
3.1.3	Función económica 3	39
3.1.4	Función económica 4	44
3.1.5	Función económica 5	45
3.2	Uso de herramientas macroprudenciales	48
3.2.1	Test de estrés	50

Índice de cuadros

Cuadro 1	Estructura del sistema financiero español	15
Cuadro 2	Estructura de otras instituciones financieras en España	16
Cuadro 3	Clasificación de la IFNB según funciones económicas	24
Cuadro 4	Estructura de la intermediación financiera no bancaria	26
Cuadro 5	Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2022	28
Cuadro 6	Apalancamiento de los fondos de la IFNB mediante el uso de derivados	37
Cuadro 7	Resultados de los test de estrés (flujos agregados)	54

Índice de recuadros

Recuadro 1	Mercados privados de capitales (<i>private finance</i>)	41
------------	---	----

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	17
Gráfico 4	Evolución de la intermediación crediticia	18
Gráfico 5	Pasivo de los bancos y las OIF	19
Gráfico 6	Evolución de la financiación mayorista	20
Gráfico 7	Interconexión entre bancos y OIF	21
Gráfico 8	Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de IFNB. 2022	25
Gráfico 9	Peso relativo de la IFNB	25
Gráfico 10	Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2022	26
Gráfico 11	Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB	29
Gráfico 12	Concentración en el sector de la inversión colectiva	30
Gráfico 13	Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión	31
Gráfico 14	Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión	32
Gráfico 15	Duración modificada media de la cartera de renta fija de las distintas tipologías de fondos de inversión	33
Gráfico 16	Riesgo de liquidez de los fondos de inversión: distribución de los activos HQLA. 2022	35
Gráfico 17	Apalancamiento indirecto en las distintas tipologías de fondos de inversión	36
Gráfico 18	Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito	38
Gráfico 19	Activos de las sociedades de valores y número de entidades	40
Gráfico 20	Evolución de los riesgos en las sociedades de valores	41
Gráfico 21	Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo	46
Gráfico 22	Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia	47
Gráfico 23	Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización	48
Gráfico 24	Disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez en los FI	50
Gráfico 25	Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría	52

1 Resumen ejecutivo

Esta publicación describe la evolución de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España en 2022 en relación con su tamaño y también con el grado de involucración en determinados riesgos. En el caso particular de los fondos de inversión, las entidades más relevantes cuantitativamente de la IFNB, se proporciona información sobre las herramientas de gestión de riesgos disponibles, haciendo hincapié en las de gestión de la liquidez, y en los últimos resultados de los test de estrés que se realizan periódicamente sobre el sector:

- El tamaño del sistema financiero español presentó un descenso del 6,9 % en 2022. Sus activos se situaron en 5,17 billones de euros, casi 4 veces el tamaño del PIB. Todos los grandes subsectores del sistema experimentaron descensos, que oscilaron entre el 2,2 % de los activos del sector bancario y el 8,6 % de los fondos de pensiones.
- Los activos de las otras instituciones financieras (OIF), grupo a partir del cual se delimita la IFNB, disminuyeron un 4,3 %, hasta 891.000 millones de euros, en 2022. La evolución de sus componentes fue heterogénea, pues se observaron descensos en el saldo vivo de las titulaciones y en el patrimonio de los fondos de inversión no monetarios, y ascensos en los activos de los establecimientos financieros de crédito y en los fondos monetarios. Las instituciones más relevantes de las OIF continuaron siendo los fondos de inversión (40 %), las instituciones financieras con actividad limitada (31 %) y las titulaciones (17 %).
- En 2022 se observó un nuevo descenso del grado de interconexión directa entre los bancos y las OIF, medida a través de los derechos de los bancos en relación con las OIF y de las obligaciones con estas entidades. En ambos casos esta interconexión pasó del 8 % del activo total bancario al 7 % y prolonga la senda descendente que comenzó en 2010. El canal de contagio de riesgos entre ambos tipos de entidades, al menos por la vía de la exposición directa, tiende a ser limitado.
- El importe de la medida estrecha de la IFNB en España, de acuerdo con el criterio definido por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) hace unos años, descendió un 8,6 % en 2022 hasta situarse en 300.000 millones de euros. Este importe supone únicamente el 6 % del sistema financiero total, proporción que se mantiene bastante estable desde 2014 y que resulta muy inferior a la que se observa, de media, en los países que analiza anualmente el FSB en su informe sobre la IFNB (próxima al 14 %). El 93 % de los activos de esta medida corresponde a instituciones de inversión colectiva (IIC, 91 % el año previo) y a distancia se encuentran las titulaciones

(3,8 %), los establecimientos financieros de crédito (2,4 %), las sociedades de garantía recíproca (0,5 %) y las sociedades de valores (0,3 %).

- No se observan vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera en las instituciones que forman parte de la IFNB. De hecho, en el caso de los fondos de inversión, algunos indicadores de riesgo relacionados con el riesgo de crédito y de liquidez apuntan a una mejoría respecto de los datos de 2021. Esta mejoría se explica, sobre todo, por el aumento de las tenencias de deuda pública en las carteras de los fondos, en consonancia con el notable incremento del rendimiento de estos activos durante 2022. Las carteras de inversión con una mayor proporción de deuda pública están sometidas, en términos generales, a un riesgo de crédito más reducido y muestran condiciones de liquidez más favorables. Por otra parte, el apalancamiento medio estimado para los fondos de la IFNB continuó siendo muy reducido y alejado de los valores máximos que establece la normativa. No se observa un uso generalizado ni intenso de este, por lo que el grado de apalancamiento del sector no es relevante en la actualidad desde el punto de vista de la estabilidad financiera.
- En relación con la disponibilidad y el uso de herramientas de gestión de la liquidez por parte de los gestores de fondos de inversión españoles, cabe destacar: i) la elevada disponibilidad de herramientas en los documentos de los fondos y ii) su uso adecuado en los momentos necesarios, siempre dentro de un marco de comunicación permanente y fluida entre la CNMV y las sociedades gestoras. En cuanto a la disponibilidad de herramientas, los últimos datos recopilados muestran, por ejemplo, que el 84 % de los fondos de inversión (en términos de patrimonio) tiene establecida en su folleto la posibilidad de exigir preavisos de hasta 10 días hábiles cuando los reembolsos superen los 300.000 euros y que el 41 % tiene establecido, bien en el folleto, o bien mediante comunicación por hecho relevante, la posibilidad de usar un mecanismo de *swing pricing*. En cuanto al uso de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos en España en 2022, cabe destacar que, en el contexto de la guerra entre Rusia y Ucrania, un total de cinco instituciones activaron el mecanismo de reembolsos parciales como consecuencia de la exposición a activos suspendidos de negociación. El fomento de la disponibilidad y uso de las herramientas de gestión de la liquidez de los fondos, especialmente de aquellas denominadas antidilutivas, continúa siendo una prioridad entre los trabajos internacionales en el ámbito de la IFNB, destacando los del FSB y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).
- Los fondos de inversión continúan mostrando un grado elevado de resistencia, de acuerdo con los resultados de las pruebas de estrés periódicas que la CNMV realiza sobre estas instituciones. Estas pruebas simulan escenarios teóricos muy severos en términos de reembolsos y evalúan cuántos fondos podrían atender el incremento de reembolsos teórico con la proporción de activos líquidos que se estima para cada uno de ellos. El último ejercicio llevado a cabo revela que bajo el escenario más severo (hasta 19 veces más severo que el observado en la peor semana de la crisis del COVID-19) solo 8 fondos, 4 de ellos pertenecientes a la categoría de renta fija de alto rendimiento y otros 4 en la categoría de «Otros», podrían experimentar dificultades a la hora de atender dichos reembolsos. El patrimonio de estos fondos representa el 0,24 % del patrimonio total de los fondos de la muestra.

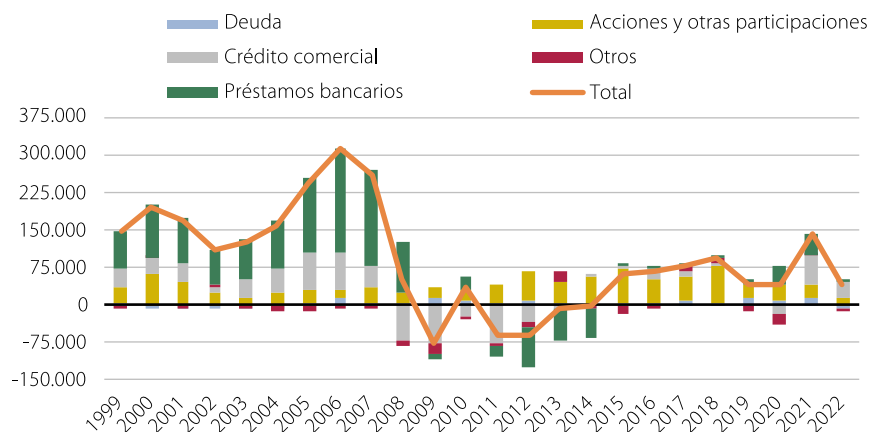
- Este monitor incluye un recuadro que trata un tema de especial interés: los mercados privados de capitales (*private finance*), un ámbito de financiación que ha crecido de forma notable en los últimos años y que, aunque formalmente no se considera parte de la IFNB, suscita gran interés entre los reguladores y otros participantes en los mercados.

2 Desarrollo de las principales magnitudes

La financiación de las sociedades no financieras se vio afectada en 2022 por el sensible incremento de los tipos de interés. El encarecimiento generalizado de la financiación¹ dio lugar no solo a un descenso del volumen de recursos obtenidos por las sociedades (en términos netos) en dicho ejercicio —que se situó en 43.500 millones de euros, frente a 142.850 millones en 2021—, sino a una recomposición de las fuentes de financiación. Así, como puede observarse en el gráfico 1, se produjo un descenso significativo de los recursos procedentes de los préstamos bancarios, de manera que la financiación corporativa se sustentó sobre todo en el crédito comercial y en la partida de «Acciones y otras participaciones». El patrón observado en 2022 es similar al visto en periodos anteriores de incertidumbre, caracterizados por moderación o caída de la financiación tradicional obtenida a través del canal bancario y recurso mayoritario al crédito entre compañías. Asimismo, confirma el carácter menos procíclico de la financiación vía mercados, que bajo la forma de acciones y participaciones² supuso más del 30 % de la financiación total³ de estas compañías.

Financiación de las sociedades no financieras

GRÁFICO 1



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

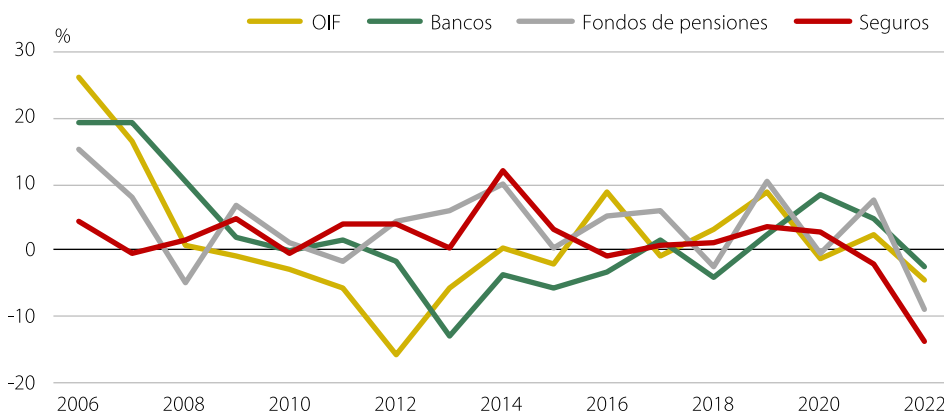
- 1 El tipo de interés aplicado por las instituciones financieras monetarias a las nuevas operaciones de crédito de las sociedades no financieras ha pasado del 1,24 % en 2021 al 3,37 % en 2022 y al 4,96 % en 2023 (dato de septiembre). Por su parte, los tipos de interés de las emisiones de pagarés, de media, se incrementaron 200 puntos básicos (p.b.) a lo largo del año, y los de la renta fija a 10 años lo hicieron más de 250 p.b.
- 2 Este epígrafe también recoge la financiación obtenida a través de los beneficios retenidos de las entidades.
- 3 No es el caso de la financiación obtenida en los mercados de deuda, que, en términos netos —es decir, descontando los vencimientos producidos en el año—, se situó en terreno negativo.

El tamaño del sistema financiero en España se situó en 5,17 billones de euros a finales de 2022 (casi 4 veces el tamaño del PIB), lo que supone un 6,9 % menos que en 2021. La disminución del volumen de activos del sistema financiero en su conjunto se explica por el retroceso de la mayoría de los grandes sectores que lo conforman, a saber: los bancos, los seguros, los fondos de pensiones, los auxiliares financieros y el agregado «Otras instituciones financieras», conocidas como OIF. Como se observa en el gráfico 2 y el cuadro 1, las caídas oscilaron entre el 2,2 % del sector bancario y el 8,6 % de los fondos de pensiones⁴. En cambio, los activos de los auxiliares financieros aumentaron un 2,3 %, si bien continuaron representando apenas un 0,7 % de los activos totales del sistema.

En términos absolutos, las variaciones más relevantes se observaron en las entidades de depósito, los seguros y las OIF. Los descensos en el volumen de los activos de estos sectores oscilan entre los 40.373 millones de las OIF y los casi 55.000 millones de las entidades de depósito. Aun así, el sector continuó siendo el más importante del sistema en términos cuantitativos y además incrementó dicha relevancia entre 2021 y 2022 (al pasar del 52,2 % al 54,8 %). El siguiente sector en importancia (exceptuando los activos del banco central) fue el de las OIF, con un volumen de activos que suponía cerca del 17 % del sistema total a finales de 2022, ligeramente por encima del porcentaje de 2021. La evolución de este último sector es de particular importancia, pues es la base a partir de la cual se delimita la IFNB.

Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España.

4 Se exceptúan del análisis los activos del banco central, que disminuyeron un 18,4 % en 2022, pues sus movimientos se explican por las operaciones de la política monetaria.

Millones de euros

	Banco		Fondos de		Auxiliares		
	central	Bancos	Seguros	pensiones	financieros	OIF	Total
Tamaño en 2022 (millones)	979.501	2.835.078	279.360	147.295	37.025	891.522	5.169.782
Tamaño en 2021 (millones)	1.200.033	2.899.352	323.191	161.241	36.187	931.895	5.551.900
% del total (2022)	18,9	54,8	5,4	2,8	0,7	17,2	100,0
Crecimiento 2022 (%)	-18,4	-2,2	-13,6	-8,6	2,3	-4,3	-6,9

Fuente: CNMV y Banco de España.

Como es habitual en esta serie de informes, la IFNB que se presenta sigue la aproximación que propone el FSB, que parte de un agregado no bancario amplio e identifica a las entidades en función de la realización de alguna de cinco funciones económicas previamente definidas⁵. Esta aproximación difiere de otras como, por ejemplo, la que realiza la Junta Europea de Riesgo Sistemático (ESRB), que trata la IFNB como un agregado más amplio y genérico que se corresponde básicamente con las OIF⁶. Además, la Junta Europea de Riesgo Sistemático (ESRB) no solo describe qué entidades pueden considerarse parte de la IFNB, sino que también describe actividades que igualmente formarían parte de esta.

Siguiendo con el proceso analítico que parte del sistema financiero en su conjunto hasta el ámbito de la IFNB, cabe describir la evolución del agregado no bancario del sistema en España, formado por todas las entidades financieras exceptuando las del sector bancario (y el banco central). El volumen de activos de este agregado se situó en 1,35 billones de euros en 2022, un 6,7 % menos que en 2021. El hecho de que la tasa de disminución fuera similar a la del sistema financiero en su conjunto hizo que la relevancia del agregado en el sistema se mantuviera estable, algo por encima del 26 %. Esta estabilidad contrasta con el aumento de la relevancia del sector bancario ya comentada (del 52,5 % al 54,8 %) y el retroceso de los activos correspondientes al banco central (del 21,6 % al 19 %). La importancia del agregado financiero no bancario en otras jurisdicciones es mayor que en España, donde el grado de bancarización de la economía continúa siendo muy elevado. Así, por ejemplo, la relevancia del sector bancario que se observa en las economías avanzadas que analiza el FSB anualmente en su informe sobre la IFNB es del 32,5 %⁷ en promedio.

Las OIF, germen de la IFNB, continúan siendo las entidades más relevantes del agregado no bancario, con unos activos de 891.500 millones de euros en 2022, un 66 % de dicho agregado. Dentro de las OIF, siguen destacando por su volumen de activos los fondos de inversión (con más de 353.000 millones de euros), las instituciones financieras con actividad limitada (con 274.000 millones) y las titulaciones (con 149.500 millones). En términos relativos representan el 40 %, el 31 % y el 17 %, respectivamente, del total de las OIF. La evolución de los tipos de entidades que conforman las OIF fue heterogénea: los descensos más relevantes se produjeron en las titulaciones (-9,2 %), en línea con el comportamiento observado en años anteriores, y en los fondos de inversión no monetarios (-6,5 %), que experimentaron un

5 Estas funciones están descritas y cuantificadas para el caso español en el cuadro 3 de este informe.

6 Véase el último informe disponible en: [esrb.nbf202306~58b19c8627.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/es/~/media/2023/06/202306-58b19c8627-en.pdf) (europa.eu)

7 Datos de 2021.

descenso notable del valor de mercado de su cartera en 2022⁸. También se observó una reducción del volumen de activos de las instituciones financieras con actividad limitada. Por el contrario, los establecimientos financieros de crédito y los fondos del mercado monetario (estos últimos, de forma más limitada) se expandieron en 2022 (véase cuadro 2).

Estructura de otras instituciones financieras en España

CUADRO 2

Millones de euros

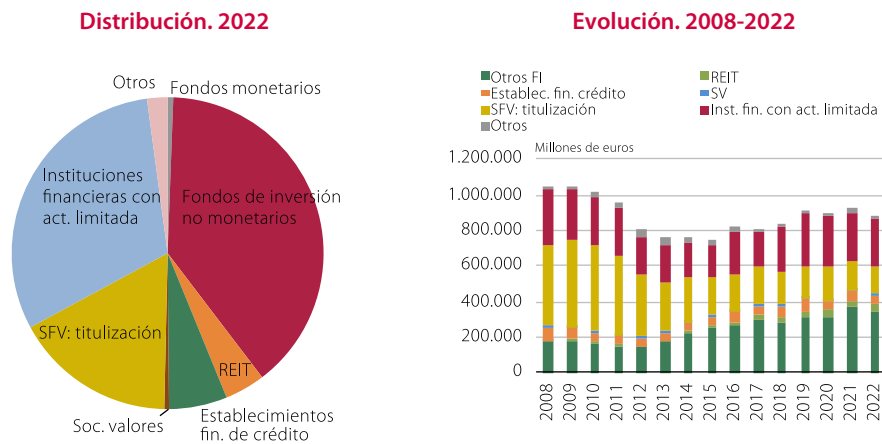
	Fondos de inversión no monetarios	Fondos de inversión monetarios	Instituc. financieras		Establec. financ.				Total
			con act. limitada	SFV: titulización	Sociedades de valores	de crédito	REIT	Otras	
Tamaño en 2022 (millones)	348.140	5.237	274.233	149.543	4.339	53.756	37.330	18.945	891.522
Tamaño en 2021 (millones)	372.205	4.459	276.450	164.723	4.372	50.795	37.048	21.843	931.895
% del total (2022)	39,1	0,6	30,8	16,8	0,5	6,0	4,2	2,1	100,0
Crecimiento 2022 (%)	-6,5	17,4	-0,8	-9,2	-0,8	5,8	0,8	-13,2	-4,3

Fuente: CNMV y Banco de España.

En el ámbito internacional, también se observa una clara preponderancia de los fondos de inversión y de las instituciones financieras con actividad limitada, aunque con una diferencia mucho mayor entre ellos que en España, ya que representan algo menos del 50 % y el 20 %, respectivamente, de los activos agregados de las OIF⁹. Por el contrario, otras entidades como las sociedades de valores son más relevantes que en nuestro país, con un peso cercano al 10 %, al contrario que las titulaciones, que apenas suponen el 4,5 % de este sector.

8 El rendimiento de los fondos de inversión en el conjunto de 2022 fue del -9 % y osciló entre el -5 % de los fondos de retorno absoluto y el -13,1 % de los fondos de renta variable internacional.

9 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 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 %.



Fuente: CNMV y Banco de España.

Las entidades de las OIF que se consideran parte de la IFNB en sentido estricto por desarrollar determinadas funciones económicas definidas por el FSB (y que se describen en el epígrafe siguiente) son los fondos de inversión (aunque no todos¹⁰), los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) para la titulización, las sociedades de valores y los establecimientos financieros de crédito. Por el contrario, las entidades de las OIF que no pertenecen a la medida estrecha de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT¹¹), las cámaras de contrapartida central (CCP por sus siglas en inglés) y las entidades de capital riesgo. Del volumen total de activos de las OIF (891.500 millones), 405.000 millones corresponden a entidades que no forman parte de la IFNB. Del importe restante es necesario descontar más de 188.000 millones por consolidación en bancos para alcanzar la medida estrecha de la IFNB (que en 2022 se situó en 300.000 millones de euros, véase gráfico 8).

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

En este epígrafe se ofrece una visión general del grado de implicación de los intermediarios financieros no bancarios en la intermediación crediticia. Así, se presentan tanto las cifras correspondientes a la financiación concedida por parte de 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 2022, la intermediación crediticia del sistema financiero en su totalidad se redujo un 4 %, hasta poco más de 3,1 billones de euros. En todos los sectores se observó un descenso de esta variable, aunque con magnitudes notablemente distintas, que fue provocado, al menos en parte, por el descenso en el valor de los activos de renta fija. De todos, el sector bancario es, con diferencia, el subsector que posee un mayor volumen de activos crediticios, que casi alcanzaron los 2,4 billones

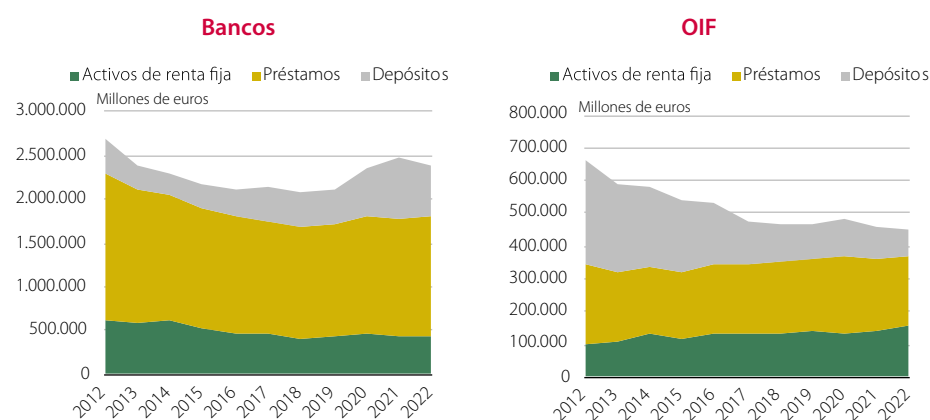
10 Los fondos de renta variable no forman parte de la medida estrecha de la IFNB.

11 Real Estate Investment Trusts.

de euros durante el año pasado (-3,4 % en 1 año), siendo los préstamos los que representan un mayor porcentaje (57,2 %, véase panel izquierdo del gráfico 4). En el caso de las OIF, los activos crediticios se redujeron a lo largo de 2022 tan solo un 0,9 % y se situaron al cierre del ejercicio en 453.000 millones de euros, un 50,8 % de sus activos financieros totales. Dentro de las OIF, las entidades más importantes en términos de intermediación crediticia son los fondos de inversión y los vehículos de titulización, con un 38,4 % y un 32,3 % del total, respectivamente. Sin embargo, la composición es muy distinta entre los dos tipos de vehículos: mientras que en los fondos de inversión casi la totalidad corresponde a activos de renta fija (más del 85 %), en la titulización los activos crediticios se corresponden con los préstamos titulizados por estas entidades.

Evolución de la intermediación crediticia

GRÁFICO 4

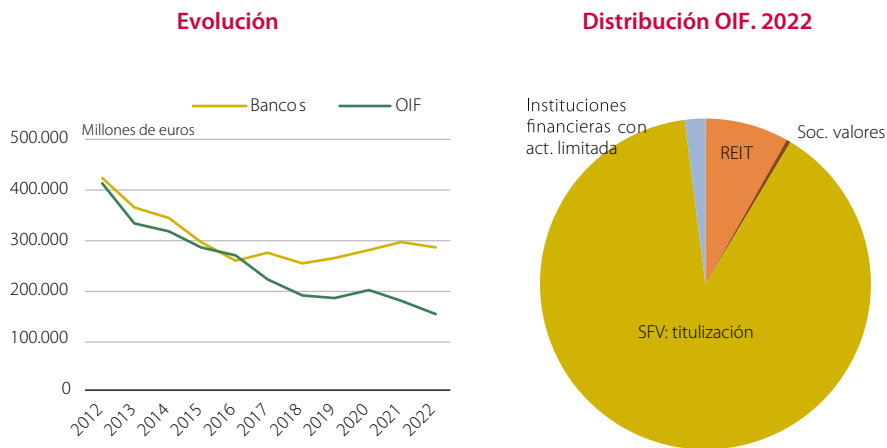


Fuente: CNMV y Banco de España.

En relación con la financiación recibida por parte de las entidades del sistema financiero, las cifras son significativamente inferiores a las de la financiación concedida. Así, el endeudamiento¹² conjunto ascendía a casi 450.000 millones de euros a finales de 2022, correspondiendo prácticamente la totalidad a bancos y OIF. El endeudamiento de los bancos estaba ligeramente por debajo de los 284.000 millones de euros, mientras que el de las OIF se situaba por encima de los 163.000 millones (véase panel izquierdo del gráfico 5). En ambos casos, esta variable ha ido disminuyendo de forma significativa en los últimos 10 o 12 años, aunque llegó a superar los 500.000 millones en el caso de los bancos y los 600.000 millones en el caso de las OIF. Dentro de estas últimas entidades, como se puede observar en el panel derecho del gráfico 5, los fondos de titulización son los responsables de la mayor parte de las obligaciones de las OIF, con casi un 90 % del total, debido a la propia naturaleza de su actividad¹³.

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

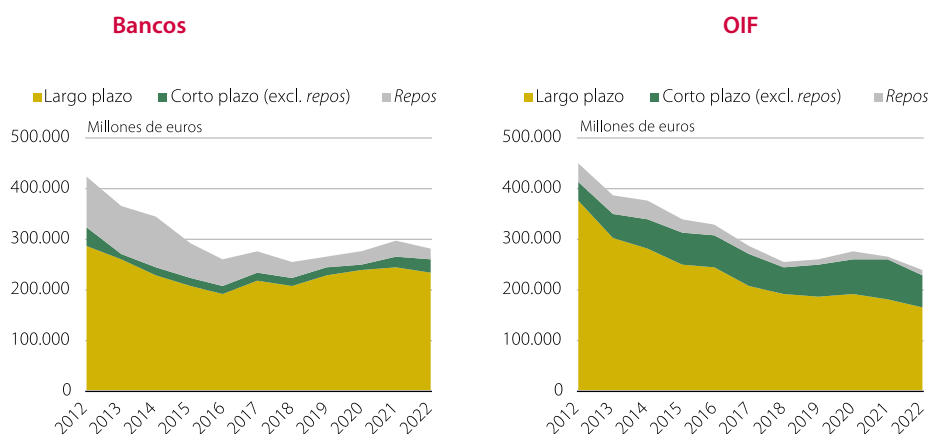
13 Prácticamente la totalidad del pasivo la componen los bonos o pagarés de titulización emitidos por el propio vehículo.



Fuente: CNMV y Banco de España.

Dentro del pasivo, la financiación mayorista es una de las fuentes más relevantes de obtención de recursos. 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 ende, contribuir a la prociclicidad del sistema.

Las OIF españolas, como puede verse en el panel derecho del gráfico 6, han ido disminuyendo su dependencia de la financiación mayorista en los últimos años (con un leve repunte en 2019 y 2020), hasta situarse a finales de 2022 en poco más de 237.000 millones de euros, un 26,6 % del total de los activos financieros de estas entidades (28,7 % en 2021), porcentaje que, como cabría esperar, es superior al de los bancos, que superaba ligeramente el 10 %. Del total de estas obligaciones, la financiación a largo plazo es la fuente predominante para las OIF, con un porcentaje del 68,5 % del total de la financiación mayorista en 2022, un peso muy similar al de 2021. En el caso de las entidades bancarias, este porcentaje se situaba al cierre de 2022 en el 82,2 % (véase panel izquierdo del gráfico 6).



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, en los últimos años. Así, en 2022, la financiación mediante *repos* estaba por debajo de los 7.000 millones de euros, tan solo un 2,9 % de la financiación mayorista. En el caso de los bancos este tipo de financiación mediante *repos* se situaba en 2022 en el 8,7 %, con alrededor de 24.500 millones de euros, después de haber disminuido casi 9.000 millones en 1 año.

2.2 Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF

Para determinar los riesgos que los distintos sectores financieros suponen para la estabilidad financiera, además de su tamaño, es importante conocer las interrelaciones existentes entre ellos, especialmente en periodos de estrés, ya que son canales a través de los cuales se puede producir un contagio de riesgos. En el presente informe se analiza la interconexión directa entre los sectores financieros relevantes para el estudio realizado a través de las posiciones bilaterales existentes entre ellos, es decir, se ha calculado la interconexión entre los bancos y las OIF en función de los derechos y las obligaciones que tienen unos con los otros, todo ello en relación con los activos totales de los bancos (véase gráfico 7¹⁴).

A finales de 2022, como puede observarse en el panel izquierdo del gráfico 7, los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF») representaban el 7,0 % del activo bancario¹⁵, situándose por debajo de los 200.000 millones de euros, lo que supone una disminución del 8,5 % en relación con el año anterior y de casi el 60 % desde los máximos alcanzados en 2010. En el lado

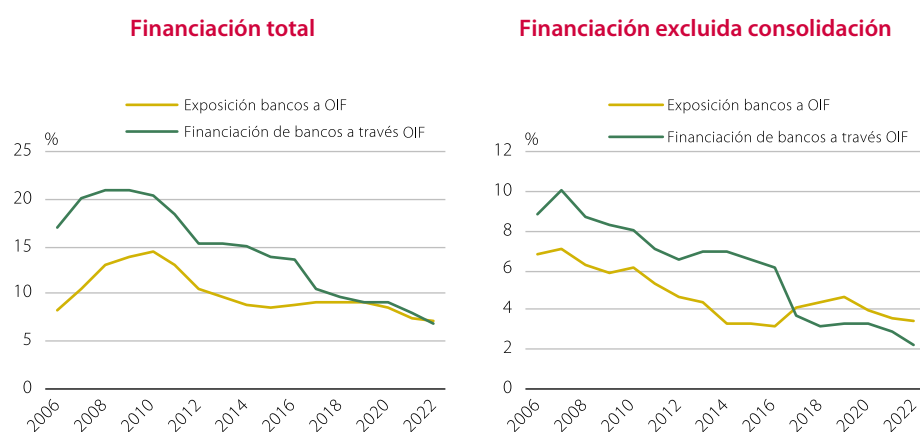
14 También se producen conexiones de forma indirecta entre los sectores financieros, que suceden cuando dos entidades poseen activos de la misma entidad o el precio de sus acciones o valores de deuda tiene, por distintas razones, un comportamiento muy similar.

15 Esta misma cifra suponía un 22,1 % del activo de las OIF.

opuesto, las cifras correspondientes a las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación de bancos a través de OIF») también muestran un descenso, en este caso del 15,0 %, si las comparamos con las de 2021, por lo que cerraron 2022 en 192.500 millones de euros. Si se eliminan del análisis los derechos u obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios¹⁶, los porcentajes mencionados se reducen: en el caso de los derechos bancarios, hasta el 3,5 % del activo de los bancos, cifra similar a la de 2021, y hasta el 2,2 % en el de las obligaciones bancarias con las OIF (2,9 % un año antes).

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

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV y Banco de España.

La interconexión de las OIF con el resto de los subsectores del sistema financiero es muy inferior a la que existe con los bancos, siendo la relación con otras entidades pertenecientes al mismo grupo la más relevante. Además, esta cifra aumentó de forma significativa en 2022, ya que se situó en más de 41.000 millones de euros, lo que supone un incremento de 6.000 millones en 1 año. Las obligaciones con las compañías de seguros, segundas en importancia, estaban ligeramente por debajo de los 20.000 millones de euros a finales de 2022, mientras que los derechos con estas eran de 13.000 millones.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, también es importante analizar las relaciones que existen entre los subsectores financieros y los sectores no financieros para entender cuáles podrían ser los efectos de un periodo de dificultades financieras para la economía real. En este sentido, los bancos son, con mucha diferencia, los que muestran una mayor interconexión con los agentes no financieros de la economía española¹⁷, con unas obligaciones totales de más de 1,5 billones de euros (1 billón de euros tan solo con los hogares) y unos derechos que ascendían a una cifra similar. Para las OIF, la relación más significativa se produce, en el caso de las

16 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.

17 Los agentes no financieros están compuestos por los hogares, las Administraciones públicas (AA. PP.) y las empresas no financieras.

obligaciones de estas entidades, con los hogares, con un total de 272.000 millones de euros al cierre de 2022, correspondiendo más del 95 % a los fondos de inversión. Con respecto a los derechos de las OIF, la relación más significativa se produce con las sociedades no financieras, con casi 200.000 millones de euros, y en este caso es especialmente importante la cifra de las instituciones financieras con actividad limitada, con un 72 % del total.

3 Intermediación financiera no bancaria

Según se ha explicado en la sección anterior, la delimitación de las entidades que conforman la IFNB en España se realiza empleando el criterio que el FSB desarrolló en 2013, por el cual se definieron cinco funciones económicas¹⁸. Aquellas entidades cuya actividad pueda englobarse dentro de una de estas cinco funciones formarán parte de la medida de la IFNB¹⁹. El cuadro 3 define brevemente estas funciones y las entidades que, en el caso español, forman parte de estas y cuantifica los activos de dichas entidades. En la actualidad, las entidades más relevantes en términos cuantitativos son las que pertenecen a la función económica 1 (gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos), con el 57,2 % de los activos del total de las cinco funciones, y las de la función económica 5 (intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras), con el 30,6 %. Del resto de las funciones económicas únicamente cabe resaltar las entidades de la función 2 (concesión de préstamos dependientes de la financiación a corto plazo), cuyos activos suponen el 11 % del total.

Es importante recordar que la composición de la IFNB en España de acuerdo con estas funciones ha cambiado de forma sustancial en los últimos años: las entidades que forman parte de la función económica 1, que son fundamentalmente fondos de inversión, han pasado de representar el 22,3 % de este agregado en 2010 al 57,2 % en 2022, mientras que las entidades de la función 5, las titulizaciones, han pasado del 69 % al 30,6 % en el mismo periodo. Las entidades de la función 2 también han visto aumentar su relevancia, con cierta irregularidad en el tiempo, desde el 7,4 % hasta el 11 %.

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

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

Clasificación de la IFNB según funciones económicas

CUADRO 3

Funciones económicas	Definición	Entidades pertenecientes	Tamaño en millones de euros (% en total IFNB), % var. 2021
EF1	Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos	Fondos monetarios, fondos de renta fija, fondos mixtos ¹ , fondos de inversión libre (<i>hedge funds</i>) y SICAV	279.150 (57,2 %) -6,3 %
EF2	Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo	Establecimientos financieros de crédito	53.756 (11,0 %) 5,8 %
EF3	Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada	Sociedades de valores	4.339 (0,9 %) -0,8 %
EF4	Entidades que realizan una actividad de <i>facilitación</i> a la creación de crédito	Sociedades de garantía recíproca	1.473 (0,3 %) 5,3 %
EF5	Intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras	Vehículos de propósito especial (SFV) cuyo objeto es la titulización de activos	149.543 (30,6 %) -9,2 %

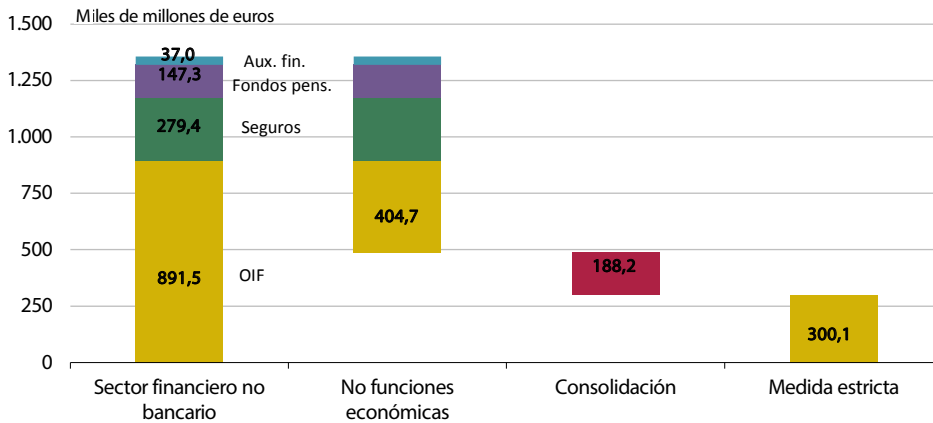
Fuente: CNMV y Banco de España.

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

El importe de la medida estrecha de la IFNB en España ascendería a 300.000 millones de euros en 2022, por debajo de los 328.000 millones de 2021 (-8,6 %). El gráfico 8 representa el modo de obtención de la medida estrecha de la IFNB a partir del agregado no bancario. El proceso pasa por excluir a las entidades de seguros, los fondos de pensiones y los auxiliares financieros y también a las entidades de las OIF que no realizan ninguna función económica²⁰. Además, se incorporan algunas entidades que no forman parte de las OIF y sí de la IFNB (en el caso español se trata de las sociedades de garantía recíproca, cuyos activos son muy poco relevantes). Finalmente, se excluyen las entidades que, a pesar de pertenecer a una de las funciones económicas descritas, consolidan en grupos bancarios²¹.

20 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 REIT, las CCP y las entidades de capital riesgo.

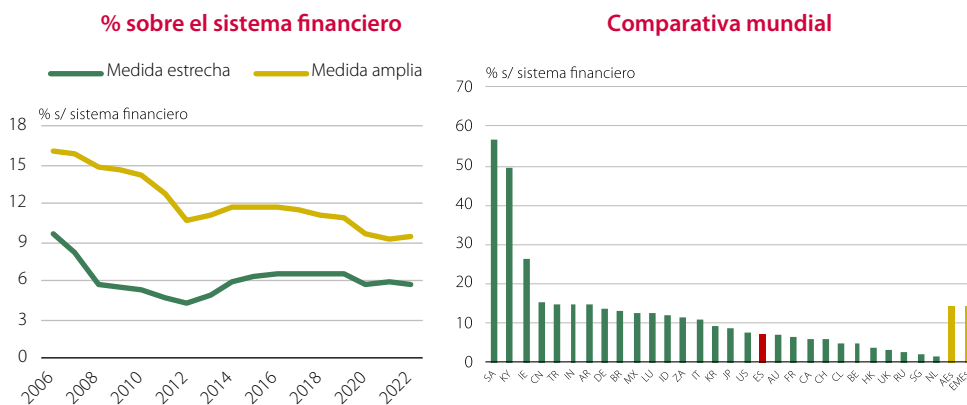
21 La consolidación bancaria viene dada fundamentalmente por dos motivos: i) la entidad en cuestión está controlada por un banco o ii) los activos pertenecientes a la entidad están, a su vez, en el balance del banco (por tanto, sujetos a la regulación bancaria). Este último caso sería el de los vehículos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



Fuente: CNMV y Banco de España.

Los activos de la IFNB han mostrado gran estabilidad durante los últimos años tanto en términos absolutos como relativos. En términos absolutos, la medida estrecha de la IFNB oscila alrededor de los 300.000 millones de euros desde 2016 y, en términos relativos, esta medida supone en torno al 6 % del sistema financiero total desde 2014 (véase panel izquierdo del gráfico 9). Por tanto, la relevancia de la IFNB desde el punto de vista cuantitativo es reducida en relación con el sistema financiero español y también si se compara con otros países de referencia. Según el último informe publicado por el FSB, la medida estrecha de la IFNB de los países analizados se sitúa, en términos agregados, alrededor del 14 % del sistema financiero total (véase panel derecho del gráfico 9).

Peso relativo de la IFNB



Fuente: CNMV y Banco de España.

Los activos totales de las cinco funciones económicas supusieron 488.000 millones de euros en 2022, un 6 % menos que en 2021. Como se observa en el cuadro 4, las entidades de las funciones económicas 1 y 5 (EF1 y EF5) concentraron el 88 % del total de los activos de las 5 funciones, un porcentaje preponderante pero ligeramente inferior al de 2021 pues se produjo un retroceso de la magnitud de los activos superior al de la media: los de la EF1 (fondos de inversión) cayeron un 6,3 % y los de la EF5 (titulizaciones) lo hicieron un 9,2 %. Por el contrario, los activos de la EF2 (establecimientos financieros de crédito) y de la EF4 (sociedades de garantía

recíproca) experimentaron avances del 5,8 % y 5,3 %, respectivamente, que los dejaron en el 11 % y el 0,4 % del total de estas funciones. Finalmente, los activos de la EF3 (sociedades de valores) apenas presentaron cambios (-0,8 % en 2022) y su participación alcanza escasamente el 1 % de este agregado²².

Estructura de la intermediación financiera no bancaria

CUADRO 4

Millones de euros

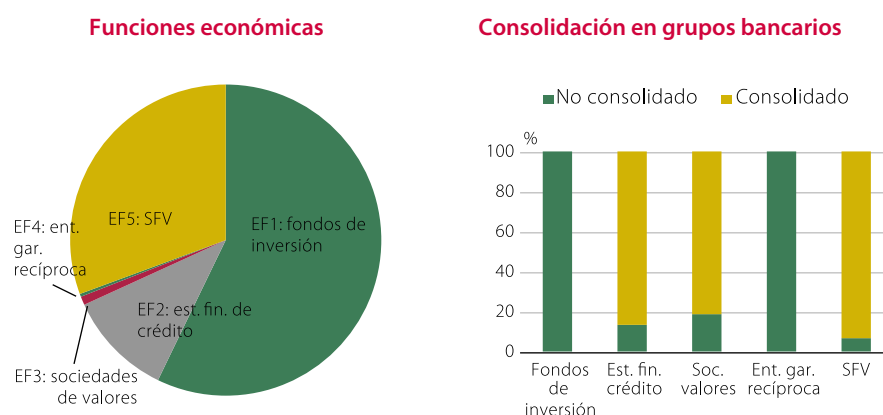
	EF1	EF2	EF3	EF4	EF5	Agregado de las cinco funciones	IFNB (estrecha)
Tamaño en 2022 (millones)	279.150	53.756	4.339	1.473	149.543	488.261	300.060
Tamaño en 2021 (millones)	298.074	50.795	4.372	1.399	164.723	519.363	328.184
% del total (2022)	57,2	11,0	0,9	0,3	30,6	-	-
Crecimiento 2022 (%)	-6,3	5,8	-0,8	5,3	-9,2	-6,0	-8,6

Fuente: CNMV y Banco de España.

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. Los porcentajes de consolidación oscilan entre el 80 % de las sociedades de valores y el 92 % de las titulizaciones (véase panel derecho del gráfico 10). Las entidades de la EF1, que son las más relevantes, no se ven afectadas por esta consolidación. Por eso, tras el descuento de los activos que consolidan en grupos bancarios, cuyo importe total es de 188.00 millones de euros, la relevancia de los activos de la EF1 se incrementa aún más, hasta el 93 % de la medida estrecha de la IFNB. El resto de las funciones se repartiría entre las titulizaciones (EF5) con un 3,8 %, los establecimientos financieros de crédito (EF2) con un 2,4 %, las sociedades de garantía recíproca (EF4) con un 0,5 % y las sociedades de valores (EF3) con un 0,3 %.

Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2022

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV y Banco de España.

22 Cabe recordar que en el ejercicio anterior esta función experimentó un descenso acusado como consecuencia de la baja de una entidad de gran tamaño.

3.1 Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria

En este epígrafe se plantea una aproximación sobre la valoración del riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento de las entidades más relevantes en términos cuantitativos de cada función económica de la IFNB. Por tanto, el análisis se ofrece sobre varias categorías de fondos de inversión, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV²³.

La intensidad de los riesgos analizados para cada tipo de entidad²⁴ que se expone en el cuadro 5 presenta pocos cambios en el tiempo, puesto que está determinada, en parte, por la propia naturaleza de las entidades. Sin embargo, es relevante incidir en los riesgos en los que se observa un mayor grado de involucración, que son, sobre todo, los riesgos de crédito y de liquidez, y estudiar no solo su evolución en el tiempo, sino también la de otros indicadores que permiten enriquecer el análisis y su distribución por entidades. Puede observarse, por ejemplo, que el riesgo de crédito habitualmente se califica como alto o muy alto, dado que la mayor parte de las entidades de la IFNB invierte una parte considerable de su activo en activos de deuda o en créditos. Sin embargo, en este caso es importante considerar la tipología de los activos en los que se invierte y, en el caso de los de renta fija, analizar tanto la evolución de su calificación crediticia como su sensibilidad a la variación de los tipos de interés, circunstancia que es especialmente importante desde 2022.

No se observan vulnerabilidades notables en los fondos de inversión en ninguno de los riesgos financieros considerados en este análisis. Como se explica más adelante, muchos de los indicadores de riesgo calculados han mejorado respecto al año previo, debido, en gran parte, al aumento de la exposición de los fondos a activos de deuda soberana. El contexto de aumento de tipos ha dado lugar a un cambio en la cartera media de los fondos, con más activos de deuda pública, que, en general, mejoran las condiciones de liquidez de las carteras, así como su calidad crediticia. Además, se constata una disminución de la duración modificada²⁵ de las carteras, que reduce su sensibilidad ante escenarios de aumento de los tipos de interés y, finalmente, la ratio de apalancamiento neta continuó en valores medios muy reducidos y alejados del límite establecido por la legislación (100 %). No se considera que exista un uso del apalancamiento preocupante desde el punto de vista del riesgo sistémico.

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

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

25 A diferencia de la duración, que se mide en años y se corresponde con el plazo efectivo hasta el vencimiento de un activo, la duración modificada mide la variación porcentual en el precio de dicho activo ante un aumento de 100 p.b. de los tipos de interés.

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Riesgo de crédito	●	●	●	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	●	○	○	○	●
Liquidez de los activos ¹	●	●	●	●	●	●
Apalancamiento ²	○	○	○	●	●	●
Interconectivi- dad con el siste- ma bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa ^{3,4} (%)	1,1	20,2	31,7	11,0	0,9	30,6

Fuente: CNMV. 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, 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

Las IIC pertenecientes a la EF1 representaban en España el 93 % del total de la medida estrecha de la IFNB a finales de 2022, por lo que, a pesar del ligero descenso patrimonial, continúa la tendencia al alza observada desde 2010. Teniendo en cuenta la definición de función económica 1 (EF1) proporcionada en epígrafes anteriores²⁶, en España formarían parte de esta los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos²⁷, los fondos de inversión libre (*hedge funds*²⁸) y las SICAV. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 11, el patrimonio de los fondos de la IFNB experimentó un retroceso del 6,3 % en 2022, que tuvo su origen en la contracción del valor de la cartera de estos vehículos, ya que las suscripciones netas fueron positivas a lo largo del ejercicio siguiendo la tendencia de 2021.

26 Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos.

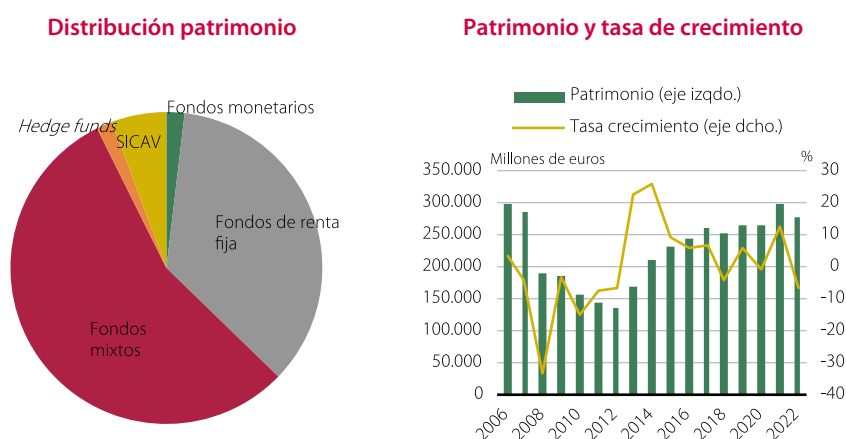
27 Véase nota 1 del cuadro 3.

28 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).

La importancia relativa de los distintos vehículos incluidos en la EF1 muestra algunos cambios respecto a ejercicios anteriores: aunque los fondos mixtos continuaron representando más de la mitad de los activos de esta función (55,4 %²⁹), este porcentaje se redujo más de 3 puntos porcentuales (p.p.) en relación con 2021, mientras que los fondos de renta fija pasaron de un peso del 29,0 % al 35,4 % (véase panel izquierdo del gráfico 11). Estos cambios se produjeron como consecuencia de las elevadas suscripciones netas durante todo 2022 en los fondos de renta fija³⁰ (superiores a 18.000 millones de euros), que compensaron con creces la pérdida de valor de la cartera de inversiones. En el caso de las SICAV, el peso relativo se redujo casi a la mitad, del 9,6 % al 5,7 %, debido a la importante contracción experimentada por este subsector, tras la entrada en vigor de la Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal³¹. El peso de los fondos monetarios y de los fondos de inversión libre continuó siendo muy reducido, ligeramente superior al 1,5 % en ambos casos.

Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

En España, a finales de 2022 había un total de 2.314 vehículos de inversión activos pertenecientes a la EF1, 1.363 menos que en 2021. La causa de este notable descenso se encuentra en el subsegmento de las SICAV, en el que, en 2022, como se ha mencionado anteriormente, la entrada en vigor de la Ley 11/2021 dio lugar a la baja más de 1.300 vehículos. Así, al cierre de 2022, 1.259 correspondían a fondos de inversión, 950 a SICAV y 105 a *hedge funds*. Las características esenciales de las instituciones pertenecientes a esta función económica continuaron siendo en 2022

29 Dentro de los fondos mixtos se engloban distintas categorías de fondos, entre los que destacan los fondos globales (41,2 %) y los fondos de renta fija mixta (24,5 %), tras haber crecido los primeros más de 2 p.p. y haberse contraído los segundos casi 5 p.p.

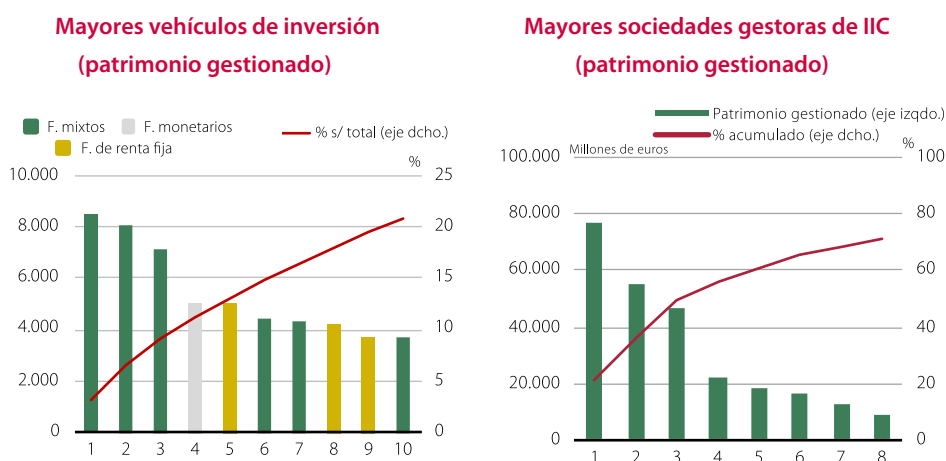
30 Esta tendencia ha continuado en 2023 y se explica por el mayor atractivo de los activos de renta fija tras el incremento de los tipos de interés acumulado en los dos últimos años.

31 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).

similares a las descritas en ediciones anteriores de este informe, con algunos matices. Por una parte, los vehículos de inversión con un tamaño más elevado fueron los fondos de inversión: 62 fondos de inversión que gestionaban a finales de año un patrimonio superior a 1.000 millones de euros (64 en 2021), una cifra que no superaba ninguna SICAV ni ningún *hedge fund*. Por otro lado, el grado de concentración de estas instituciones siguió siendo muy alto, aunque descendió ligeramente en 2022 a causa del descenso patrimonial de los 3 mayores vehículos. De esta forma, como se observa en el panel izquierdo del gráfico 12, estos 3 fondos —los mismos que años anteriores— concentraban el 9,1 % del patrimonio total (10,7 % un año antes), y los 10 fondos de mayor tamaño suponían el 20,9 % del patrimonio (22,5 % en 2021). También se mantuvo muy elevado el grado de concentración en el ámbito de las gestoras de IIC, que fue similar al del ejercicio anterior: las 3 mayores entidades gestionaban el 49,8 % del patrimonio total (1 p.p. más que en 2021) y las 7 mayores prácticamente el 70 %, todas ellas pertenecientes a grupos bancarios (véase panel derecho del gráfico 12).

Concentración en el sector de la inversión colectiva

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

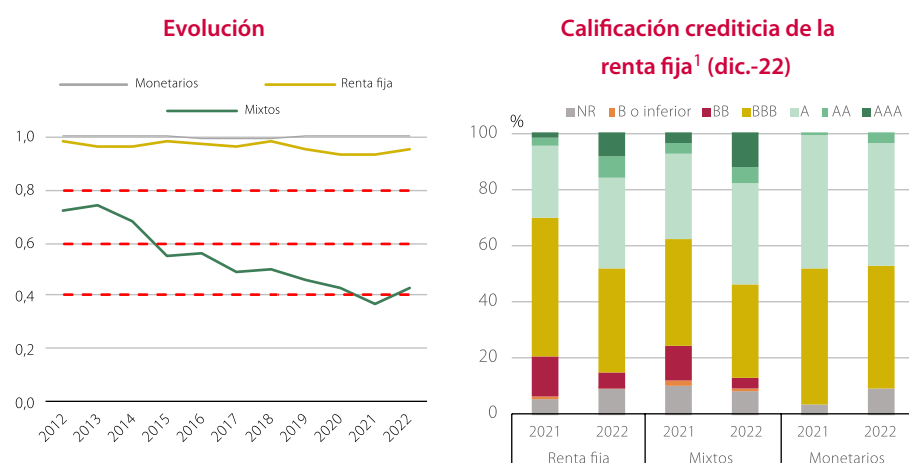
El análisis de los riesgos financieros asociados a los fondos de inversión de la IFNB no apunta a la existencia de vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Como se ha indicado anteriormente, si bien en el contexto del riesgo sistémico los análisis suelen centrarse en el riesgo de desajuste de liquidez de los fondos y su apalancamiento, este informe incluye también información sobre el riesgo de crédito de estas instituciones, así como del riesgo de transformación de vencimientos. En el caso del análisis de desajuste de liquidez, se proporciona una medida de liquidez de la cartera de los fondos conocida como HQLA (*High Quality Liquid Assets*), que tiene en consideración el tipo de activo y su calificación crediticia a la hora de asignar un grado determinado de liquidez a un activo. En los dos últimos informes se ha tratado de mejorar el cómputo de esta medida incluyendo la valoración de la liquidez de cada activo de la cartera de inversión en otras IIC (que supone alrededor del 32 % del patrimonio total de estas instituciones). Por otra parte, y dada la relevancia del aumento de los tipos de interés que se ha producido y de la ralentización de la economía, se ha mantenido el análisis de las calificaciones crediticias de todos los activos de renta fija en la cartera de los fondos, así como de su duración.

La evaluación del riesgo de crédito, medido como la proporción de activos crediticios en la cartera de los fondos, muestra patrones similares a los informes de años anteriores. Así, esta proporción es prácticamente del 100 % en los fondos monetarios y muy elevada, en concreto del 95,4 %, en los fondos de renta fija por la propia naturaleza de estas instituciones (véase panel izquierdo del gráfico 13). En el caso de los fondos mixtos, que pueden invertir tanto en renta fija como en renta variable, este porcentaje aumentó en 1 año del 37,2 % al 43,4 %, después de varios ejercicios con una clara tendencia descendente. Este cambio, que incrementa ligeramente el riesgo de crédito de esta categoría de fondos, se explica por el aumento de la relevancia de las inversiones en renta fija, especialmente en deuda pública, ya que esta última suponía al cierre de 2022 un 22,3 %, 6 p.p. más que en 2021.

El análisis de las calificaciones crediticias de la cartera de renta fija de los fondos revela que la mayor parte de las inversiones en deuda pertenece al grupo considerado de alta calidad (o *investment grade*) y que la calidad de los activos de este grupo se ha incrementado. Así, se estima que la proporción de activos de deuda de alta calidad era del 85,0 % en los fondos de renta fija y del 86,5 % en los fondos mixtos, algo por debajo, eso sí, de la proporción de 2021 (1,4 p.p. menos). La mejora de la calidad de los activos de este grupo se observa mediante la reducción de la relevancia de aquellos con calificación BBB (la peor dentro de *investment grade*, previa a *high yield*): en los fondos de renta fija, la deuda BBB representaba el 36,8 % de la cartera de renta fija (48,6 % en 2021) y en los fondos mixtos, el 32,9 % (34,4 % un año antes). Como contrapartida, la importancia relativa de la deuda de baja calidad crediticia (o *high yield*) era de un 15,0 % en los fondos de renta fija y de un 13,5 % en los fondos mixtos³² (véase panel derecho del gráfico 13³³).

Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 13



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.

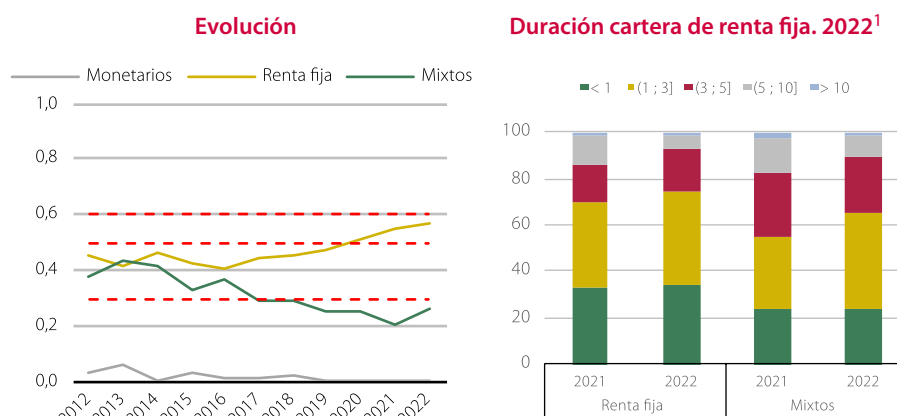
32 Estos porcentajes incluyen tanto la deuda con calificación BB o inferior como la deuda para la que no existe calificación

33 En el caso de los fondos de renta fija de la Unión Europea, el análisis publicado por el ESRB revela que la calificación crediticia de la deuda en la cartera de estos fondos experimentó pocos cambios en 2022, observándose un nivel medio peor que en la de los fondos españoles, pues la proporción de deuda de alta calidad (o *investment grade*) es inferior al 60 % (frente al 85 % o más en los fondos españoles).

El análisis del riesgo de transformación de vencimientos de los fondos de inversión, que se calcula mediante la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio gestionado por el fondo³⁴, apunta a un ligero aumento en 2022. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 14, la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio muestra únicamente un valor elevado en los fondos de renta fija, con una cifra que era ligeramente superior al 56 % en 2022, por lo que prosigue la tendencia alcista iniciada en 2016. En el resto de las vocaciones el valor del indicador es bajo, especialmente en los fondos monetarios, en los que este indicador es prácticamente inexistente debido a las fuertes restricciones que tienen para invertir en activos a largo plazo³⁵. En los fondos mixtos, por su parte, aunque se mantuvo en un nivel bajo, la ratio se incrementó en 2022 hasta el 26,6 % (20,5 % en 2021).

Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 14



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.

El análisis de la duración³⁶ de los activos de la cartera de renta fija de estos vehículos a través del cálculo de la duración modificada³⁷ muestra para 2022 un valor medio de 2,1 en los fondos de renta fija y de 2,6 en los fondos mixtos. En el caso de los fondos monetarios, obviamente la cifra era mucho menor, situándose en 0,25. Estos valores son, en todos los casos, sustancialmente inferiores a los de

34 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.

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

36 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.

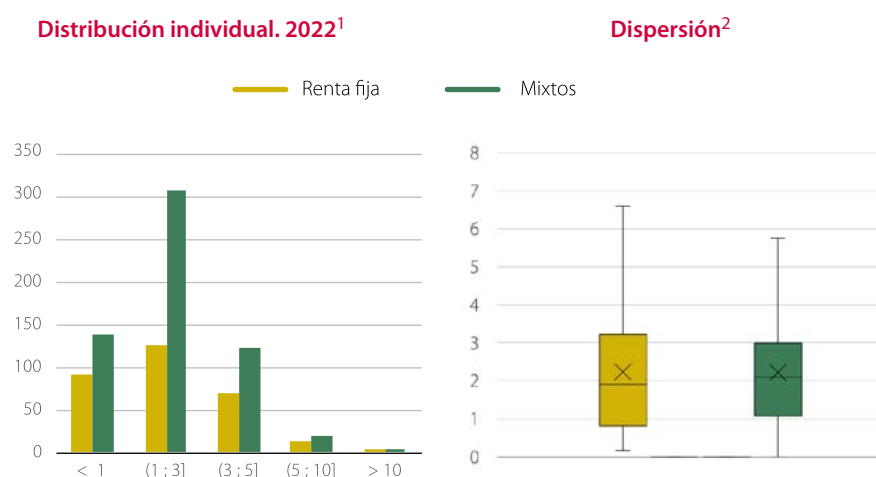
37 La duración modificada mide la variación porcentual que se produce en el precio de un activo financiero ante un aumento de 100 p.b. de los tipos de interés

2021³⁸, ya que los gestores de estos vehículos redujeron el vencimiento medio de las carteras a lo largo del ejercicio para atenuar las pérdidas derivadas de la subida de los tipos de interés³⁹. Como se puede observar, además, en el panel derecho del gráfico 14, del total de la cartera de renta fija de los fondos mixtos, algo más de un 24 % tenía una duración modificada inferior a 1, mientras que únicamente en un 1,1 % era superior a los 10 años. En el caso de los fondos de renta fija, estos porcentajes eran del 34,0 % y del 0,7 %, respectivamente.

El análisis individualizado de la duración refleja que la mayor parte de los fondos tiene una duración modificada media inferior a 5, en concreto el 93,3 % de los fondos de renta fija y el 89,2 % de los fondos mixtos⁴⁰. De forma adicional, puede observarse que la dispersión de los valores de la duración modificada de la cartera de los fondos no es muy elevada, aunque resulta algo mayor en los fondos de renta fija respecto a los fondos mixtos (véanse paneles del gráfico 15). Así, para más de la mitad de los fondos, la duración modificada se situaba a finales del año pasado entre 1 y 3,2. Además, esta dispersión fue notablemente menor que en 2021, año en el que el rango intercuartílico estaba cerca de 3.

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

GRÁFICO 15



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 el 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]).

38 En 2021 la duración media de las 3 tipologías de fondos fue de 2,5, 3,1 y 0,29, respectivamente.

39 No se dispone de datos sobre duración para los fondos de la Unión Europea, pero sí del vencimiento medio de la cartera de los fondos de renta fija, cuya media pasó de 9,5 años a 8,3 años. A pesar del descenso, en el monitor de la IFNB publicado por el ESRB se indica que esta variable continúa en niveles históricamente elevados, por lo que los fondos seguirían siendo altamente sensibles a aumentos en los tipos de interés.

40 Además, solo se han identificado cuatro fondos (uno menos que en 2021) que al cierre de 2022 tuvieran una cartera de renta fija con una duración modificada media superior a 10. De ellos, tres eran fondos mixtos y uno era un fondo de renta fija.

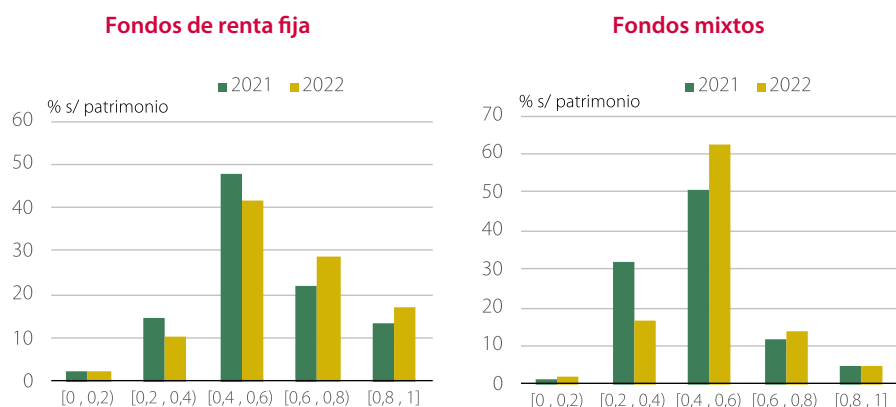
Para llevar a cabo el análisis de las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos se utiliza en este informe la ratio conocida como HQLA, que incorpora tanto la información sobre el tipo de activo como sus calificaciones crediticias. Cabe mencionar, además, que para obtener una métrica lo más precisa posible, se ha cuantificado también el nivel de liquidez de las IIC en las que invierten los fondos españoles. 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 invertían⁴¹. En esta edición se incorpora, como se ha comentado, la calificación crediticia de los activos de las carteras de esa inversión en otras IIC. Los resultados del cálculo de esta métrica se muestran en el gráfico 16.

La ratio HQLA mejoró en 2022 tanto para los fondos de renta fija como para los fondos mixtos, al pasar del 55,6 % al 60,2 % en los primeros y del 47,5 % al 49,8 % en los segundos. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 16, en el caso de los fondos de renta fija, aquellos con un porcentaje de activos líquidos superior al 60 % del patrimonio pasaron de representar un 35,3 % del total (en términos patrimoniales) a un 45,8 %. Este aumento tuvo su origen, principalmente, en la recomposición de la cartera de inversiones, ya que, en términos agregados, se produjo un incremento sustancial de la inversión en deuda pública (en 1 año pasó del 30,0 % al 43,4 %) en detrimento, en parte, de la deuda privada. En el caso de los fondos mixtos, también se observó una mejora notable de las condiciones de liquidez de su cartera en 2022, que se explica por el significativo descenso del porcentaje de fondos con unos niveles de liquidez inferiores al 40 %: del 33,0 % de 2021 se pasó al 18,6 % un año después. En este caso el cambio se debió al aumento de la inversión directa en activos de renta fija, tanto pública como privada⁴², y al descenso de la inversión en otras IIC, ya que la ponderación que reciben estas últimas en términos de liquidez es, en promedio, inferior a la de los activos de renta fija⁴³.

41 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.

42 En el caso de la deuda privada el aumento fue de 3 p.p., hasta el 13,5 %, mientras que la inversión en deuda pública creció más de 5 p.p., hasta el 20,6 %.

43 La inversión en otras IIC, cuya ponderación vienen dada por el propio HQLA de estas instituciones, tienen un valor medio alrededor del 35 % (hay que tener en cuenta que para un 14 % de estos vehículos no se puede obtener su cartera, por lo que se considera que son IIC, siguiendo un criterio conservador, con un HQLA igual a cero). En cambio, en los activos de renta fija pública casi la totalidad tiene una calificación crediticia de BBB o superior, por lo que su ponderación está entre el 50 % y el 100 %. En el caso de la renta fija privada, aunque hay más activos con calificaciones inferiores a BBB (alrededor del 28 %), siguen preponderando los activos con calificación BBB o superior, cuya ponderación está entre el 50 % y el 85 %.



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 titulaciones dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %, el de la renta fija privada entre el 0 % y el 85 % y el de las titulaciones entre el 0 % y el 65 %.

Finalmente, en relación con el nivel de apalancamiento de las IIC, se puede hablar de apalancamiento tanto directo (endeudamiento) como indirecto (uso 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 de forma transitoria y por algún motivo específico⁴⁴, y en ningún caso superar el 10 % de su patrimonio⁴⁵. Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una práctica que puede acrecentar significativamente otros riesgos ya existentes en estos vehículos. Por eso, es importante hacer un seguimiento periódico, utilizándose en este caso la metodología propuesta por la IOSCO⁴⁶.

La información disponible en la CNMV sobre el uso de derivados por parte de las IIC españolas sigue sin indicar la existencia de vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa (de contraparte, de mercado y de contagio). Los análisis realizados muestran que a finales de 2022 la exposición al riesgo de mercado, evaluado para las IIC pertenecientes a la IFNB que están sujetas a la normativa UCITS en relación con los límites de apalancamiento⁴⁷ y que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso⁴⁸

44 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.

45 En España, en ninguna categoría se superaba el 1 % en 2022.

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

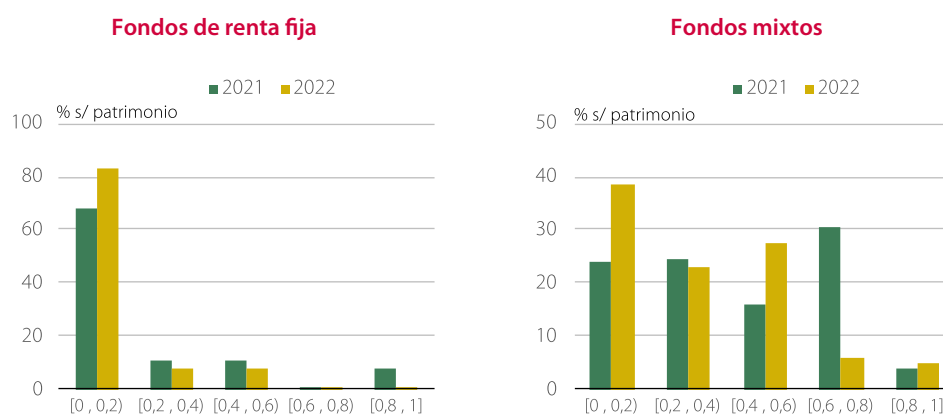
47 Se incluyen tanto las IIC que cumplen con la normativa UCITS en su totalidad como aquellas que no la cumplen completamente (IIC acogidas a alguna de las excepciones del artículo 72 del Real Decreto 1082/2012), aunque sí lo hacen en relación con la operativa de derivados.

48 El método europeo del compromiso, cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías de ESMA (*ESMA Guidelines on Risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS [CESR/10-788]*)- permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente. La metodología se basa en considerar el

(91,5 % del total en términos patrimoniales⁴⁹), suponía el 23,4 % de su patrimonio⁵⁰. Este porcentaje, que continuaba muy por debajo del máximo permitido por la legislación vigente (100 % del patrimonio), fue notablemente inferior al de 2021, en el que la cifra se situó en el 35 %⁵¹. Si se lleva a cabo un análisis individualizado de los fondos de inversión mixtos y los de renta fija⁵², se puede observar que la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en más del 90 % de los fondos de renta fija y casi el 50 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales), mientras que únicamente un 0,4 % y un 5,8 % del patrimonio correspondía a fondos con valores de exposición a este riesgo elevados, de entre el 80 % y el 100 % del patrimonio.

Apalancamiento indirecto en las distintas tipologías de fondos de inversión¹

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

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

Del resto de IIC que forman parte de la IFNB (8,5 % del total del patrimonio), alrededor de un 2 % del patrimonio se corresponde con IIC que no hacen uso de instrumentos derivados, un 4,5 % con IIC sujetas también a la normativa UCITS cuya exposición al riesgo de mercado se calcula de acuerdo con la metodología de VaR⁵³ y, finalmente, otro 2 % son fondos estructurados, que operan en derivados con la

valor de mercado del activo subyacente (o su valor nominal si es más conservador) ajustándolo por la delta en el caso de las opciones e incorporando unas reglas para compensar las posiciones largas con posiciones cortas del mismo subyacente (*netting*), así como entre diferentes subyacentes (*hedging*).

- 49 No se incluyen en este caso las IIC de inversión libre, que se analizan más adelante.
- 50 Este porcentaje incluye la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC, estimada en un 13 % del patrimonio (muchas IIC establecen esta exposición, por una cuestión de simplificación de cálculos, como el 100 % de su inversión en otras IIC).
- 51 Una parte importante de este descenso fue consecuencia de la reducción en el porcentaje de la cartera invertido en otras IIC.
- 52 En términos agregados, en los fondos de renta fija que utilizan la metodología del compromiso el nivel de apalancamiento era del 8,6 %, mientras que en los fondos mixtos esta cifra era del 33,6 %.
- 53 Esta metodología establece los límites máximos de apalancamiento basándose en el cálculo de una pérdida máxima esperada.

finalidad de conseguir un objetivo concreto de rentabilidad al vencimiento⁵⁴. En el caso de las dos últimas categorías, el nivel de exposición bruta se situaba en el 141,1 % y el 114,2 %, respectivamente⁵⁵, que son niveles reducidos en todo caso.

Apalancamiento de los fondos de la IFNB mediante el uso de derivados CUADRO 6

Tipo IIC	Apalancamiento	
	% Patrimonio ¹	bruto (%)
IIC sujetas a la normativa UCITS (método de compromiso)	91,5	39,5
IIC sujetas a la normativa UCITS (método VaR)	4,5	141,1
IIC estructuradas que operan con derivados para objetivo concreto de rentabilidad	2,0	114,2
IIC que declaran no hacer uso de derivados	2,0	-
IIC de IL		29,0

Fuente: CNMV.

1 Porcentajes calculados sin tener en cuenta las IICIL.

Finalmente, por lo que respecta a las IIC de inversión libre (IICIL, incluidas en la categoría de IIC alternativas y, por tanto, con una regulación más flexible), la evidencia empírica también refleja un nivel de apalancamiento, en general, moderado (29,0 % a nivel bruto y agregado), ya que tan solo algunos fondos aislados realizan un uso más intensivo de este. En el caso de las IICIL puras, 4 instituciones superaban a finales de 2022 el 100 % de apalancamiento bruto (6 en 2021). Por lo que se refiere a las IICIL⁵⁶, se debe tener en cuenta que el apalancamiento se asume en gran medida de forma indirecta a través de la inversión en IICIL, siendo el apalancamiento directo bruto observado muy reducido, con tan solo 2 instituciones que comunicaron apalancamiento directo y en ningún caso superior al 50 % del patrimonio.

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 muy reducido en los fondos de inversión españoles. La exposición a este riesgo⁵⁷ se encuentra en niveles alejados de los importes que podrían considerarse potencialmente sistémicos. Así, a finales de 2022 el saldo deudor conjunto de los fondos de inversión (FI) y las SICAV incluidos en la IFNB por operaciones con derivados OTC representaba el 0,39 % del patrimonio total (0,27 % en 2021). 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 0,17 % 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 0,22 %. En el caso de

54 A estas últimas se las exime de enviar información sobre su exposición calculada de acuerdo con el método de compromiso.

55 De todas las IIC que pueden superar los límites de apalancamiento, 6 de ellas (un 10,2 % en términos patrimoniales) superaban el umbral del 200 %.

56 Fondos y sociedades que invierten en otras IICIL.

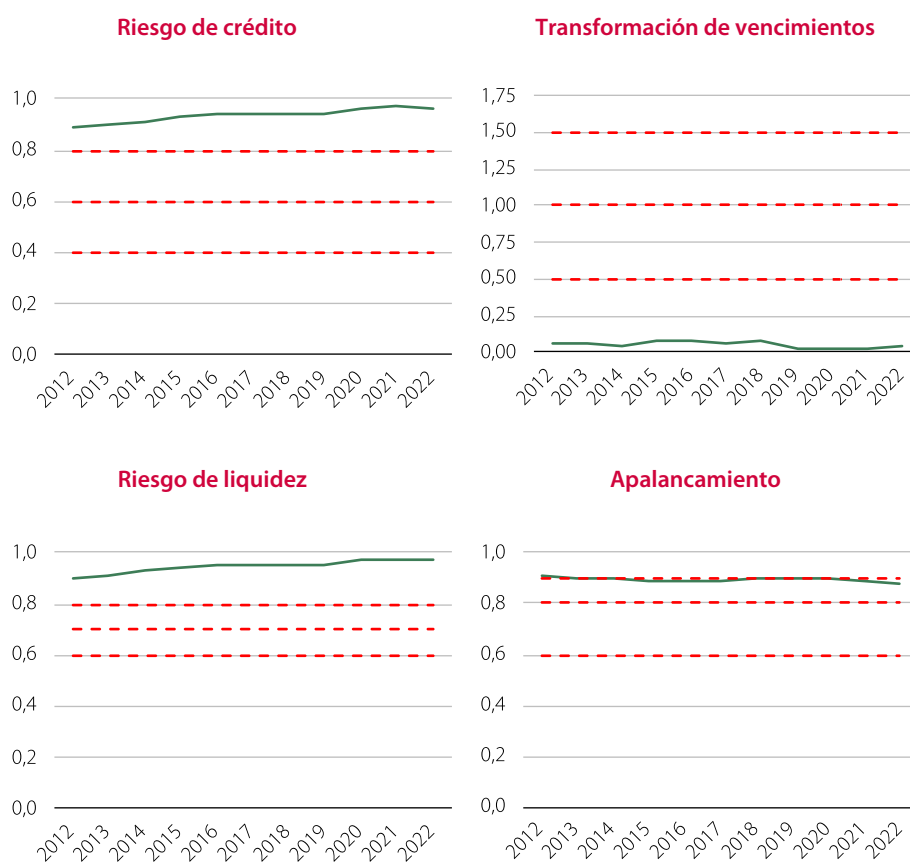
57 En el caso de las IIC el riesgo de contraparte se origina en las operaciones de derivados contratadas en mercados no organizados (OTC) a través de las operaciones pendientes de liquidar.

las IICIL (incluidas las IIC que invierten en IICIL) este porcentaje era mayor al correspondiente a los FI y las SICAV, pero no superaba el 1 % al cierre de 2022.

3.1.2 Función económica 2

La EF2, definida como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo, puede estar compuesta por una amplia variedad de entidades y, en función de la jurisdicción, sujeta a marcos jurídicos muy diferentes. En el caso español, pertenecen a ella los establecimientos financieros de crédito, cuyos activos financieros representan, como ya se ha comentado, el 11,0 % del total de funciones económicas, con casi 54.000 millones de euros a finales de 2022, tras un aumento del 5,8 % en relación con el ejercicio anterior. Si se detrae el importe que consolida en los grupos bancarios, los activos financieros de estas entidades se reducen hasta 7.200 millones de euros, lo que supone un 2,4 % de la medida estrecha de la IFNB, 2 décimas más que en 2020. En el gráfico 18 se muestran los diferentes indicadores de riesgo calculados para estas entidades. Aunque algunos de ellos son elevados, en términos de estabilidad financiera no serían de especial relevancia debido al peso reducido de estas entidades dentro de la IFNB.

Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

Como se puede observar en el panel superior izquierdo del gráfico, el valor del riesgo de crédito es elevado para estas entidades debido a la actividad que llevan

a cabo, ya que más del 90 % de los activos financieros corresponde a créditos concedidos. Por su parte, los valores asociados al nivel de apalancamiento y al riesgo de liquidez son también altos (89,6 % y 97,4 %, respectivamente) como consecuencia del bajo nivel de fondos propios y de activos líquidos que poseen estas entidades. En relación con el riesgo de transformación de vencimientos, en cambio, el indicador muestra valores muy bajos, por debajo del 10 %, a pesar de haberse incrementado en 2022 más de 2 p.p., hasta el 4,8 % (véase panel superior derecho del gráfico 18⁵⁸).

3.1.3 Función económica 3

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

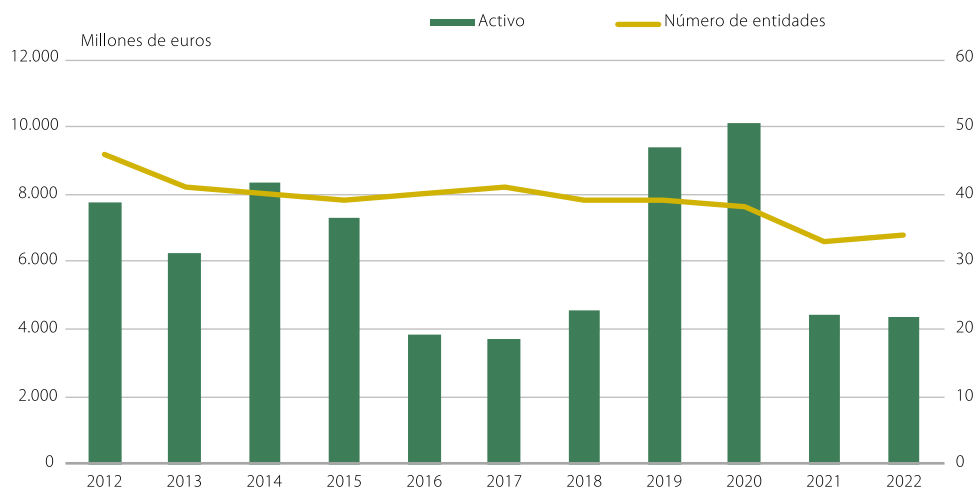
A finales de diciembre de 2022 había un total de 34 sociedades de valores registradas en la CNMV (1 más que en 2021), que contaban con unos activos financieros totales de 4.339 millones de euros, tras un leve descenso del 0,8 % en relación con el año 2021 (véase gráfico 19). De esta forma, el tamaño de este sector continúa siendo relativamente reducido si se compara con el de otras jurisdicciones, ya que en España las entidades de crédito son las que proveen la mayor parte de los servicios de inversión. Así, en 2022 un 87 % de las comisiones percibidas por estos servicios correspondía a estas últimas, mientras que las sociedades de valores recibieron alrededor del 3,7 %⁵⁹ (el restante correspondió a las agencias de valores, las sucursales de empresas de servicios de inversión extranjeras y las empresas de asesoramiento financiero), un porcentaje notablemente menor que el de 1 año antes (6,3 %). Este descenso tuvo su origen en la disminución de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (-35,6 %) debido, sobre todo, a la baja en agosto de 2021 de una sociedad de capital extranjero que se convirtió en entidad de crédito.

58 Este repunte se debió al incremento de las obligaciones a corto plazo de los EFC, que al cierre de 2022 superaban los 1.100 millones de euros en su conjunto.

59 Estas cifras se corresponden con una clasificación de las entidades realizada desde un punto de vista legal, teniendo en cuenta la forma jurídica de cada una de ellas. No obstante, existen algunas entidades que tienen forma jurídica de banco, pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión. Así, desde un punto de vista amplio, se estima que un 63 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluida la gestión de IIC y evaluado a través de los ingresos por comisiones), corresponde a bancos comerciales o a entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto correspondería a entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación societaria con la banca comercial.

Activos de las sociedades de valores y número de entidades

GRÁFICO 19

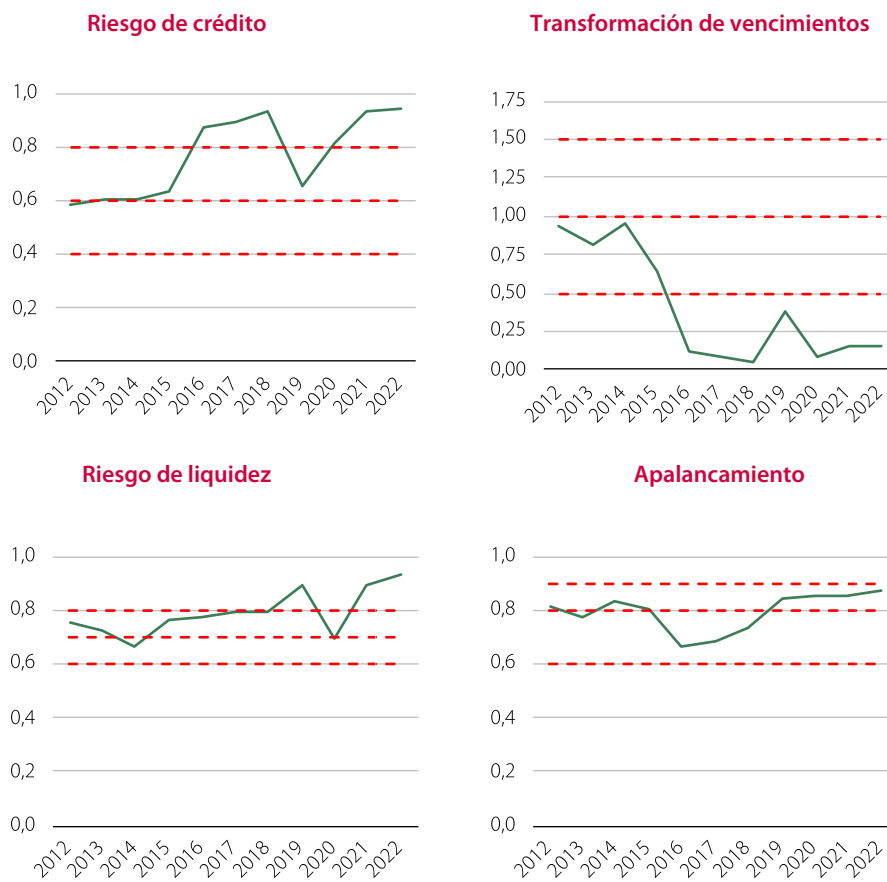


Fuente: CNMV.

Las sociedades de valores tienen un peso relativo muy reducido dentro de las cinco funciones económicas, tan solo del 0,9 % en 2022, por lo que el riesgo de contagio sobre el resto del sistema financiero es prácticamente inexistente. Aun así, si se analizan los riesgos asociados a estas empresas, se observa que los indicadores de riesgo calculados para el sector a lo largo de 2022 no experimentaron grandes variaciones en relación con los de 2021 (véase gráfico 20), por lo que el riesgo de crédito y el de liquidez continuaron en niveles altos, concretamente en el 94,2 % y el 93,3 %, respectivamente. Por lo que respecta al nivel de liquidez de estas entidades, es importante mencionar que, con la entrada en vigor del Reglamento (UE) n.º 2033/2019⁶⁰, se han establecido requisitos de liquidez para las sociedades de valores y se ha unificado, a nivel europeo, la definición de *activos líquidos*. Según la información enviada por las entidades españolas a la CNMV, todas ellas cumplían con holgura los requisitos mínimos establecidos por el reglamento⁶¹.

60 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

61 El requisito mínimo de liquidez es de al menos 1/3 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.



Fuente: CNMV.

Mercados privados de capitales (private finance)

RECUADRO 1

La CNMV ha elaborado un documento, de próxima publicación, sobre los mercados privados de capitales, en el que se describen los principales factores que han contribuido al significativo crecimiento registrado por los mercados privados desde la gran crisis financiera, los diferentes tipos de capital y deuda privados, sus principales vehículos y sus interrelaciones con los mercados públicos. Además, se incorpora un apartado específico que desarrolla los aspectos más destacados a considerar por parte de los organismos supervisores ante el crecimiento de los mercados privados de capitales.

Por otra parte, la CNMV ha sido miembro del grupo de trabajo de IOSCO que ha elaborado el documento *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance*¹, publicado en septiembre de 2023 y en el que se analiza el desarrollo de los mercados de financiación privada y las cuestiones de mayor interés para los supervisores en función de los principales riesgos potenciales detectados.

Aunque no existe una definición general y consensuada sobre los mercados privados, en dicho trabajo se refieren a ellos como aquellos en los que los gestores de inversión alternativa canalizan fondos de inversores —en su mayoría, institucionales— a los diferentes demandantes de capitales, mediante instrumentos de deuda

o capital que no negocian en mercados regulados o sistemas alternativos de negociación.

Una circunstancia diferencial con respecto a los fondos de inversión tradicionales es el carácter mayoritariamente cerrado de los vehículos de inversión, lo que permite a los gestores acompañar el horizonte temporal de las inversiones en cartera con el del capital comprometido de los inversores. De esta manera, queda limitada la transformación de vencimientos (*maturity transformation*) y también se reducen las posibilidades de ventas masivas de participaciones y activos en situaciones de estrés de los mercados.

Los activos bajo gestión en los mercados privados de capitales superaban los 13 billones de dólares en marzo de 2023, según datos de Prequin. De manera genérica, pueden distinguirse los siguientes segmentos dentro de los mercados privados en función del tipo de activos gestionados: capital privado o *private equity* (PE) y *venture capital* (VC) con unos activos bajo gestión de 8,4 billones; crédito privado o *private debt* (PD) con 1,6 billones, e inmobiliario o *real estate* (RE) con 1,6 billones. Muchas clasificaciones incluyen además las infraestructuras (1,2 billones) y otras también los recursos naturales (0,2 billones) como categorías diferenciadas por sus especificidades.

Hasta el año 2022 los inversores minoristas estaban al margen de la inversión en los mercados privados de capital y deuda tanto por restricciones normativas como por el modelo de distribución de la industria, focalizado en los inversores institucionales. Los cambios normativos y el acercamiento del sector a los inversores minoristas, en un contexto complejo de captación de nuevos fondos, requieren una comercialización adecuada y adaptada a las particularidades de falta de liquidez y transparencia de los mercados privados.

A continuación, se detallan los principales aspectos y riesgos supervisores en relación con la actividad de la financiación privada, diferenciando entre los objetivos de supervisión macroprudencial y los de protección al inversor e integridad de los mercados.

Supervisión macroprudencial

De acuerdo con el Banco Internacional de Pagos (BIS²) existen tres fuentes de **apalancamiento** en las operaciones de capital privado: i) la deuda inicial que la compañía objeto de inversión tiene antes de la operación, ii) la que añaden los gestores de capital privado (GP) al financiar con préstamos o con la emisión de bonos la adquisición de la empresa objetivo y iii) mediante las denominadas *subscription credit lines* (SCL). Estas últimas son líneas de crédito tomadas por un fondo de capital o deuda privada que suelen estar disponibles más rápidamente que una línea de crédito convencional y que están garantizadas con los compromisos dinerarios adquiridos por los inversores del fondo, sin acudir a las inversiones efectuadas.

Una nueva vía de apalancamiento son los préstamos garantizados por el valor neto de sus activos (*NAV loans*) para hacer frente a las deudas de las empresas de su cartera.

Las compras apalancadas o *leveraged buyouts* (dentro del segmento PE), con activos bajo gestión superiores a los 3,2 billones de dólares, merecen especial atención por

parte de los supervisores, sobre todo por los siguientes aspectos: i) el incremento del endeudamiento que pueden suponer para las empresas objetivo y que podrían comprometer su viabilidad; ii) el papel de los bancos en la financiación de las operaciones, y iii) la utilización de ingeniería fiscal en el pago de dividendos a las gestoras mediante endeudamiento de la empresa adquirida (*leveraged recapitalisation dividend*).

Autores como Bernstein, Lerner y Mezzanotti (2019³), y Aramonte y Avalos (2021⁴), entre otros, apuntan a que la actividad del capital privado es procíclica y además está positivamente correlacionada con la evolución de los índices bursátiles.

Si bien la dependencia e interrelación de los niveles de tipos de interés con los mercados privados de capital es muy elevada, hay varios factores que amortiguarían la naturaleza procíclica, como el elevado nivel de *dry-powder* (cantidad de dinero comprometida por los inversores que todavía no se ha empleado pero que está disponible), que supera los 3,7 billones de dólares en 2023; la ausencia de valoraciones *marked to market*, que reduciría el impacto de la volatilidad y que unida a la naturaleza cerrada de los fondos evita las ventas por estrés de activos en cartera, y la amplia información que las gestoras tienen sobre las compañías en las que invierten y en cuya gestión participan. En los mercados de deuda privada, además, existen relaciones bilaterales con los deudores, lo que mejora la información crediticia y la capacidad de renegociación de los préstamos.

La actividad del capital privado está muy concentrada en determinados segmentos como la tecnología y la salud, mientras que empresas de tamaño mediano y pequeño cuentan con el crédito privado como principal recurso de financiación. Una ralentización de la actividad de estos mercados puede afectar a las posibilidades de financiación en las fases de crecimiento y de maduración de un importante número de empresas innovadoras.

Existe una pluralidad de inversores en los vehículos utilizados por el capital y deuda privados, a diferencia de lo que sucede en mercados como los de derivados, en los que suele haber contrapartes únicas. Esta circunstancia, aunque por un lado expande los potenciales problemas, por otro limita la exposición y las posibles pérdidas individuales.

Protección al inversor e integridad de mercado

Uno de los riesgos de la entrada de minoristas reside en las valoraciones, por su mayor complejidad debido principalmente a: i) la iliquidez y singularidad de las diferentes carteras de inversión de los gestores de capital privado, ii) la falta de transparencia y iii) las elevadas valoraciones que se alcanzan en las últimas etapas de crecimiento de la empresa antes de la salida a bolsa o venta a otra compañía.

Cada cartera de cada fondo de capital privado presenta una unicidad no replicable, ya que las empresas/proyectos objeto de inversión suelen estar participadas por un solo fondo y además no cotizan en mercados secundarios, lo que vuelve extraordinariamente compleja la valoración para los inversores minoristas tanto por la falta de información como por la propia dificultad de los modelos de valoración de empresas, en cuyo precio de referencia se incluyen de manera muy determinante las expectativas futuras de negocio. Muchas de estas empresas son, además, disruptivas en su segmento, de manera que su valoración es aún mucho más complicada,

ya que además actúan en sectores con importantes economías de red en las que la primera empresa se hace con el mercado (*winner takes it all*).

Integridad de mercado: contagio entre mercados privados y públicos

Por el carácter cerrado de las participaciones en vehículos de capital y deuda privados, la ausencia de valoraciones diarias y su inversión en activos no cotizados, es poco probable que los mercados privados puedan generar tensiones en los públicos. En sentido contrario, unas correcciones significativas en los mercados públicos sí podrían incidir en un menor ritmo de captación de fondos en los mercados privados y dificultar la salida de inversiones mediante OPV.

Con respecto a los inversores institucionales, las pérdidas en los mercados privados sí pueden afectar a las rentabilidades globales y al valor de sus carteras, lo que podría comprometer sus obligaciones o su capacidad de inversión en otros segmentos, o forzar liquidaciones de activos en mercados organizados. Por ello, los supervisores deben realizar un seguimiento de las exposiciones a los mercados privados y la concentración de los inversores institucionales.

1 OICV-IOSCO (2023). *Thematic Analysis: Emerging Risks in Private Finance*. Final Report. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD745.pdf>

2 Aramonte, S. y Avalos, F. (2021). «The rise of private markets». *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 69-82. Disponible en: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112e.pdf

3 Bernstein, S., Lerner, J. y Mezzanotti, F. (2019). «Private equity and financial fragility during the crisis». *Review of Financial Studies*, vol. 32, n.º 4, pp. 1.309-1.373.

4 Aramonte y Avalos (2021), *op. cit.*

3.1.4 Función económica 4

En esta categoría se enmarcan las entidades que realizan una actividad de *facilitación a la creación de crédito*, que en España son las sociedades de garantía recíproca. Estas se definen como entidades financieras cuyo objeto principal es facilitar el acceso al crédito de las pymes y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante los bancos, las Administraciones públicas o los clientes y proveedores. De forma adicional y aunque por el momento no se incluyan dentro de la IFNB, se está realizando un seguimiento en el ámbito internacional de las plataformas de financiación participativa (PFP, conocidas como *crowdfunding*), ya que potencialmente podrían formar parte de esta e incluirse en la EF4, ya que son vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación. En España, la CNMV es la institución encargada de recopilar información sobre ellas⁶².

En nuestro país, las sociedades de garantía recíproca representan una fracción muy pequeña de la medida estrecha de la IFNB, con unos activos financieros

62 La información estimada más reciente para estas plataformas revela, por el momento, importes pocos significativos, aunque crecientes, en relación con la captación de recursos, que fue de 308 millones de euros en 2022, más del doble que en 2021. Cabe mencionar, además, que menos del 20 % del total se financiaba mediante deuda o préstamos.

que suponen apenas el 0,3 % del total. Dado que la dimensión de este sector es inferior al umbral del 0,5 %, se considera que no comporta riesgos para la estabilidad financiera y, en consecuencia, no se ha realizado el análisis de medición de potenciales riesgos.

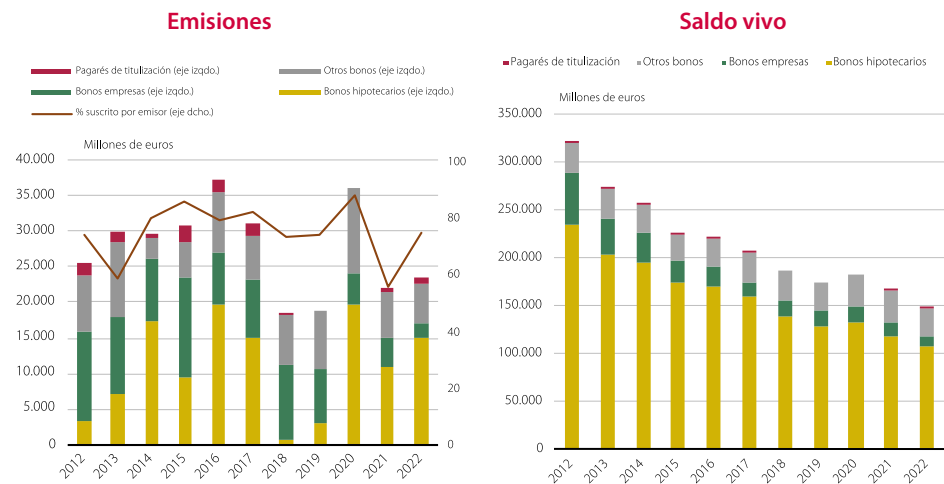
3.1.5 Función económica 5

La EF5 se define como la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras, por lo que pertenecen a esta categoría los vehículos de propósito especial (SFV) cuyo objeto es la titulización de activos. Estas entidades proveen recursos a los bancos u otras entidades financieras, haya o no transferencia real de activos o riesgos, por lo que pueden ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia. Por este motivo, deben tenerse presentes a la hora de evaluar los riesgos asociados a la IFNB, especialmente en lo que respecta a la transformación de vencimientos. No obstante, 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 relevante⁶³.

En España, la titulización es el segundo sector en importancia dentro de la IFNB. Como se ha mencionado con anterioridad, los activos financieros de los SFV ascendían a casi 150.000 millones de euros a finales de 2022, el 30,6 % de los activos agregados de las 5 funciones económicas, frente al 31,7 % que representaban en 2021. Como refleja el panel derecho del gráfico 21, los activos de estos vehículos han experimentado un descenso progresivo desde el impacto de la crisis financiera, si bien se observa una cierta ralentización en el ritmo de descenso desde 2019. De la misma forma que para los establecimientos financieros de crédito (EFC), un porcentaje muy elevado de los vehículos de titulización consolida en grupos bancarios⁶⁴, por lo que, a pesar de que su tamaño es elevado comparado con otras entidades pertenecientes a la IFNB, una vez se descuentan los activos incluidos en el balance de alguna entidad bancaria, su importancia relativa se reduce hasta el 3,8 % (6,2 % en 2021). Esta cifra, además, ha ido disminuyendo en los últimos años de forma notable, ya que había llegado a superar el 30 % en el periodo 2010-2012.

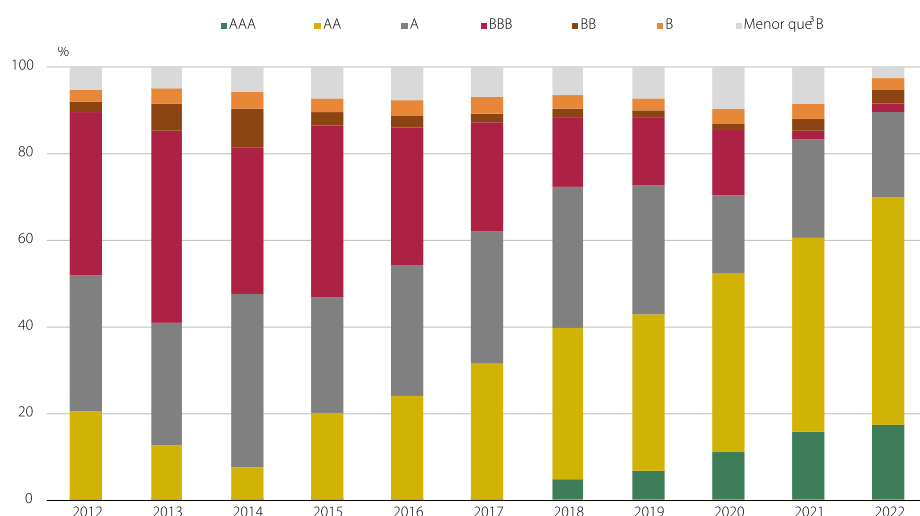
63 Además, en España, en términos generales, la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, al contrario que en otras economías, en las que constituyó una de las problemáticas más relevantes de crisis financiera de 2008. Para un mayor detalle, véanse Martín, M.R. (2014). *Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*. CNMV, Documento de Trabajo, n.º 57. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_57.pdf; y Redondo, J. (2021). «La evolución de la actividad de titulización desde la crisis financiera». *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV, pp. 75-112. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_IV_2021_ES.pdf.

64 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 motivos, 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*.



Fuente: CNMV.

Las emisiones de bonos de titulización se situaron en 22.700 millones de euros en 2022, algo por encima de las del año previo (véase panel izquierdo del gráfico 21). El porcentaje de las emisiones suscrito por el propio emisor o cedente fue del 74,6 %, un porcentaje similar al de los últimos 10 años exceptuando el de 2021, cuando se produjo un descenso notable de este. Por tipología de activo, se observa que la emisión de bonos hipotecarios fue predominante, con un 63,0 % del total emitido, mientras que los bonos respaldados por préstamos al automóvil (incluidos en el epígrafe «Otros bonos») fueron los segundos en importancia, con un 18,8 % del total. Por otra parte, la calificación crediticia de los vehículos de titulización continuó mostrando en 2022 una paulatina y clara mejora, prolongando una tendencia que comenzó en 2014 (véase gráfico 22). Así, al cierre de 2022, del total del saldo vivo de bonos y pagarés de titulización, un 17,4 % correspondía a activos con una calificación AAA (15,6 % en 2021 y prácticamente cero hasta 2017), mientras que solamente un 10,4 % eran activos BBB o con una calificación inferior (16,8 % un año antes).



Fuente: CNMV.

- 1 No incluye el MARF.
- 2 Ratings agrupados según su equivalente a Standard & Poor's.
- 3 Incluye las emisiones sin rating.

La emisión de bonos de titulización simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés) ascendió a casi 6.155 millones de euros en 2022. Estos activos están regulados en el Reglamento (UE) 2017/2402⁶⁵, que establece un marco general para la titulización y crea otro específico para la titulización STS⁶⁶. El importe emitido de estos activos estandarizados el año pasado supuso un 26,1 % del total de bonos y pagarés de titulización emitidos, un porcentaje muy similar al del ejercicio anterior. El saldo vivo de estos instrumentos representaba el 19,7 % del total.

En relación con la evaluación de los riesgos de estas entidades, el riesgo de transformación de vencimientos es, sin ninguna duda, el más relevante, teniendo también cierta importancia 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 nuestro país⁶⁷. En cuanto al riesgo de liquidez, en 2022 se situó en el 92,9 %, una cifra que no ha variado prácticamente en los últimos años: casi todo el activo lo conforman los préstamos cedidos y, por tanto, hay muy pocos activos líquidos. El análisis individualizado de los fondos refleja que casi el 95 % de

65 Modificado por el Reglamento (UE) 2021/557 (SECR).

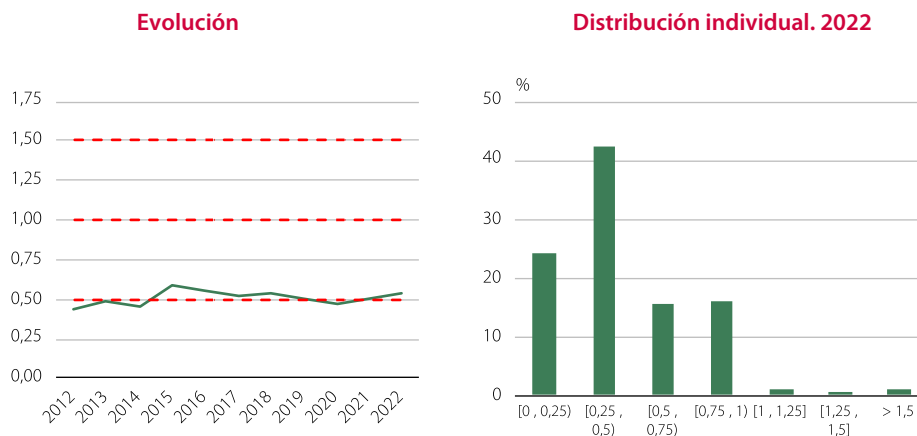
66 Para que una titulización sea considerada STS debe cumplir ciertos requisitos de simplicidad (la titularidad de las exposiciones crediticias debe transferirse mediante venta verdadera al vehículo que las tituliza), de transparencia (los inversores potenciales deben tener información sobre el comportamiento 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). El objetivo de crear este término es el de facilitar la comercialización entre los inversores frente a otras titulizaciones más complejas, así como un tratamiento más favorable en cuanto a requisitos de capital y exigencia de retención para el originador.

67 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, el ratio, tal y como está construida, es siempre igual a uno.

ellos, en términos patrimoniales, tenía activos líquidos por debajo del 10 %, mientras que menos del 1 % poseía un nivel de activos líquidos superior al 40 %.

El indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos alcanzó el 54,3 % en 2022, 4 p.p. por encima de la cifra de 2021 (véase panel izquierdo del gráfico 23), por lo que se sitúa en la región de riesgo moderado, aunque muy cerca del umbral que lo separa del riesgo bajo. No obstante, existen diferencias sustanciales entre los distintos vehículos, y se observa que, a pesar del aumento de la ratio conjunta entre pasivos y activos a corto plazo, se redujo de forma notable el número de vehículos con valores superiores al 100 % (riesgo medio o alto). Así, como se puede observar en el panel derecho del gráfico 23, estos fondos representaban, en términos patrimoniales, un 1,9 % frente al 3,2 % de 2021. 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, mientras que lo mismo sucede con los valores emitidos (pasivo). Así, a finales de 2022, los activos y pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles tan solo suponían el 29 % y el 14 % del balance, respectivamente, si bien es cierto que estos porcentajes, especialmente el referente al activo, se han incrementado 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 23



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 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* a las instituciones más vulnerables ante *shocks* de reembolsos no esperados y significativos. Todo ello se enmarca en las labores de seguimiento y supervisión que realiza la CNMV de los riesgos

asumidos por las IIC, en particular, del riesgo de liquidez, con base en los datos recibidos mensualmente de estas instituciones.

Como se ha explicado en ediciones anteriores de esta publicación, las herramientas de gestión de la liquidez⁶⁸ (LMT, por sus siglas en inglés) pretenden mitigar el riesgo derivado del desajuste de liquidez, entendido como el desfase 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 antidilutivas⁶⁹, 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 activación⁷⁰ (gestora o supervisor). Además, su disponibilidad es dispar entre las jurisdicciones europeas, destacando el caso español por su elevado grado de disponibilidad de herramientas en términos comparativos⁷¹. En este sentido las futuras reforma de las Directivas UCITS y AIFMD pueden contribuir a homogeneizar las herramientas disponibles e impulsar su uso dentro de la Unión Europea.

Durante 2023 se han presentado a consulta 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 LMT por parte de los fondos de inversión abiertos. Las recomendaciones del FSB⁷² hacen hincapié de forma especial en el uso de herramientas antidilutivas, constituyendo las directrices de IOSCO⁷³ una guía para la aplicación de este tipo de herramientas de forma efectiva y uniforme. 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 por la venta de los activos subyacentes necesaria para atender el reembolso. Este

68 Las herramientas más importantes disponibles para las 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*.

69 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).

70 La activación de estas herramientas se realiza en términos generales por parte de 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-19 (Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19), 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.

71 Para un mayor detalle véase el recuadro 2 del *Monitor de la IFNB* correspondiente al año 2020, disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IFNB_ejercicio_2020.pdf

72 FSB (2023). *Addressing structural vulnerabilities from liquidity mismatch in Open-Ended Funds-Revisions to the FSB's 2017 Policy Recommendations*. Consultation Report, 5 de julio. Disponible en: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050723.pdf>

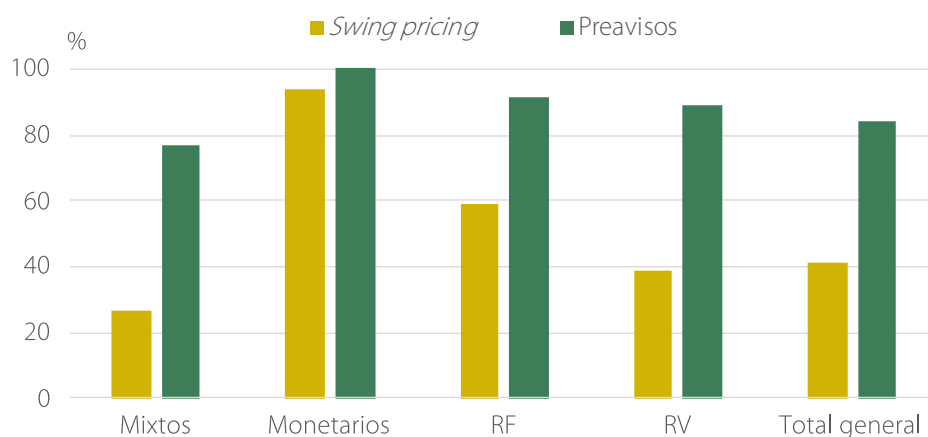
73 OICV-IOSCO (2023). *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*. Consultation Report, julio. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD739.pdf>

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 últimos datos disponibles 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 2023, el 84 % de los fondos de inversión (en términos de patrimonio) tiene establecida en el folleto la posibilidad de exigir preavisos de hasta 10 días hábiles cuando los reembolsos superen los 300.000 euros. Asimismo, un 41 % de los fondos, en términos de patrimonio, tienen establecida, bien en el folleto, o bien mediante comunicación por hecho relevante, la posibilidad de usar un mecanismo de *swing pricing* o de otras herramientas con efectos antidilutivos. Como se observa en el gráfico 24, las categorías de fondos monetarios y de renta fija son las que recurren a este último mecanismo con mayor frecuencia: el 94 % de los fondos monetarios y el 59 % de los de renta fija estarían en disposición de hacer uso de él.

Disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez en los FI

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

En 2022, en el contexto de la guerra en Ucrania, la CNMV intensificó su supervisión de los procedimientos de gestión de la liquidez de las sociedades gestoras potencialmente más afectadas por este conflicto. Durante el primer trimestre del año, coincidiendo con el estallido de la guerra y la consiguiente suspensión de la contratación de los activos ligados a ambos países, cinco instituciones activaron el mecanismo de reembolsos parciales. En ellas, la exposición a los valores suspendidos oscilaba entre un mínimo del 4,2 % y un máximo del 16,3 %. Los reembolsos quedaron pendientes de liquidar por dichos porcentajes, mientras que, por la parte no afectada por las suspensiones, estas instituciones continuaron atendiendo los reembolsos con normalidad.

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 se

plantean para evaluar la capacidad de estas instituciones para atender un aumento extraordinario de los reembolsos. Esta capacidad 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. En este epígrafe 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, 2019⁷⁴]) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el trabajo de Ojea, 2020⁷⁵).

En concreto, la CNMV diseñó un test de estrés para el sector de los fondos de inversión monetarios, las UCITS y las cuasi-UCITS⁷⁶. La base de datos utilizada para realizar el test se ha extraído de los estados reservados que envían las gestoras de fondos de inversión españoles a la CNMV en su labor como supervisor. La granularidad de la información contenida en esa base de datos con respecto al tipo de partícipe, la composición de la cartera del fondo, la vocación y el volumen de activos permite clasificar los fondos en categorías detalladas y representativas. En este caso, las categorías en que se han clasificado a los fondos de inversión mobiliarios son: i) fondos de deuda pública mayorista, ii) fondos de deuda pública minorista, iii) fondos de renta fija corporativa con grado de inversión, iv) fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento, v) fondos de renta fija mixta, vi) fondos de renta variable mayorista, vii) fondos de renta variable minorista y viii) otros fondos de inversión (globales y retorno absoluto). A continuación, se realiza un filtrado de fondos, detallado en Ojea (2020), mediante el que se eliminan de la muestra fondos que, por sus características, podrían introducir distorsiones en la simulación de escenarios⁷⁷.

74 ESMA (2019). *Stress simulation for investment funds*. ESMA Economic Report.

75 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

76 Los fondos monetarios son aquellos regulados en el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario. Los fondos UCITS son aquellos regulados en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En España, tanto los fondos considerados UCITS como los cuasi-UCITS están regulados por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y su reglamento de aplicación, que traspone a la legislación española la Directiva 2009/65/CE. Es importante señalar que, según la normativa europea, la mayoría de los fondos cuasi-UCITS se consideran como institución de inversión colectiva alternativa, que ESMA incluye en la categoría de «Otros». Estos fondos alternativos se encuentran regulados a nivel europeo mediante la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

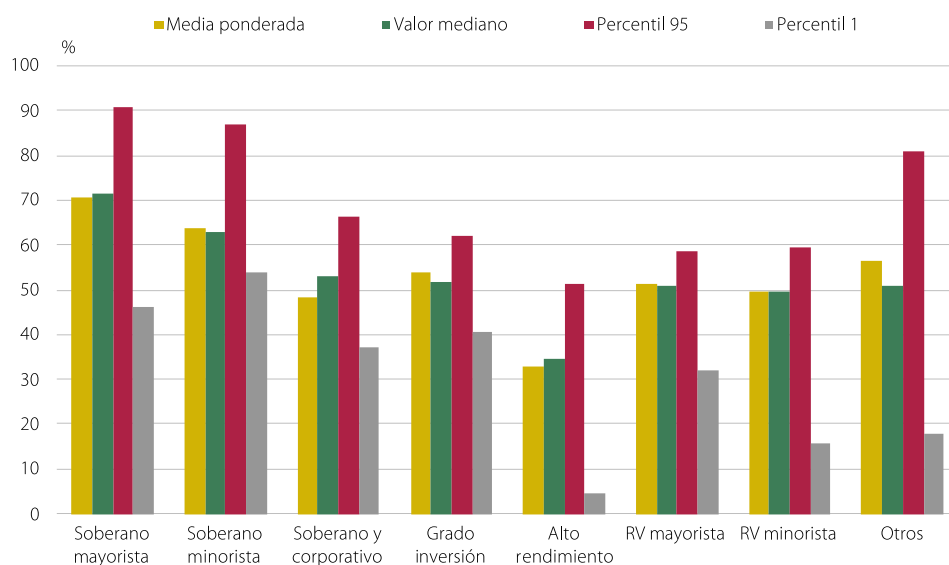
77 Entre otros, se eliminan aquellos fondos cuyas carteras tienen activos no identificables que suponen más del 40% de su patrimonio (por ejemplo, fondos que principalmente invierten en otros fondos). También se suprimen de la muestra los fondos garantizados, por ser fondos que penalizan los reembolsos fuera de las ventanas de liquidez que se encuentran preestablecidas.

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 diciembre de 2008 hasta junio de 2023. Este ejercicio proporciona varios resultados, entre 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 a los reembolsos en diferentes escenarios adversos.

El primer resultado del ejercicio señala que, en junio de 2023, la media ponderada de activos líquidos se sitúa entre el 33 % y el 70 % del patrimonio de los fondos según la categoría, de acuerdo con el enfoque HQLA⁷⁸. Bajo esta aproximación se delimitan los activos a disposición de los fondos para afrontar un *shock* negativo que pudiera suceder durante los siguientes seis meses. El gráfico 25 ofrece los datos medios por vocación, así como otros percentiles de interés. Puede observarse que las categorías de bonos corporativos de alto rendimiento y de bonos soberanos y corporativos son las que presentan ratios de liquidez más bajas, mientras que las categorías de bonos soberanos, bonos corporativos de grado de inversión y otros tienen proporciones de activos líquidos más elevadas. También es importante señalar que en la categoría de bonos corporativos de alto rendimiento existe un porcentaje de fondos que tiene una liquidez disponible muy por debajo de la media.

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

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

78 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. Donde $w_{i,k}$ es el peso (grado de liquidez) que tiene el activo k del fondo i y representa la proporción de ese activo en la cartera del fondo. Es decir, el índice HQLA es una media ponderada de la liquidez de los activos que componen la cartera del fondo. Los pesos atribuidos $w_{i,k}$, se corresponden con los aplicados en Basilea III.

El segundo de los resultados requiere la simulación de diferentes escenarios de *shocks* de reembolsos sobre las categorías de fondos y la identificación de aquellos fondos que, con los activos líquidos estimados, no podrían afrontar el volumen de reembolsos en estos escenarios teóricos. En el cuadro 7 se presentan los resultados de este análisis, que considera cinco escenarios 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 severo⁷⁹ ($\text{CoES}(\alpha = \beta = \sqrt{0,4} \%)$) es hasta 19 veces más severo que en la peor semana del COVID-19.

La actualización de este ejercicio con datos de junio de 2023 revela que el sector de los fondos mobiliarios españoles continúa siendo notablemente resistente a los escenarios planteados. Esto se deduce de los resultados expuestos 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 dichos escenarios. De acuerdo con el análisis, solo existen dos categorías en las que los fondos podrían atravesar problemas en alguno de los escenarios contemplados: la de renta fija corporativa de alto rendimiento y la de otros. El número de fondos que podría experimentar problemas oscila entre 2 en el segundo escenario más severo y 8 en el más severo. En este último caso más severo, el patrimonio de los 8 fondos que podrían experimentar problemas representa el 0,24 % del patrimonio total de la muestra de fondos analizados. Dentro de la categoría de renta fija de alto rendimiento, 2 fondos podrían atravesar dificultades en el segundo escenario más extremo y 4 en el peor escenario. Estos fondos representan el 4,3 % y el 8,5 % de los fondos de esta categoría en sendos escenarios y suponen entre el 0,6 % y el 2,2 % de su patrimonio. En la categoría de «Otros fondos», la ratio de cobertura de reembolsos es insuficiente para 4 fondos en el escenario más severo (2,7 % del patrimonio de esta categoría). El resto de las categorías no incluyen fondos con dificultades.

79 El CoES se define formalmente como $\text{CoES}_{i|j}(\alpha, \beta) = \int_0^u F_i^{-1}(v) dv$, donde $u = F_i^{-1}(\text{CoVaR}_{i|j}(\alpha, \beta))$ 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: $\Pr(\text{Flujo neto } \%_i < \text{CoVaR}_{i|j}(\alpha, \beta) \mid \text{Flujo neto } \%_j < \text{VaR}_j(\alpha)) = \beta$, donde $\text{VaR}_j(\alpha)$ es el percentil α de los flujos netos j que determina la severidad de los reembolsos condicionales, mientras que β es el percentil que determina la severidad de los reembolsos condicionados al escenario anterior. Por ejemplo, en un $\text{CoES}(\alpha = \beta = \sqrt{5} \%)$, para calcular el *shock* de reembolso al que se tienen que enfrentar los fondos de cada una de las categorías, se han 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 han producido el 22,36 % de mayores reembolsos.

%

Número de fondos con $RCR^1 < 1$ en cada estilo /Total de fondos en cada estilo (en %)								
Escenarios	Soberano	Soberano	Soberano y	Corporativo	Corporativo	Renta	Renta	Otros
	mayorista	minorista	corporativo	grado de inversión	alto rendimiento	variable mayorista	variable minorista	
<i>ES</i> ($a = 3 \%^2$)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ($a = \beta = \sqrt{5} \%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ($a = \beta = \sqrt{3} \%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ($a = \beta = \sqrt{2} \%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	4,3	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ($a = \beta = \sqrt{0,4} \%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	8,5	0,0	0,0	4,3

Patrimonio de los fondos con $RCR^1 < 1$ en cada estilo/Total de fondos en cada estilo (en %)								
Escenarios	Soberano	Soberano	Soberano y	Corporativo	Corporativo	Renta	Renta	Otros
	mayorista	minorista	corporativo	grado de inversión	alto rendimiento	variable mayorista	variable minorista	
<i>ES</i> ($a = 3 \%^2$)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ($a = \beta = \sqrt{5} \%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ($a = \beta = \sqrt{3} \%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ($a = \beta = \sqrt{2} \%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
<i>CoES</i> ($a = \beta = \sqrt{0,4} \%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	2,7

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 evalúa, 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.

