

Intermediación financiera no bancaria

Ana María Martínez-Pina García (*)

(*) Ana María Martínez-Pina García es la vicepresidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Resumen

La intermediación financiera no bancaria (IFNB) reúne la actividad de un conjunto de entidades heterogéneas que, en determinadas circunstancias, desarrollan un negocio con algunos aspectos similares a los del negocio típicamente bancario. Este sector ha crecido durante los últimos años tanto en España como en el exterior en un contexto caracterizado por la contracción del crédito bancario y un entorno prolongado de tipos de interés reducidos, que incentivó el desarrollo de nuevas posibilidades de inversión y financiación al margen del canal bancario. Las preocupaciones existentes en torno a la idoneidad de la regulación de este sector le dieron una connotación desfavorable, que se manifestó incluso en su denominación original: banca en la sombra (*shadow banking*), mantenida hasta hace poco tiempo. En muchos países estas entidades están convenientemente reguladas y supervisadas, aunque su regulación es diferente de la bancaria y puede que deba evolucionar para adaptarse a los riesgos que plantea esta nueva realidad financiera.

En España, los activos asociados a la IFNB —estimados de acuerdo con la metodología propuesta por el Financial Stability Board (FSB)²— ascendían a 284.000 millones de euros en 2018, lo que supone el 6,3 % del sistema financiero español. Esta cifra ha mostrado una tendencia creciente desde 2013, aunque presentó una disminución en 2018, como consecuencia de la expansión de los fondos de inversión. Estos últimos son las entidades más importantes del sector en España (89 %), con gran diferencia sobre las demás (titulizaciones, establecimientos financieros de crédito, sociedades de valores, etc.). La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) monitoriza convenientemente este sector, también desde el punto de vista de la estabilidad financiera, y por el momento los riesgos que se observan en la actualidad son limitados, aunque merecen un seguimiento constante (por ejemplo, en relación con el riesgo de liquidez y con el de contagio). En este contexto, la disposición de herramientas que permitan mitigar y, en su caso, disminuir los riesgos asociados a la IFNB resulta esencial tanto desde un punto de vista microprudencial como en relación con el diseño de una política macroprudencial de carácter holístico en constante evolución.

1 El artículo se basa en la información disponible hasta 2018, que está sujeta a revisión.

2 Véase el documento del FSB *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, publicado en 2013.

1 Introducción

La economía española se ha caracterizado tradicionalmente por un elevado grado de bancarización en la provisión de recursos al sector privado. Este fenómeno también se produce en otras economías europeas de referencia y contrasta con el modelo observado en Estados Unidos o en el Reino Unido, donde los mercados de capitales son más relevantes. De hecho, algunas estimaciones indican que en estas dos economías la financiación empresarial proporcionada por los mercados de capitales supone entre el 70 % y el 80 % de la financiación total que reciben las compañías, proporción que se ha mantenido relativamente estable en el tiempo³. En Europa la importancia relativa de los mercados se reduciría hasta valores que oscilan entre el 50 % y el 60 %, aproximadamente, aunque con una tendencia creciente que se produce a raíz de la última crisis financiera y la contracción del crédito en varias economías europeas.

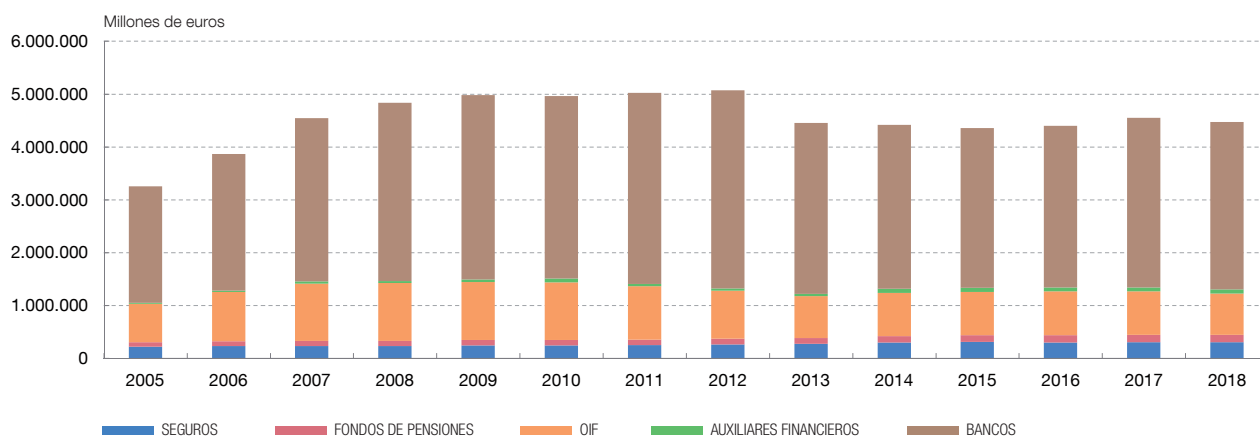
En España, la composición del sistema financiero revela que los bancos continúan siendo las entidades más relevantes por su tamaño, con unos activos de 3,3 billones de euros en 2018 —incluyendo los activos del banco central⁴— (véase gráfico 1), lo que supone el 71 % de los activos totales del sistema. Sin embargo, esta preponderancia ha disminuido ligeramente en los últimos años⁵, debido a factores de diversa naturaleza. Entre ellos destacan, por una parte, los efectos contractivos sobre el saldo vivo de crédito derivado del intenso proceso de reestructuración del sistema financiero en 2012, en un contexto económico recesivo, que alimentaba esta disminución. Por otra parte, la prolongación en el tiempo de un contexto de tipos de interés muy bajos incentivó el desarrollo de nuevos modelos de inversión y financiación alternativos al canal bancario.

Desde hace tiempo se viene hablando de la necesidad de que en España las fuentes de financiación de las empresas estén algo más equilibradas entre los recursos que proporciona el sector bancario y los que se obtienen vía mercados financieros. Estas fuentes de financiación no deben entenderse necesariamente como competidoras, sino más bien como complementarias. Es razonable pensar que una economía que presenta una estructura de financiación más equilibrada entre el sector bancario y los mercados de capitales puede alcanzar tasas de crecimiento más elevadas a medio y largo plazo y, además, mostrar oscilaciones menos extremas en su ciclo económico.

3 Véase el artículo «La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales», elaborado por Eudald Canadell y María Isabel Cambón, publicado en el Boletín de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2018.

4 Incluye el banco central y las instituciones públicas (por ejemplo, el ICO).

5 Entre 2012 y 2018 la importancia relativa del sector bancario (incluyendo el banco central y las instituciones financieras públicas) ha disminuido desde el 73,9 % hasta el 70,9 %, aunque en los últimos tres años se ha producido un leve aumento por la expansión de los activos del banco central, que han pasado de 449 mil millones en 2014 a 749 mil millones en 2018.

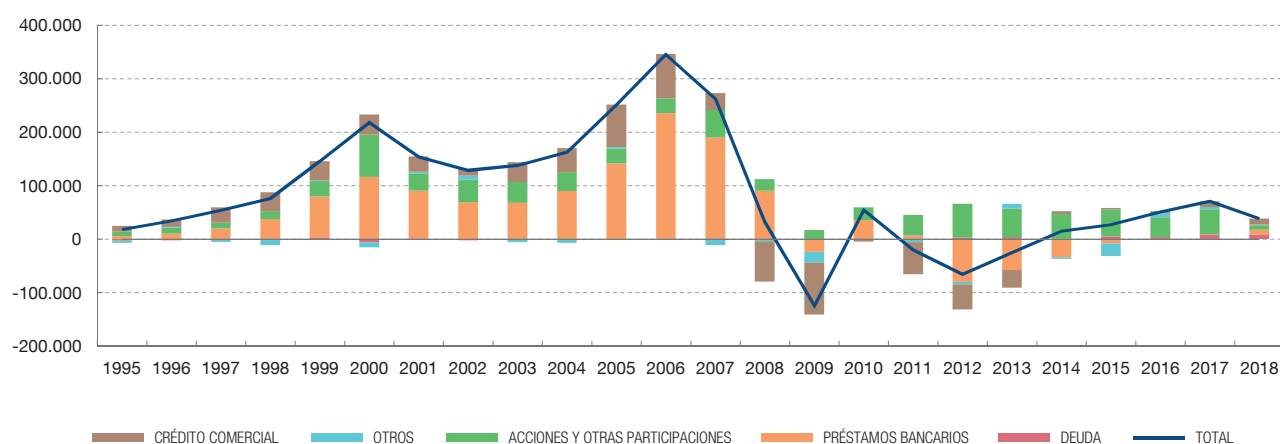
SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

FUENTES: CNMV y Banco de España.

El carácter estabilizador de la financiación que proporcionan los mercados financieros a las compañías en momentos en los que otras fuentes alternativas no están disponibles o se reducen sensiblemente es algo que se ha observado en estos últimos años y que se ha puesto de manifiesto especialmente en los peores momentos de contracción del crédito bancario en 2012, 2013 y 2014. Como se observa en el gráfico 2, la financiación de las sociedades no financieras se vio fuertemente afectada durante los años de la crisis, tanto en términos de volumen como de composición. Así, hasta 2008 esta financiación había descansado mayoritariamente en los préstamos bancarios y, en menor medida, en los créditos entre empresas (crédito comercial). Los préstamos bancarios redujeron su importancia en el total del pasivo de las empresas —desde el 43 % hasta cifras inferiores al 30 %—, mientras que la partida de «acciones y otras participaciones» (que incluye también los beneficios retenidos por las entidades) mostró una gran fortaleza y estabilidad durante los años de la crisis, siendo casi la única fuente recurrente de financiación corporativa y elevando su importancia relativa hasta cifras cercanas al 60 % del pasivo total.

Por otra parte, y desde una perspectiva más general, la financiación de las empresas a través de los mercados es beneficiosa por varias razones: los niveles de transparencia de las compañías aumentan, sus posibilidades de financiación mejoran, las compañías señalan haber alcanzado un grado de gestión profesional de su negocio y, también, se producen mejoras en términos de prestigio y reputación. Sin embargo, la participación en los mercados es una actividad que puede conllevar costes elevados —no solo económicos—, por lo que en muchos casos esta vía de financiación solo la utilizan las empresas de mayor tamaño. Las más pequeñas —muy numerosas en España—, además del recurso al tradicional crédito bancario, pueden acceder a otras fuentes de financiación, entre las que destacan los mercados alternativos, el capital riesgo o las plataformas de financiación participativa (*crowdfunding*).

Gráfico 2

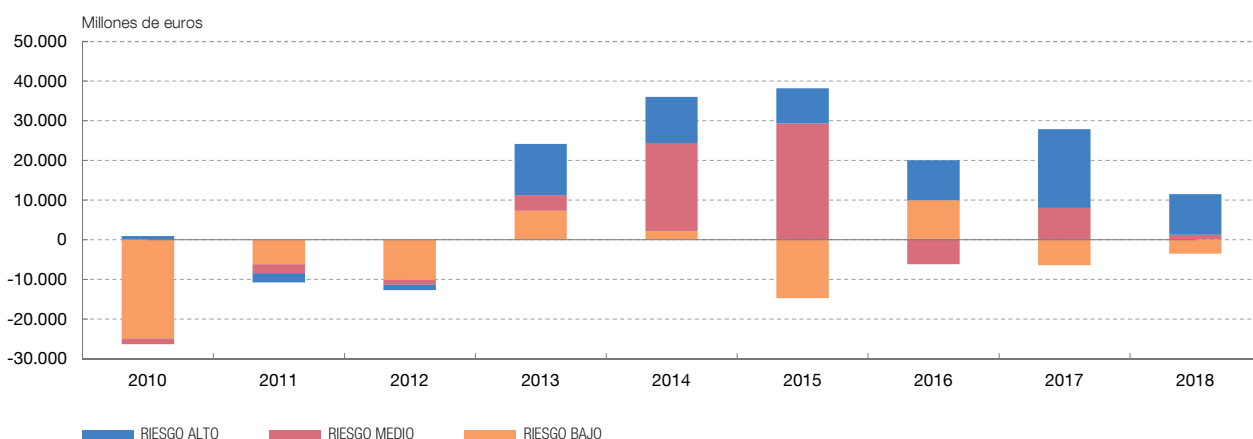
FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

FUENTE: *Cuentas Financieras de la Economía Española*, Banco de España. Datos en millones de euros.

Desde el punto de vista de la inversión, el aumento de la importancia del sector financiero no bancario en los últimos años se enmarca, como se ha señalado anteriormente, en un contexto de tipos de interés muy bajos, que ha incentivado las estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) en un número considerable de inversores. Estas estrategias pueden acabar dando lugar a compras de activos más arriesgados y menos líquidos y, en consecuencia, aumentar el grado de vulnerabilidad de algunos inversores. A modo de ejemplo se puede observar en el gráfico 3 cómo se ha modificado el patrón de inversión en fondos de inversión en España durante los últimos años desde categorías de fondos más conservadoras hacia otras de fondos más arriesgadas: estas últimas pasaron de mostrar reembolsos netos en el período 2010-2012 a suscripciones netas anuales superiores a los 12.000 millones de euros en media entre 2013 y 2018.

En paralelo con el crecimiento del sector financiero no bancario, nació una cierta preocupación en torno a la naturaleza de los riesgos de estas actividades y la idoneidad de su regulación. De hecho, durante varios años y hasta fechas recientes, este sector se denominaba «banca en la sombra», debido a la percepción, en muchos casos errónea, de que estas entidades desarrollaban actividades relativamente parecidas a las de los bancos y no estaban reguladas. Lo cierto es que dentro del sector financiero no bancario hay entidades de naturaleza muy diferente, que, dependiendo de la jurisdicción, pueden estar sometidas a regulaciones poco homogéneas. Sin embargo, en muchos países se puede afirmar que las entidades que participan en el sector financiero no bancario están convenientemente reguladas y supervisadas, aunque esta regulación sea diferente de la regulación bancaria

Gráfico 3

SUSCRIPCIONES NETAS DE FONDOS DE INVERSIÓN EN FUNCIÓN DEL RIESGO DEL FONDO (a)

FUENTE: *Cuentas Financieras de la Economía Española*, Banco de España.

a En fondos de riesgo bajo se incluyen los fondos de renta fija y los garantizados; en fondos de riesgo medio, los fondos mixtos, y en fondos de riesgo alto, los fondos de renta variable, los de retorno absoluto, los fondos globales y los de gestión pasiva.

y quizá deba evolucionar con el fin de responder a los retos de una nueva realidad financiera⁶.

Este artículo trata de describir y acotar las principales actividades y entidades relacionadas con la IFNB en España (epígrafe 2), así como los riesgos más relevantes que ambas pueden suponer en términos de estabilidad financiera (epígrafe 3). Además, se señalan las herramientas más destacadas que existen a disposición de las autoridades para mitigar dichos riesgos en el contexto de un diseño holístico de la política macroprudencial (epígrafe 4). Finalmente, se exponen las conclusiones.

2 La intermediación financiera no bancaria⁷

La delimitación de las actividades relacionadas con la IFNB parte de las entidades denominadas MUNFI⁸ —todas aquellas entidades no bancarias que realizan intermediación financiera (no se incluyen los bancos centrales⁹)—, que en España suponen un volumen de activos cercano a 1,3 billones de euros (véase gráfico 4). La mayor parte de estos activos corresponde a las OIF (otras instituciones financieras),

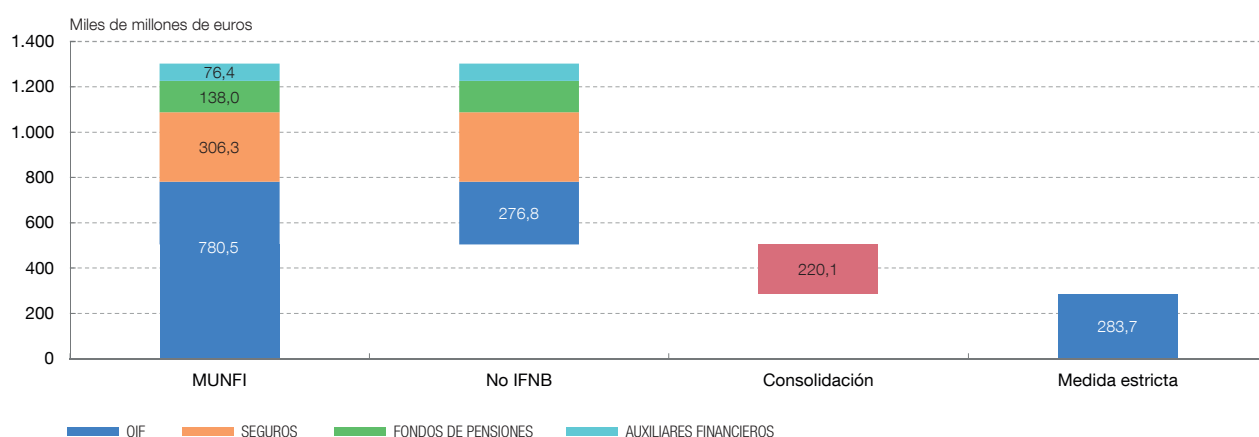
6 Véase el informe del ESRB *Macroprudential policy beyond banking: an strategic paper*, publicado en 2016.

7 La mayor parte de la información que se presenta en este epígrafe se basa en el informe *Intermediación financiera no bancaria en España*, elaborado por Anna Isperto y publicado en el Boletín de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2019.

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

9 Se incluyen las instituciones públicas.

DE MUNFI A IFNB EN ESPAÑA



FUENTES: CNMV y Banco de España. Datos de 2018.

seguidas de las entidades de seguros, los fondos de pensiones y los auxiliares financieros. Las OIF son entidades de naturaleza muy diversa, tal y como se explicará posteriormente. Además, su regulación no es homogénea entre jurisdicciones y no se percibe, en términos generales, tan bien definida como la bancaria. Por ello, el tamaño de este sector se ha utilizado en algunas ocasiones como una medida amplia y aproximada de lo que puede denominarse como IFNB¹⁰.

En España, las OIF tienen en conjunto unos activos de 780.000 millones de euros, aunque su nivel máximo se alcanzó entre 2007 y 2010 cuando llegaron a superar el billón de euros. Entre 2002 y 2009 los activos de las OIF registraron un crecimiento acumulado del 241 %, pero después de la crisis, en 2013, se contrajeron hasta niveles cercanos a los 800.000 millones, momento desde el cual se han mantenido estables. La expansión del sector en España durante los últimos años ha sido algo inferior a la de otras economías europeas, puesto que, a pesar de que los fondos de inversión han registrado una expansión importante, esta se ha visto compensada parcialmente por el descenso del saldo vivo de las titulaciones.

Dentro del conjunto de las OIF se distinguen distintos tipos de entidades en función de la actividad que desarrollan. De acuerdo con el marco conceptual establecido en el ámbito del FSB, y que posteriormente se detallará, dentro de las OIF se encuentran las entidades que forman parte de la IFNB: determinadas vocaciones de fondos de inversión, vehículos de propósito especial para la titulización, sociedades de valores

¹⁰ Esta aproximación se asemejaría más a la que realiza la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés). Véase, por ejemplo, el último informe publicado sobre el sector financiero no bancario *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor*.

y establecimientos financieros de crédito¹¹. Por su parte, las entidades que pertenecen a las OIF pero que no se consideran parte de la IFNB son: instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, fondos de inversión de renta variable, Sareb, fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT¹², por sus siglas en inglés) y otras entidades de menor tamaño. En relación con este último grupo cabe destacar por su volumen de activos las instituciones financieras con actividad limitada y los prestamistas de dinero que se encargan de la provisión de servicios de inversión y cuyos activos o pasivos no se intercambian, en general, en los mercados financieros abiertos. Estas entidades concentraban el 20,9 % de los activos totales de las OIF en 2018 (véase gráfico 5.1).

El FSB desarrolló en 2013 un marco conceptual basado en cinco funciones económicas para identificar y clasificar a las entidades pertenecientes a la banca en la sombra¹³, que se correspondía con la denominación de estas entidades prácticamente hasta los años 2018 y 2019, cuando, tras un intenso debate relacionado con la connotación negativa de esta denominación, se optó por tomar el nombre de IFNB. Con este marco se pretendía que las diferentes autoridades competentes pudieran clasificar las entidades de este sector no tanto por su forma jurídica como por las características de su actividad. Se perseguía, así, una coherencia internacional a la hora de cuantificar el sector e identificar los riesgos asociados.

Teniendo en cuenta las citadas cinco funciones económicas (véanse epígrafes posteriores) y que fundamentalmente se considera una parte de las OIF¹⁴ (véase gráfico 4), los activos involucrados en la IFNB en España a finales de 2018 se situaban en 504.000 millones de euros —un 5,3 % menos que en 2017—. Esta cifra, que se corresponde con la medida amplia de IFNB¹⁵, se puede afinar algo más si se elimina la proporción de activos que consolida en los bancos. Después de descontar estos activos, se puede cuantificar la actividad de la IFNB en España en una cifra de 284.000 millones de euros, un 6,3 % del sistema financiero español y un 36,4 % del subsector de las OIF (véase gráfico 5.2).

La IFNB en España registró un crecimiento elevado entre 2002 y 2007, tanto en su definición amplia como en la estrecha. A partir de 2007, con el inicio de la crisis, los activos gestionados por las entidades pertenecientes a la IFNB comenzaron a

11 También forman parte de la IFNB algunas entidades que no están englobadas dentro de las OIF, aunque, en general, estas son de menor tamaño. En España este sería el caso, por ejemplo, de las sociedades de garantía recíproca, que son auxiliares financieros.

12 *Real Estate Investment Trust*.

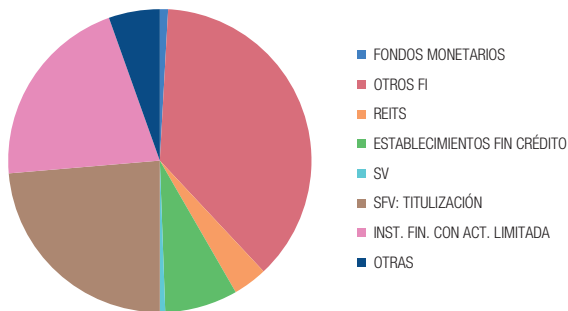
13 *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.

14 Las sociedades de garantía recíproca son las únicas entidades que, sin pertenecer a las OIF (son un auxiliar financiero), forman parte de la IFNB.

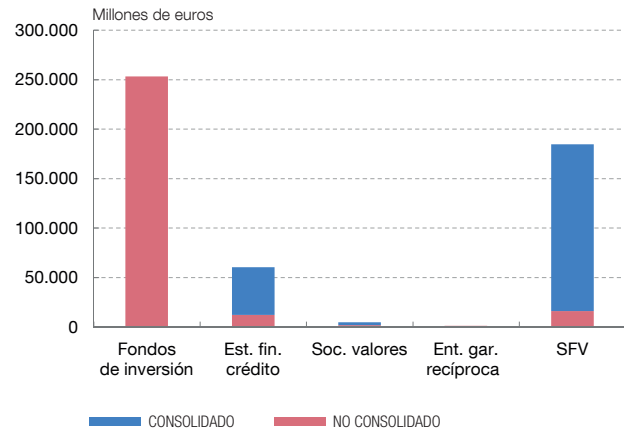
15 Esta denominación de medida amplia no debe confundirse con la que emplea el FSB y que se refiere a las entidades denominadas MUNFI.

DE LAS OIF A LA IFNB

1 OIF



2 IFNB



FUENTES: CNMV y Banco de España. Datos de 2018.

disminuir, sobre todo en 2008, y hasta 2013 no empezaron a recuperarse. A pesar de que en términos absolutos los activos de la IFNB crecieron significativamente antes de la crisis, se produjo una disminución en relación con el sistema financiero (del 11,8 % en 2002 al 8,4 % en 2007), pues su expansión fue menos intensa que la de los activos bancarios. Sin embargo, la expansión observada desde 2013 se produjo en términos absolutos y relativos, aunque aún no se han alcanzado las cifras precrisis (véase gráfico 6).

Atendiendo a las tipologías de las entidades que conforman la IFNB, cabe señalar que aquellas pertenecientes a la función económica 1 (ciertas clases de fondos de inversión) son las más relevantes, seguidas a distancia por las entidades de la función económica 5 (titulizaciones) —véanse gráfico 5.2 y gráfico 6.2—.

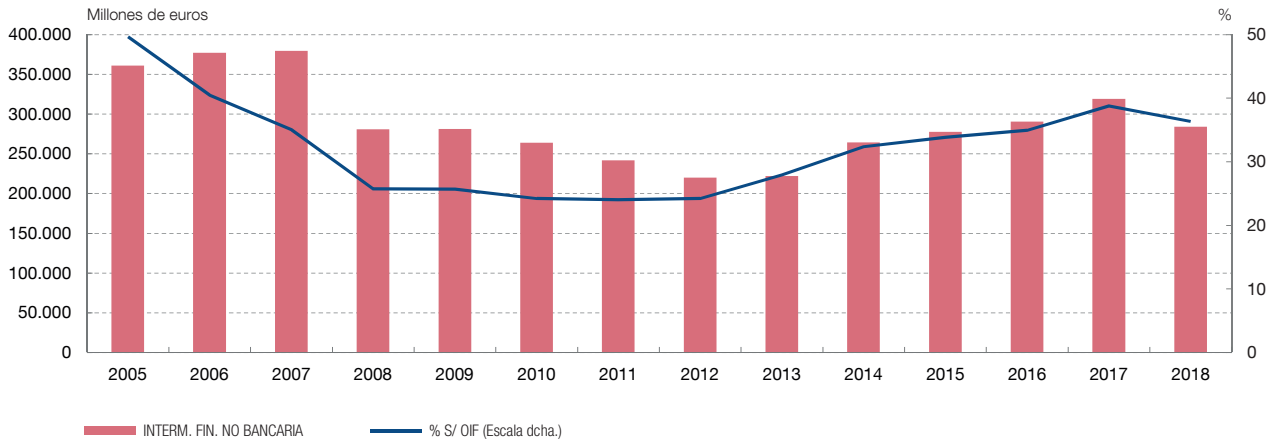
El análisis preliminar de las interconexiones entre las entidades pertenecientes al sistema financiero —especialmente relevantes en momentos de turbulencias en los mercados— revela que la exposición directa entre el sector bancario y las OIF ha disminuido ligeramente durante los últimos años y que se sitúa recientemente en torno al 10 % del balance bancario¹⁶. Estos porcentajes están en consonancia con los que muestran las cifras de las jurisdicciones que aportan datos al FSB cuando se calculan sobre el tamaño del balance bancario¹⁷. En relación con el tamaño del activo de las OIF, los porcentajes que se obtienen para España (superiores al 15 %

¹⁶ Tanto la exposición de los bancos a las OIF como la financiación de los bancos a través de OIF estarían ligeramente por encima del 10 % del activo total bancario, aunque mostraron máximos muy superiores.

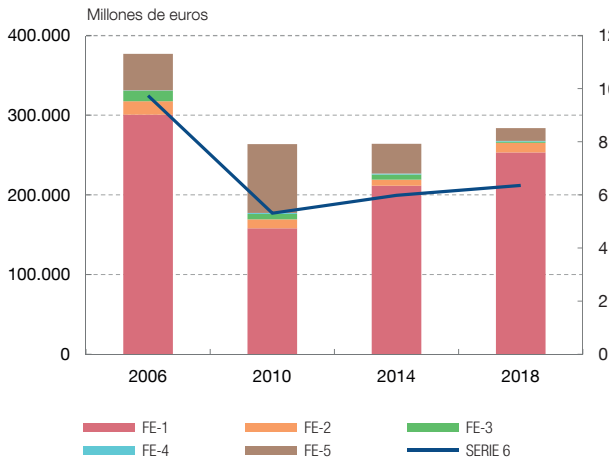
¹⁷ Véase el informe del FSB *Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation 2018*.

ACTIVOS DE LA IFNB EN ESPAÑA

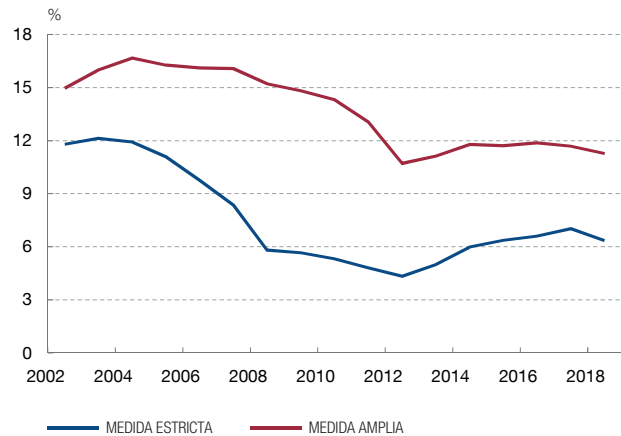
1 ACTIVOS TOTALES Y PESO RELATIVO



2 POR FUNCIONES ECONÓMICAS



3 EN PORCENTAJE DEL SISTEMA FINANCIERO



FUENTES: CNMV y Banco de España.

tanto para derechos como para obligaciones) son de los más elevados, debido, sobre todo, al menor tamaño de las OIF en nuestro país.

2.1 Función económica 1

La función económica 1 se define como la gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hace susceptibles de reembolsos masivos. Existen algunas circunstancias en las que las instituciones de inversión colectiva (IIC) pueden verse sometidas a reembolsos significativos por parte de los partícipes en un período de tiempo reducido, especialmente en momentos de turbulencias en los mercados. En este contexto, las sociedades gestoras de IIC deben afrontar las peticiones de los

inversores de unos activos que ofrecen posibilidad de reembolso diario en la mayoría de los casos. La obligación de vender en poco tiempo una parte considerable de la cartera puede acabar afectando a los activos menos líquidos, con el riesgo de propiciar ventas forzosas de activos que presionen a la baja en los precios (*fire sales*) y acaben teniendo efectos adversos sobre otras entidades y sobre los mercados. El impacto sobre los partícipes de los fondos y sobre los mercados puede depender de cuestiones de diversa naturaleza, entre las que destacan la estrategia que siga el gestor a la hora de vender los activos, la tolerancia de los partícipes a absorber pérdidas, la liquidez de la cartera de los fondos, su apalancamiento, la concentración de sus inversiones en activos afectados por las turbulencias, etc.

En relación con la estrategia del gestor de la institución, cabe distinguir la denominada «waterfall», por la que se venderían en primer lugar los activos más líquidos del fondo, frente a la estrategia *slicing*, por la que se venderían activos de manera proporcional a la cartera de la IIC. Bajo la primera estrategia el impacto estimado sobre los mercados sería inferior —mayoritariamente se venden activos más líquidos—, pero se produce en detrimento del trato equitativo a los partícipes —aquellos que permanecen en la IIC estarían expuestos a una cartera de activos menos líquidos—. Bajo el segundo enfoque se preserva el trato equitativo a los partícipes, pero las consecuencias sobre los mercados financieros serían más adversas inmediatamente —se venden desde el primer momento activos de liquidez reducida—. Para mitigar estos riesgos existen diversas herramientas, normalmente a disposición de los supervisores de valores (se comentarán con detalle en un epígrafe posterior), que fundamentalmente tienen que ver con la gestión de los reembolsos (posibilidad de suspensión o de creación de compartimentos de propósito especial —*side pockets*—), la gestión de la liquidez (posibilidad de requerir incrementos de colchones adicionales de liquidez a las entidades) y límites al apalancamiento. Algunas de estas medidas son de reciente creación (por ejemplo, la imposición de alcanzar determinadas ratios de liquidez)¹⁸.

En este contexto, las vocaciones de vehículos de inversión que en nuestro país se consideran parte de la función económica ¹⁹ son los fondos monetarios, los de renta fija, los fondos mixtos²⁰, los fondos de inversión libre²¹ (*hedge funds*) y las

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

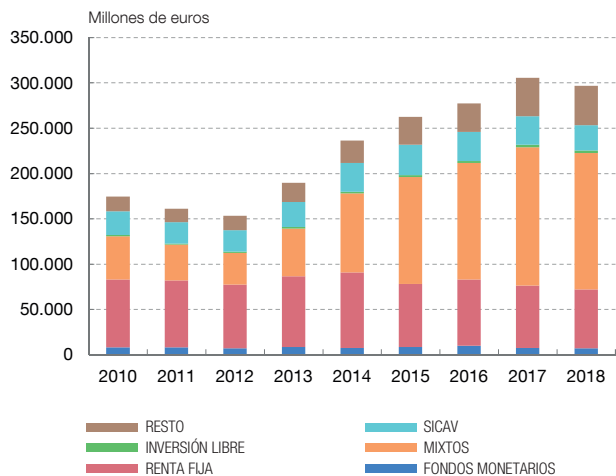
19 Ninguna institución de carácter cerrado se considera parte de la función económica 1, puesto que sus características no les hacen susceptibles de reembolsos masivos.

20 La definición de fondos mixtos utilizada en la IFNB engloba todos aquellos fondos que no se pueden categorizar como fondos de renta fija o fondos de renta variable. Así, estos incluyen los fondos mixtos de renta variable, fondos mixtos de renta fija, fondos de gestión pasiva, fondos globales, fondos de retorno absoluto y fondos garantizados de renta variable.

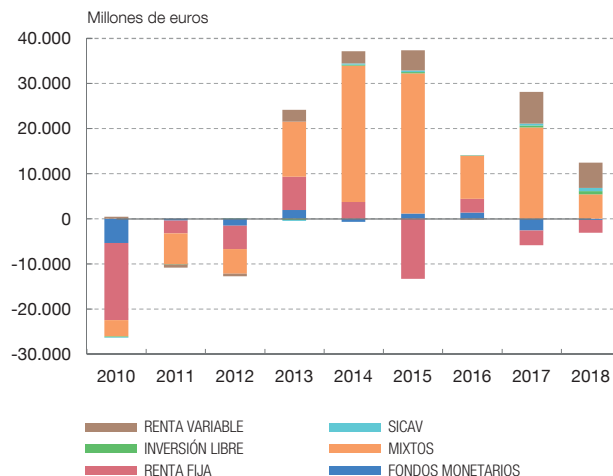
21 Estas instituciones pueden ser susceptibles de reembolsos masivos en sus ventanas de liquidez, si las tuvieran.

PATRIMONIO Y SUSCRIPCIONES NETAS DE LAS INSTITUCIONES DE LA FE-1

1 PATRIMONIO



2 SUSCRIPCIONES NETAS



FUENTE: CNMV.

SICAV. Estos vehículos representan la parte más relevante de la IFNB en la mayoría de las economías que forman parte de los países de la muestra del FSB. En España representaban el 89,2 % en 2018 (con 253.000 millones de euros; véase gráfico 5) —cifra superior al 71,7 % de 2017 en los países del FSB—. Esta proporción ha ido aumentando en los últimos años, en línea con la expansión del sector de la inversión colectiva iniciada en 2013.

Cabe señalar que la composición de las IIC en función de la vocación de los fondos no es homogénea entre jurisdicciones. En España, los fondos mixtos representan una parte mayoritaria (60 %) de las IIC incluidas en la IFNB, y de ellos más de una cuarta parte corresponden a renta fija mixta. Además, su importancia ha ido creciendo en el tiempo casi de forma ininterrumpida desde 2013, con entradas voluminosas de recursos que responden sobre todo a la búsqueda por parte de los partícipes de activos financieros de mayor rentabilidad ante tipos de interés tan reducidos. Este contexto ha dado lugar a un cambio sustancial en la composición de la industria de fondos de inversión en España —tradicionalmente dominada por productos conservadores o de bajo riesgo, como los fondos garantizados, los de renta fija o los monetarios— hacia vocaciones con una mayor proporción de inversiones en renta variable. En consecuencia, la relevancia de los fondos de renta fija ha ido reduciéndose, desde el 50 % de 2011 hasta cerca del 25 % de 2018. El patrimonio de las SICAV representaba el 11 % del total y, de forma más minoritaria, los fondos monetarios y los de inversión libre suponían al cierre de 2018 un 2,7 % y un 1,1 %, respectivamente.

2.2 Función económica 2

La función económica 2 se define como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo. En esta categoría se puede englobar una gran variedad de entidades, que pueden estar sometidas a regímenes jurídicos diferentes en función de su jurisdicción. En España, las entidades de mayor tamaño que pertenecen a esta función son los establecimientos financieros de crédito. Sin embargo, existe otro tipo de entidades más pequeñas y de actividad más reciente, como los fondos de deuda (fondos de *direct lending*²²), que también conceden préstamos a las sociedades, bien de modo competitivo respecto a los bancos o bien ofreciendo servicios en mercados «nicho» donde los bancos no son activos. En la actualidad se está debatiendo la asignación de algunas de estas entidades a la función económica 2 o a la 1, en virtud de su naturaleza de IIC.

Para disminuir los riesgos asociados a estas actividades se pueden adoptar diferentes tipos de medidas. De acuerdo con los trabajos realizados en el seno del FSB, algunas de estas medidas podrían estar relacionadas con la imposición de regímenes prudenciales equivalentes a los bancarios, los requisitos de capital y los colchones de liquidez.

La cuantificación de los activos relacionados con esta función representa una cota inferior respecto a su dimensión real, dado que la concesión de crédito no es una actividad reservada y, en consecuencia, no se dispone de información de todas las entidades que puedan estar involucradas en ella. Además, en el caso de las entidades de reciente creación, una parte de ellas no está registrada en la CNMV (no se dispone de información), y para el resto, la información disponible es incipiente²³. Los cálculos —teniendo en cuenta únicamente los datos de los establecimientos financieros de crédito— revelan que en España los activos relacionados con esta función económica representarían aproximadamente el 12 % del total de la IFNB (en su versión amplia), con algo más de 60.000 millones de euros. Si se descuenta el importe que consolida en los grupos bancarios —aproximadamente el 80 %—, los activos de estas entidades

22 Estos fondos, que conceden préstamos o créditos a compañías generalmente de tamaño mediano o pequeño, suelen ser o bien grandes fondos internacionales, o bien estructuras creadas por gestores españoles, pero normalmente en otras jurisdicciones, como Luxemburgo. Estas entidades no están registradas en España, pero la legislación española (Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado) contempla un tipo de vehículos (vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado) que también pueden realizar esta actividad, al igual que los fondos de inversión libre (FIL), regulados en el artículo 73 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva.

23 Algunas estimaciones revelan que los fondos de *direct lending* que operan en España pueden tener unos activos cercanos a los 1.500 millones de euros. Respecto a los vehículos de inversión colectiva cerrados (con obligación de registro en la CNMV), de los que se dispone de información limitada, se estima una actividad de 550 millones de euros. Las plataformas de financiación participativa tendrían un tamaño aproximado de 60 millones de euros y los datos disponibles sobre FIL de inversión en deuda suponen 30 millones de euros.

descenderían hasta los 12.000 millones de euros, es decir, un 4,2 % de la IFNB en su versión estricta (véase gráfico 5).

2.3 Función económica 3

La función económica 3 se define como la intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada. En España, las entidades que se englobarían en esta función son las sociedades de valores, que pueden verse expuestas a un riesgo de liquidez importante en función de su modelo de financiación. En el caso de aquellas entidades que emplean los activos de los clientes para obtener recursos (generalmente a través de *repos*), una retirada significativa de fondos puede dar lugar a un desajuste entre el vencimiento de los activos y el de los pasivos. Algunos de los instrumentos que están a disposición de las autoridades para atenuar los riesgos asociados a esta actividad tienen que ver con la imposición de regímenes prudenciales equivalentes a los bancarios, los requisitos de liquidez o las restricciones al uso de los activos de los clientes.

En España existían 39 sociedades de valores registradas a finales de 2018, con un activo de 4.560 millones de euros. El tamaño de este sector es pequeño en relación con el de otras jurisdicciones del entorno, ya que en nuestro país los servicios de inversión los prestan mayoritariamente las entidades bancarias —muchas de las cuales han absorbido a sus sociedades y agencias de valores durante los últimos años, incrementando así su relevancia en esta parcela de negocio—. Las sociedades de valores están sujetas a los requisitos establecidos en Basilea III, al tener que cumplir con la legislación europea²⁴ sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión.

2.4 Función económica 4

En la función económica 4 se enmarcan las entidades que realizan una actividad de «facilitación» a la creación de crédito, que en España se corresponden con las sociedades de garantía recíproca. El objeto principal de estas entidades es el de facilitar el acceso al crédito de las pymes y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante las entidades bancarias, las Administraciones Públicas, los clientes y los proveedores. La provisión de mejoras crediticias contribuye a la creación de crédito y, en consecuencia, al incremento del apalancamiento de los agentes y a la formación de riesgos que pueden ser una amenaza para la estabilidad financiera.

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

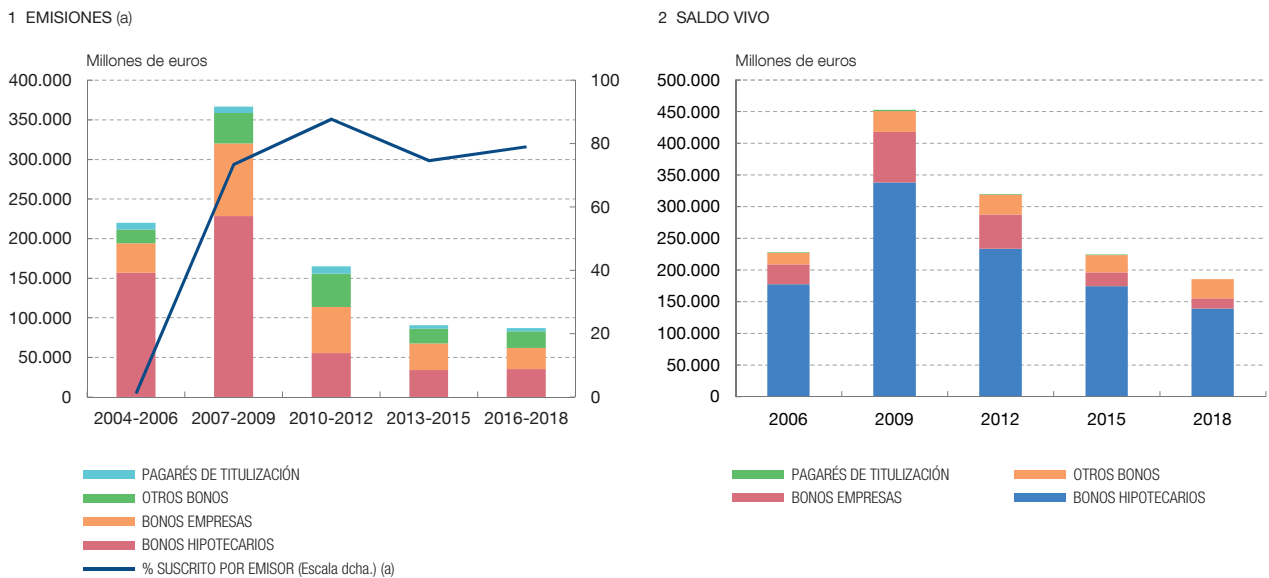
También existen herramientas para mitigar algunos de los riesgos que pueden derivarse de la actividad de estas entidades (requisitos de capital, restricciones en el negocio, colchones de liquidez...), aunque hay que tener presente su escaso tamaño en relación con el conjunto de las actividades que forman parte de la IFNB —a finales de 2018 sus activos apenas representaban el 0,2 % del total de estas actividades—.

2.5 Función económica 5

La función económica 5 está definida como la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras y engloba los vehículos de propósito especial que tienen como objeto la titulización de activos. La provisión de recursos a las entidades financieras (con transferencia real de activo o de riesgos) puede formar parte del proceso de intermediación crediticia y, en consecuencia, ser relevante en términos de transformación de vencimientos y de apalancamiento excesivo. En España, las emisiones de titulización están estructuradas, en general, de manera que los pagos se realizan en función de grupos de activos que se van amortizando, con lo cual el riesgo relacionado con la transformación de vencimientos es mucho menor. Además, cabe señalar que en nuestro país la titulización fue utilizada en su mayor parte como fuente de financiación, y no como un mecanismo de transferencia de riesgos —como ocurrió en otras jurisdicciones y supuso uno de los problemas más relevantes de la última crisis financiera—. Entre las herramientas que persiguen minimizar los riesgos relacionados con estas actividades, destacan: las restricciones a la transformación de vencimientos, la posibilidad de obligar al originador a retener una parte del valor titulado, las restricciones al colateral elegible y las restricciones a las exposiciones a los bancos u otras entidades financieras.

En España, la titulización es la segunda función económica más relevante en el conjunto de la IFNB. Los activos de estos vehículos se situaron en 185.000 millones de euros en 2018, lo que supone alrededor del 37 % de la IFNB (en su definición amplia). El tamaño de este sector era muy superior hace unos años (cerca de los 500.000 millones de euros en 2010), pero descendió en el contexto de la crisis financiera. Con todo, en España el retroceso observado de las emisiones (véase gráfico 8.1) fue inferior al que habría cabido esperar, pues las entidades financieras decidieron seguir emitiendo titulizaciones y suscribirlas ellas mismas con el fin de utilizar estos activos como colateral en las operaciones de financiación del Eurosistema. El saldo vivo de las titulizaciones disminuyó desde los 450.000 millones de euros de 2009 hasta los 186.000 millones de 2018 (véase gráfico 8.2). En el mercado español la mayor parte de los bonos y pagarés de titulización ha correspondido a bonos hipotecarios, que representan cerca de tres cuartas partes del total. Además del descenso del saldo vivo de las titulizaciones, cabe señalar el deterioro de la calidad crediticia de estos activos, que se originó en 2011 y 2012 y

EMISIONES Y SALDO VIVO DE LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN



FUENTE: CNMV.

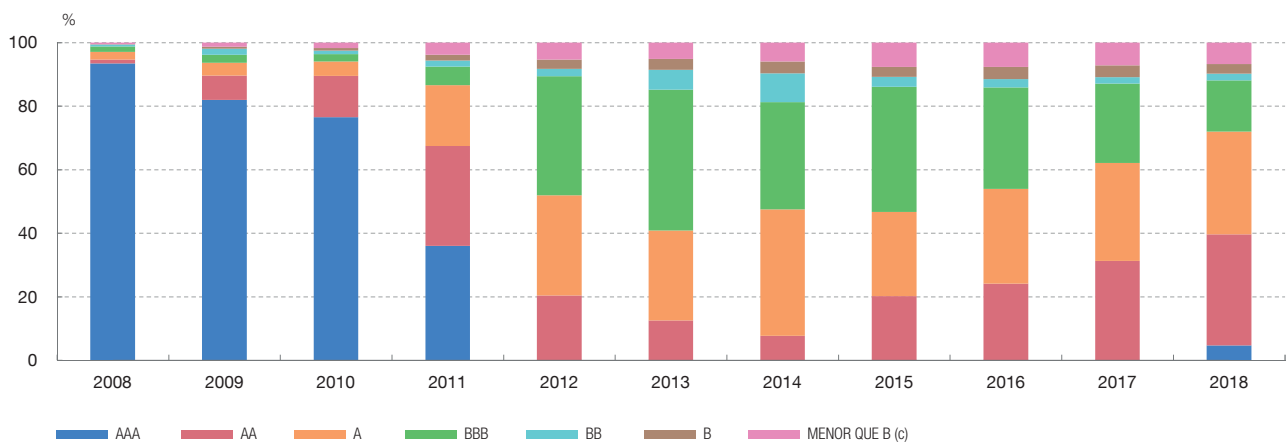
a Importes acumulados en el período.

que se debió tanto al incremento del riesgo país en aquellos años como al aumento del riesgo intrínseco de estos productos. Así, el porcentaje de activos calificados como AAA —que concentraban más del 90 % del total en 2008— fue inexistente entre 2012 y 2017, mientras que los activos con calificación BBB o inferior pasaron del 3 % al 37 % en 2018.

La legislación nacional no contempla restricciones específicas en relación con los colaterales elegibles o con los volúmenes máximos de créditos que pueden titulizarse. Sin embargo, desde la CNMV se promueve la transparencia de las entidades que realizan titulaciones para mitigar los riesgos derivados de la complejidad de estos productos. Esta transparencia se manifiesta en la obligación de las entidades gestoras de estos activos de enviar semestralmente información estandarizada y detallada de la cuantía y situación de los activos titulizados y los bonos emitidos²⁵. Por otra parte, y a pesar de no disponer de esta legislación nacional, cabe señalar la entrada en vigor en 2019 del Reglamento (UE) 201/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada. Una de las novedades más relevantes de esta regulación es la distinción entre la titulización denominada STS (*simple, transparent and standardised*) y el resto de las titulaciones, ya que las

25 Esta información se publica en el sitio web de la CNMV.

Gráfico 9

SALDO VIVO DE BONOS Y PAGARÉS DE TITULIZACIÓN POR CALIFICACIÓN CREDITICIA (a) (b)

FUENTE: CNMV.

- a No incluye el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).
- b Ratings agrupados según su equivalente en Standard and Poor's.
- c Incluye las emisiones sin rating.

primeras tienen un tratamiento favorable en términos de requisitos de capital y exigencia de retención para el originador.

Por último, es importante señalar que en España una parte mayoritaria de las titulaciones consolida en grupos bancarios y, en consecuencia, se excluye de la medida estrecha de la IFNB. La razón está en el hecho de que la entidad cedente retiene el control de acuerdo con la normativa existente y está expuesta a los rendimientos variables de los fondos y de los activos titulizados, bien porque la entidad haya realizado una mejora crediticia, o bien porque se haya producido un *swap* en el que cobra los rendimientos de la cartera titulizada y paga los cupones de los bonos.

3 Riesgos asociados a la IFNB

Además de identificar las entidades involucradas en la intermediación financiera y de cuantificar sus activos, es preciso analizar los riesgos para la estabilidad financiera que estas pueden generar o transmitir como consecuencia del desarrollo de su actividad, de su tamaño o de su conexión con otras entidades. En este sentido, la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales cobran una gran relevancia. En este epígrafe se propone una breve valoración de los riesgos más importantes de las entidades de mayor tamaño que conforman la IFNB en España: los fondos de inversión (se analizan de forma independiente los fondos monetarios,

los de renta fija y los mixtos), los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV (*Structured Finance Vehicles*).

El cuadro 1 ilustra la representación de la intensidad de los riesgos analizados, resultado del cálculo de un indicador²⁶ por tipo de entidad que represente alguna clase de vulnerabilidad y de la posición de dicho indicador en relación con un umbral previamente determinado. Estos umbrales se han definido teniendo en cuenta el debate sobre ellos que existe en los foros internacionales y se han adaptado a las características de cada tipo de entidad. Su fijación se ha realizado, no obstante, mediante criterios puramente cualitativos, que pueden revisarse en el futuro, si se considera necesario²⁷. La valoración de la intensidad en la actividad de intermediación de crédito (transformación de liquidez y de vencimientos y de apalancamiento) debe hacerse en un contexto que tenga en cuenta la dimensión del sector analizado y el grado de interconexión entre las entidades. En relación con la dimensión de los sectores, cabe recordar la relevancia de la consolidación de activos dentro de los grupos bancarios para determinadas entidades. Así, por ejemplo, el peso de las titulizaciones —elevado (37 %) en la medida amplia de IFNB— se reduce hasta el 5,6 % una vez excluidos los vehículos que consolidan dentro de un grupo bancario, mientras que la importancia relativa de los fondos de inversión —que apenas se ven afectados por esta consolidación— aumenta desde el 50 % hasta casi el 90 % de la IFNB. En cuanto al grado de interconexión entre entidades, un análisis preliminar de las exposiciones cruzadas entre sectores²⁸ revela que la más relevante se produce entre fondos de titulización y el sector bancario, aunque ha descendido en los últimos años²⁹.

Como muestra el cuadro 1, el riesgo más elevado que se identifica en estos momentos sobre los fondos de inversión —que, recordemos, conforman el grupo de mayor peso dentro de la IFNB— está relacionado con la intermediación crediticia, sobre todo en los fondos monetarios y en los de renta fija. Este riesgo (estable en los últimos años) es el más obvio e ilustra la propia naturaleza de este grupo de entidades,

26 Los indicadores presentados se han calculado para el total de entidades, incluyendo las que consolidan en grupos bancarios.

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

28 Exposición a través de préstamos, activos de renta fija y de renta variable.

29 Este análisis preliminar no excluye la parte de las interconexiones generada por vehículos consolidados en grupos bancarios.

RIESGOS ASOCIADOS A LA IFNB (a)

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Intermediación crediticia	●	●	●	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	●	○	○	○	●
Transformación de liquidez	●	●	●	●	○	●
Apalancamiento	○	○	○	●	●	●
Interconectividad con el sistema bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa (b) (c) (%)	1,3	13,0	28,7	10,8	0,7	38,9

FUENTE: CNMV. Datos de 2017.

- a La ausencia de color apunta a la presencia de un riesgo bajo, mientras que los colores morados informan de un riesgo moderado, medio y alto en función de la intensidad del color (claro, medio y fuerte).
- b Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100 %, ya que no están representadas las entidades de garantía recíproca ni algunas tipologías de fondos que también pertenecen a la IFNB.
- c Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

que es la inversión mayoritaria en activos crediticios³⁰. A continuación se situaría el riesgo relacionado con la transformación de liquidez (en un nivel medio para las tres vocaciones contempladas), que se ha incrementado ligeramente en los últimos años. Esta fuente de riesgo es una de las más relevantes en el ámbito de los fondos de inversión y como tal se viene analizando y poniendo de manifiesto en los foros internacionales más relevantes durante los últimos años. La preocupación que subyace es que los gestores puedan experimentar dificultades para encontrar activos de deuda con rentabilidades atractivas y puedan estar incorporando en las carteras activos de mayor rentabilidad esperada (y también de mayor riesgo y menor liquidez). En nuestro análisis, la medida relacionada con el riesgo de liquidez considera como activo líquido aquel activo que fácilmente puede ser convertido en efectivo. Por tanto, el cociente que mide el riesgo de liquidez —calculado, como todos los activos que no se consideran líquidos, sobre la cartera total— podría estar incluyendo activos que a priori parecen poco líquidos, pero que lo son en la práctica. En cualquier caso, la valoración de este riesgo para los fondos de inversión no es excesiva, pero conviene seguir su evolución temporal para ver si continúa al alza³¹ y, sobre todo, su distribución a nivel de fondo³².

30 En este contexto, la inversión en activos crediticios estaría formada por la tesorería, los depósitos y los valores de renta fija nacionales y extranjeros.

31 En las tres vocaciones de fondos analizadas (mixtos, renta fija y monetarios), la proporción estimada de activos ilíquidos sobre el total de los activos se situaba entre el 50 % y el 60 % en 2018, habiendo experimentado una tendencia creciente desde 2014.

32 En este sentido, la CNMV evalúa de forma periódica las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija de los fondos de inversión y no ha detectado problemas relevantes a nivel individual en términos de liquidez; eso sí, hay que tener en cuenta que estos análisis se están realizando en momentos de ausencia de estrés en los mercados. En momentos de turbulencias, las condiciones de liquidez de los activos de deuda pueden cambiar de forma significativa en poco tiempo.

En relación con los otros dos grupos de entidades más relevantes de la IFNB (aunque a mucha distancia de los fondos de inversión): las titulaciones y los establecimientos financieros de crédito, cabe señalar que la mayoría de los indicadores calculados apuntan a la existencia de riesgo medio o alto, sobre todo para las titulaciones. En la mayoría de los casos el nivel elevado de los indicadores responde a la naturaleza de la actividad de estas entidades. En las titulaciones, por ejemplo, en las que el activo del balance está conformado prácticamente en su totalidad por activos crediticios (que son la base de su titulación) y el pasivo refleja casi exclusivamente las diferentes clases de pagarés y bonos de titulación que emiten, es natural que los indicadores convencionales relacionados con la intermediación crediticia, la transformación de la liquidez o el apalancamiento obtengan una valoración elevada. Por tanto, el análisis de estos indicadores tradicionales, aunque es relevante y forma un buen punto de partida que permite comparar entre tipos de entidades con criterios homogéneos, debe ser completado con el desarrollo de otros análisis adicionales que se adapten tanto a los modelos de negocio de cada sector como a la heterogeneidad existente dentro de ellos.

4 La intermediación financiera no bancaria y la política macroprudencial³³

La política macroprudencial, que tiene como finalidad la preservación de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y que tradicionalmente ha tenido un enfoque bancario, está adoptando desde hace varios años una visión más global del sistema financiero y, por tanto, está haciendo hincapié en los trabajos relacionados con el ámbito no bancario. Este cambio surge a raíz de la última crisis financiera global, que puso de manifiesto que otros actores y actividades desarrolladas al margen del ámbito bancario pueden ser fuentes de riesgo sistémico en determinadas circunstancias. En el nuevo enfoque de la política macroprudencial se tienen en cuenta, además del tamaño de los participantes (relacionado con el *too big to fail*), otras dimensiones, como las interconexiones entre los agentes y su comportamiento, la falta de transparencia, y las cuestiones relacionadas con la información asimétrica y el riesgo moral.

El diseño de una política macroprudencial adecuada requiere el establecimiento de objetivos intermedios ligados a la consecución del fin último de la política (la estabilidad financiera) y la existencia de herramientas adecuadas que permitan conseguir estas metas. Estos objetivos intermedios se evalúan mediante múltiples indicadores de diversa naturaleza. En el ámbito bancario este marco está más claro, destacando entre sus objetivos intermedios el crecimiento del crédito y el

33 Véase el documento de la CNMV *La participación de la CNMV en la política macroprudencial*, publicado en julio de 2019.

endeudamiento o la transformación de vencimientos e iliquidez³⁴. Las herramientas más importantes en el ámbito de la Unión Europea son los colchones de capital anticíclico, los de preservación del capital y aquellos destinados a las entidades de importancia sistémica.

En el ámbito no bancario el diseño de la política macroprudencial se encuentra en fase de desarrollo, sobre todo en la parte relacionada con las herramientas, que, en muchos casos, a pesar de tener un origen microprudencial, reciben un uso macroprudencial. En relación con la definición de objetivos intermedios, muchos de los que se tienen en cuenta para los bancos también son relevantes en el mundo no bancario. Este sería el caso de los objetivos relacionados con el aumento del apalancamiento o de la transformación de vencimientos y, sobre todo, la iliquidez. Durante los últimos años se ha avanzado notablemente en los trabajos de análisis y diseño de indicadores relacionados con la identificación de riesgos, pero todavía queda margen de mejora, sobre todo en la parte de las herramientas disponibles³⁵.

En este epígrafe se describen las herramientas macroprudenciales más relevantes relacionadas con las IIC —las entidades de mayor importancia cuantitativa desde el punto de vista de la IFNB—. Existen otras medidas macroprudenciales destacables en el ámbito no bancario que afectan a otros sectores o entidades que no se detallan en este artículo. Entre ellas destacarían, por ejemplo, las restricciones a las ventas en corto dentro del ámbito de las infraestructuras de los mercados. Las herramientas disponibles para la CNMV han sido aumentadas recientemente³⁶ en paralelo a la constitución de la nueva autoridad macroprudencial española³⁷ (AMCESFI), que ha comenzado su andadura este año. Esta autoridad, que busca mejorar la coordinación de la supervisión macroprudencial a escala nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos, está compuesta por miembros del Ministerio de Economía y Apoyo a la Empresa, el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Además de realizar un seguimiento y análisis de los factores que pueden afectar al riesgo sistémico, la autoridad puede emitir opiniones, alertas y recomendaciones cuando así lo estime oportuno, y también debe ser informada por parte de los supervisores con antelación cuando estos decidan activar, recalibrar o desactivar alguna de sus herramientas macroprudenciales.

34 Para un mayor detalle, véase Mencía y Saurina (2016).

35 Uno de los primeros documentos que abordaron las tareas de los supervisores de valores en relación con el riesgo sistémico fue publicado por IOSCO en 2011 (*Mitigating systemic risk: a role for securities regulators*).

36 Véase nota a pie de página 19.

37 Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

Cuadro 2

HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES EN EL SECTOR DE IIC

Instrumento	Objetivo intermedio	Disponibilidad en la legislación actual			Observaciones
		Disponible en la normativa española	Necesidad de autorización de la CNMV	Posibilidad de adopción por la CNMV (a)	
Comisión de reembolso	Desajustes de vencimientos y liquidez	Sí	No	No	Su puesta en marcha otorga derecho de separación a los partícipes
<i>Redemption gate</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	Sí	No	No	Para fondos alternativos e inmobiliarios
Reembolso en especie	Desajustes de vencimientos y liquidez	Sí	Sí	No	No se pueden usar en circunstancias normales
<i>Side pockets</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	Sí	Sí	Sí	No se pueden usar en circunstancias normales. No disponible para fondos inmobiliarios
Suspensión de los reembolsos	Desajustes de vencimientos y liquidez	Sí	Sí	Sí	No se pueden usar en circunstancias normales. Los fondos inmobiliarios pueden suspender reembolsos hasta dos años. En el resto no hay límites
<i>Anti-dilution levy</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	No			
<i>Swing pricing</i>	Desajustes de vencimientos y liquidez	No	Sí	No	No está recogido en la normativa de forma expresa, pero la CNMV permite que las gestoras adopten esta herramienta si está establecido en sus procedimientos
Restricciones a los reembolsos	Desajustes de vencimientos y liquidez	Sí	No	No	
Límites a la concentración de activos	Excesiva concentración de riesgos en determinados activos o sectores	Sí			Requisito regulatorio
Límites al uso de derivados	Excesivo apalancamiento	Sí			Requisito regulatorio
Límites al apalancamiento	Excesivo apalancamiento	Sí		Parcial	Requisito regulatorio en UCITS. La CNMV puede establecer límites específicos en fondos alternativos (FIL y FCR)
Coefficiente de liquidez	Desajustes de vencimientos y liquidez	Sí			Requisito regulatorio
Refuerzo de liquidez	Desajustes de vencimientos y liquidez	Sí		Sí	Por razones de estabilidad financiera y temporalmente, la CNMV puede exigir para una entidad o un conjunto de entidades el incremento del porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos (esta herramienta se puede aplicar a IIC abiertas, ICC cerradas y entidades de capital riesgo)
Límites y condiciones a la actividad de estas entidades para evitar un endeudamiento excesivo del sector privado	Excesivo apalancamiento	Sí		Sí	Medida de aplicación a todas las entidades supervisadas por la CNMV

FUENTE: CNMV.

a En general, para aquellas medidas que la CNMV no puede adoptar, son las sociedades gestoras las responsables de tomar las decisiones.

El cuadro 2 contiene una lista (no exhaustiva) de las principales herramientas macroprudenciales en el ámbito de las IIC, con detalle de las disponibles en la legislación española, las que pueden ser adoptadas por las instituciones supervisadas y las que pueden ser iniciadas por la CNMV (o necesitan su autorización). La mayoría de los instrumentos abordan los problemas relacionados con los desajustes de vencimientos y la iliquidez, destacando entre ellos las restricciones y las suspensiones de los reembolsos, las comisiones de reembolso, los reembolsos en especie, los *side pockets* (compartimentos de propósito especial) y los coeficientes de liquidez. Algunas de estas medidas deben ser autorizadas por la CNMV antes de que las inicien los gestores de las IIC. En los últimos años, la CNMV ha autorizado la suspensión temporal de los reembolsos de algunos fondos —varios de ellos inmobiliarios— a petición de su sociedad gestora. En relación con la gestión de la liquidez, el cuadro contempla tanto el cumplimiento de coeficientes específicos (que se derivan de la regulación existente y que tienen un origen microprudencial) como el refuerzo de la liquidez. Este último aspecto es una de las herramientas más novedosas de la legislación por la cual la CNMV, en favor de la estabilidad financiera y de forma temporal, puede exigir para una entidad o un conjunto de entidades el incremento del porcentaje de inversión en activos especialmente líquidos. Finalmente, es importante resaltar la existencia de medidas que tratan de limitar la exposición de los fondos a los derivados, así como de contener su apalancamiento y su grado de concentración a la exposición de determinados activos o sectores.

5 Conclusiones

Conceptualmente, la IFNB engloba un conjunto de actividades realizadas por entidades de naturaleza muy diversa, como los fondos de inversión, los establecimientos financieros de crédito o los vehículos de titulización, y comparten algunas características con la actividad típica de los bancos. Estas entidades proporcionan, por tanto, un tipo de financiación que en algunos casos puede comportar riesgos similares a los de las entidades de crédito (desajustes de vencimientos, riesgo de liquidez, apalancamiento excesivo, etc.). En general, la financiación no bancaria no debe considerarse como una fuente de competencia en relación con el crédito bancario, sino como una posibilidad para que las compañías diversifiquen sus fuentes de financiación y logren una base estable para obtener recursos. De hecho, una de las ventajas más relevantes que ofrece la financiación no bancaria y, en particular, la que proporcionan los mercados de capitales es su carácter amortiguador, al estabilizar los flujos de financiación de las entidades en momentos de contracción del crédito bancario. Hace algunos años, y coincidiendo con momentos de contracción del crédito bancario, la financiación a través de los mercados fue, junto con la retención de beneficios por parte de las compañías, la fuente de financiación más estable y recurrente. Desde un punto de vista macroeconómico, también parece claro que las economías que presentan fuentes

de financiación más diversificadas acaban registrando tasas de crecimiento superiores a medio y largo plazo.

El tamaño de la actividad relacionada con la IFNB se ha incrementado en los últimos años³⁸, en un contexto marcado por la contracción del crédito en muchas economías tras la crisis financiera global y por la elevada duración de un entorno de tipos de interés muy reducidos. Estos factores, junto con algunos otros como el impacto de los cambios regulatorios sobre actividades de la banca, hicieron emerger un conjunto de entidades que desarrollaban su actividad al margen del canal bancario. En algunos casos, estas entidades han entrado en nichos de mercado que los bancos han evitado por considerarlos demasiado arriesgados.

El crecimiento de las mencionadas actividades en los últimos años ha suscitado preocupaciones en diversos ámbitos, por considerarse, en ocasiones erróneamente, que estas entidades permanecían al margen de la regulación y de la supervisión. Estas preocupaciones se manifestaron incluso en la denominación de este sector, que hasta hace no mucho tiempo era conocido como «banca en la sombra». Lo cierto es que la realidad regulatoria y supervisora es muy heterogénea entre jurisdicciones, pero, en términos generales, se puede decir que estas entidades sí están sometidas a un régimen de regulación y supervisión, aunque diferente del régimen aplicable a las entidades bancarias. Por tanto, la pregunta que cabría hacerse es si este régimen resulta adecuado desde el punto de vista de la estabilidad financiera y la contención del riesgo sistémico o debe evolucionar en algún sentido.

En España, el volumen de activos de la IFNB se situaba en 284.000 millones a finales de 2018, lo que supone el 6,3 % del sistema financiero español. Casi el 90 % de este importe corresponde al patrimonio de algunas categorías de fondos de inversión, una proporción que es superior a la observada en otras economías de nuestro entorno. Las siguientes entidades en importancia (vehículos de titulización y establecimientos financieros de crédito) se sitúan a mucha más distancia y están afectadas —sobre todo en el caso de los vehículos de titulización— por la gran proporción de sus activos que consolida en los balances bancarios (y, por tanto, se excluye de la cifra final de IFNB). Además de mostrar un tamaño relativamente reducido, los riesgos percibidos sobre estas entidades son bajos, aunque algunos de ellos, como el riesgo de liquidez, muestran un cierto aumento que pone de manifiesto la necesidad de profundizar en estos trabajos. También hay que perseverar en la identificación de los riesgos relacionados con las interconexiones entre las entidades.

En la medida en que las actividades desarrolladas por las entidades que forman parte de la IFNB pueden suponer algún riesgo para la estabilidad financiera, cabe

38 Cabe recordar que en España la expansión que comenzó en 2013 se interrumpió en 2018.

preguntarse si las autoridades cuentan con las herramientas necesarias para afrontarlo. En este sentido, la CNMV dispone de un conjunto amplio de herramientas, muchas de las cuales tienen un origen microprudencial, pero que, si es necesario, pueden ser objeto de una aplicación macroprudencial. En el ámbito de los fondos de inversión, una de las herramientas más conocidas y empleada en algunas ocasiones durante los últimos años es la suspensión de los reembolsos. También son muy importantes aquellas que están relacionadas con la gestión adecuada del riesgo de liquidez de la cartera de estas instituciones, destacando la reciente aprobación de una nueva medida que permite a la CNMV, de forma transitoria, exigir a un conjunto de entidades el refuerzo de su liquidez hasta una proporción que se considere adecuada. La puesta en marcha de alguna de las herramientas disponibles debe comunicarse con antelación a la nueva autoridad macroprudencial (AMCESFI), al igual que lo deben hacer el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Como reto de cara al futuro, la CNMV seguirá dando prioridad a los trabajos relacionados con la IFNB y, en particular, con la necesidad de evaluar permanentemente a los actores que pueden formar parte de estas actividades (los fondos de deuda son un ejemplo reciente de la elevada casuística que se puede presentar), de cuantificar su actividad y de estimar correctamente los riesgos que se derivan de ella. En último término, se puede determinar si la disponibilidad de las herramientas macroprudenciales es adecuada o si requiere alguna revisión. Cabe señalar, además, el esfuerzo de transparencia que realiza la institución de la que soy vicepresidenta, que desde este año publica un monitor semestral con la información más relevante y actualizada sobre la IFNB en España.

BIBLIOGRAFÍA

- Cambón, M. I., y E. Canadell (2018). «La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales», *Boletín de la CNMV*, III/2018.
- CNMV (2019). *La participación de la CNMV en la política macroprudencial*.
- ESRB (2016). *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*.
- (2019). *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019*.
- FSB (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.
- (2019). *Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation 2018*.
- IOSCO (2011). *Mitigating systemic risk: a role for securities regulators*, Discussion Paper.
- Isperto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España», *Boletín de la CNMV*, I/2019.
- Mencia, J., y J. Saurina (2016). *Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores*, Documentos Ocasionales, n.º 1601, Banco de España.

