

Banca en la sombra: regulando el futuro con las dudas del pasado

David Ramos Muñoz*

“Banca en la sombra”, o “sistema bancario en la sombra” es el término utilizado por el Financial Stability Board (FSB) para promover una nueva batería de reformas en la regulación financiera. El término se ha establecido tanto en los estudios académicos como en las propuestas de regulación por parte de distintos organismos como el propio FSB, el Comité de Basilea para la Supervisión bancaria (CBSB, o BCBS, en su acrónimo en inglés), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), o la propia Comisión Europea.

Se trata de un concepto sugerente, y, a la vez, inquietante, que describe un fenómeno sustancial a la regulación. Si esta es efectiva, genera un incentivo para que los operadores realicen una actividad funcionalmente equivalente fuera de los límites marcados por las normas: cuando se manifiestan los primeros síntomas de la crisis, la confianza se evapora de manera súbita, revelando la fragilidad del sistema no regulado, y contagiando al sistema regulado.

Acotar correctamente el concepto de banca en la sombra no es una mera labor teórica, sino que es fundamental para entender los problemas que se plantean en la práctica. El “sistema bancario en la sombra” se define tanto por lo que es (funciones y riesgos de la banca) como por lo que no es (regulado por normas bancarias). En los siguientes apartados se delimitará el problema de forma que resulte operativo desde un punto de vista regulatorio/legislativo, a continuación, se examinarán los fallos regulatorios identificados en la crisis de 2007-08 y se describirán las áreas de reforma que agrupan las normas aprobadas y las normas en proyecto, para cerrar con algunas conclusiones finales.

Concepto y definición del problema

El concepto de banca en la sombra es demasiado amplio, necesitado de una importante labor de delimitación. La versión más literaria se basaría en lo evocador del concepto para entender que la banca en la sombra es un mundo de actividades oscuras, y nos llevaría a terrenos como el fraude fiscal o el blanqueo de capitales, que no tienen nada que ver con el fenómeno. Una versión periodística, como la que sostiene *The Economist* en su reportaje de 10 de mayo de 2014, introduce dentro del concepto todas las actividades susceptibles de sustituir a los bancos en alguna de sus funcio-

* Universidad Carlos III de Madrid.

nes (fundamentalmente, la concesión de crédito), pero no sometidas a la regulación bancaria, algo que incluiría las empresas que utilizan su exceso de efectivo para prestar a otras empresas, las que se dedican a financiar activos, o las plataformas de préstamo P2P (*The Economist*, 10 de mayo pp. 3-7). Pero este concepto no sirve para explicar el *shadow banking* como fenómeno regulatorio.

Desde este punto de vista regulatorio, por tanto, lo importante es identificar cuál es el riesgo que plantean los bancos que la regulación intenta mitigar, y que, en la banca en la sombra, se manifiesta fuera del perímetro regulatorio. La respuesta está en el desajuste entre el plazo de la deuda de los bancos, y de los activos en los que invierte. Gracias a que los bancos se financian a corto plazo (depósitos) e invierten a largo plazo (préstamos) la economía puede utilizar el crédito, pero esta transformación del plazo (*maturity transformation*) supone un desajuste estructural que hace que la actividad sea inestable, propensa a las crisis de liquidez y pánicos, y necesite tanto apoyo público, en forma de garantías de solvencia (garantía de depósitos) y liquidez (acceso a préstamos del banco central), como una regulación estricta.

El concepto de banca en la sombra, pues, que preocupa a los reguladores, abarca las acti-

El concepto de banca en la sombra que preocupa a los reguladores abarca las actividades de intermediación que generan un tipo de riesgo similar, sin estar sujetas a la regulación bancaria.

vidades de intermediación que generan un tipo de riesgo similar, sin estar sujetas a la regulación bancaria. El FSB¹ lo define, en términos algo más amplios, como el "sistema de intermediación crediticia que agrupa entidades y actividades (total o

parcialmente) fuera del sistema bancario normal" (FSB, 2013: ii). Para refinar más este concepto, de modo que capture el fenómeno desde un punto de vista regulatorio, el FSB enfatiza que las autoridades deben centrarse en los fenómenos que incrementan el riesgo sistémico, o el escape regulatorio (*regulatory arbitrage*).

Esto no quiere decir que la banca en la sombra deba su origen solamente al intento de los operadores de evadir las normas: en muchos casos las entidades de banca en la sombra se benefician de economías de especialización, o explotan nichos abandonados por los bancos. La denominación no prejuzga la legitimidad de los motivos, sino solo el riesgo que plantea la actividad.

En todo caso, la amplitud del fenómeno hace difícil estimarlo en cifras. Los datos del propio FSB indican que, para el total de los 20 países desarrollados más la zona del euro, el valor de los activos de "otros intermediarios financieros", asciende a un total de 71,2 billones de dólares. En términos porcentuales, ello representa un 24% del total de activos en manos de intermediarios financieros (la banca tradicional representa un 46,7%) una cifra constante tras la crisis, después de que se alcanzara el pico del 27% en 2007. Es el 117% del PIB de los países estudiados (desde un máximo del 124%). Los porcentajes globales esconden importantes diferencias. En el cuadro 1 se ofrece una muestra comparando algunos países:

En el caso de España, parece claro que no existe un problema endémico de banca en la sombra: quizás, si acaso, de escasez de ella, de modo que, ante la contracción del crédito bancario, existen pocas fuentes alternativas de financiación.

Los datos de otros países son discutibles. En el caso de Holanda los dos tercios de la cifra corresponden a las denominadas "instituciones finan-

¹ El Financial Stability Board está formado por autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera en centros financieros importantes, instituciones financieras internacionales, grupos de reguladores y supervisores especializados por sectores y comités de expertos de bancos centrales. Su sede está en Basilea, Suiza, y ha sido promovido por el Banco de Pagos Internacionales, responsable del marco de Basilea, por lo que los trabajos de ambos grupos están estrechamente conectados. Actualmente lo preside Mark Carney, gobernador del Banco de Inglaterra.

Cuadro 1

Activos bancarios/PIB

País	Activos bancarios/PIB %		Horas 2013 (%)
	2011	2012	
España	79,4	71,9	312,7
Estados Unidos	154,5	165,9	95,6
Reino Unido	383,8	354,4	800,5
Holanda	548,4	564,7	370,4
China	20	25,8	257,3

Fuente. *Financial Stability Board*².

cieras especiales" (*special financial institutions*) utilizadas por grupos multinacionales con el propósito de atraer financiación o coordinar transacciones intragrupo (por motivos fiscales) algo que no plantea problemas de banca en la sombra. Y es que la recopilación de datos del FSB no es del todo coherente con su propósito de centrarse estrictamente en los problemas de banca en la sombra, pues agrupa a todas las entidades que no son bancos, aseguradoras, fondos de pensiones, bancos centrales o instituciones financieras públicas.

Estas cifras computan a la baja los *hedge funds*, ya que no se tiene en cuenta la mayoría de estos fondos, domiciliados en paraísos fiscales; y, al mismo tiempo, incluyen "otros fondos" (todos los que no sean de pensiones), que representan el 35% de los activos de "otros intermediarios" (FSB, 2013:10-14), a pesar de que su conexión con la banca en la sombra puede ser limitada. No obstante, incluyen a las entidades que plantearon más problemas durante la crisis de 2007-2008: *broker-dealers*, 12% de los activos, vehículos de financiación estructurada (titulización), 8%, compañías financieras, 8%, y fondos del mercado monetario, 6%. Estas cifras sirven para marcar las prioridades de la reforma regulatoria, que el FSB agrupa en cinco líneas de trabajo, que tienen que ver con los fallos regulatorios detectados en la crisis financiera 2007-2008, como veremos a continuación.

Fallos regulatorios durante la crisis 2007-2008

La crisis financiera de 2007-2008 se gestó con unas condiciones macroeconómicas de desequilibrio comercial en Estados Unidos y otras economías (como España o Irlanda), que no se corrigieron mediante depreciaciones del tipo de cambio y subidas de tipos de interés: en el caso estadounidense el dólar se mantuvo artificialmente alto, y los tipos elevados, gracias a la demanda internacional de activos denominados en dólares por parte de los países asiáticos, que deseaban acumular reservas de moneda extranjera, para evitar los riesgos que condujeron a las crisis asiáticas de los noventa. A ello es necesario unir un segundo fenómeno, el de los *institutional cash pools*, entidades que buscaban adquirir instrumentos financieros en el mercado no para buscar rentabilidad, sino como depósito de valor, para la gestión de efectivo (*cash management*), y que, por su tamaño, no podían recurrir a depósitos bancarios, ya que superaban con creces el límite asegurado (Pozsar, 2011).

Los bonos del Tesoro tenían una capacidad limitada de absorber esta demanda adicional, de modo que comenzaron a utilizarse en los mercados monetarios otros instrumentos resultantes de la titulización, lo que dio lugar al desarrollo de la banca en la sombra. Vayamos por partes.

² Disponible en: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.htm.

Mediante la titulización, una empresa (originador) que posee activos que se liquidan a medio o largo plazo, transmite dichos activos a un vehículo de propósito específico (*Special purpose vehicle* o SPV), de naturaleza societaria o fiduciaria (*trust*) que, a su vez, emite títulos en el mercado, respaldados por los activos subyacentes transmitidos por el originador (Ramos, 2010: 1-6). Generalmente la emisión se estructurará en diversos niveles de preferencia (*super senior, senior, mezzanine, junior...*) de modo que los más senior recibirán la calificación más elevada (triple-A), equivalente a la de los bonos del Tesoro estadounidense, por las agencias calificadoras.

La titulización no es más que un mecanismo que facilita la gestión del riesgo y la liquidez. También supone una opción de desintermediación crediticia, para que empresas que posean un cierto tamaño puedan acudir al mercado de deuda sin necesidad de pedir crédito a los bancos. El problema se produjo por tres motivos, que formaron una "tormenta perfecta":

- Primero, el uso masivo de la titulización en los años previos a la crisis cambió el modelo de negocio bancario de algunas entidades, del *originate to hold* (donde la entidad genera el crédito y lo retiene hasta su vencimiento) al *originate to distribute* (donde la entidad genera el crédito y lo transmite). La conciencia de poder transmitir el crédito originado creó incentivos para que las entidades originadoras generaran crédito de peor calidad.
- Segundo, el funcionamiento de las normas de solvencia bancaria (marco de Basilea) también incentivó el uso de la titulización como mecanismo para evadir la aplicación estricta de las reglas (*regulatory arbitrage*): una entidad que transmitiera activos a una SPV para, a continuación, adquirir parte de los títulos emitidos, o extender una línea de crédito al vehículo, podía beneficiarse de un tratamiento regulatorio más beneficioso, soportando el mismo riesgo.
- Tercero, las entidades utilizaron la titulización reiteradamente, de modo que los flu-

jos de caja inicialmente originados fueron "reempaquetados" una y otra vez: un primer vehículo (ej. una *conduit*) emitía *Asset-Backed Commercial Paper*, reempaquetado en una SPV, que emitía *Asset-Backed Securities*, reempaquetadas en otro vehículo, que emitía *Collateralized Debt Obligations*, y así sucesivamente, hasta que los activos, suficientemente líquidos, eran negociados en los mercados bancarios mayoristas, por los *Structured Investment Vehicles* (SIVs), *Limited Purpose Finance Companies* (LPFCs), Fondos del Mercado Monetario (FMM o MMF, por su acrónimo en inglés), o *hedge funds*, financiados mediante deuda a corto plazo, pseudo-depósitos o repos (Pozsar *et al.*, 2010).

Es importante destacar que un elemento clave en la expansión del uso de estos activos fue su uso reiterado en operaciones de garantía, como los repos y los préstamos de valores (*securities lending*). En un repo, una entidad transmite un activo (bono del Tesoro, ABCP, etc) y se compromete a recomprarlo en un plazo que puede ser de un día, varias semanas, o algunos meses. La entidad que vende obtiene financiación y presta la garantía del activo, y la entidad que compra, facilita financiación, y obtiene el activo como garantía. En la práctica, las entidades que facilitaban financiación, como los FMM, utilizaban los repos como depósitos de valor a corto plazo, por lo que los activos utilizados (ej. los ABCP) fueron asimilándose al "dinero" o activos monetarios (como los depósitos bancarios).

El resultado final es que activos como los préstamos hipotecarios, a largo plazo, ilíquidos y con baja calificación crediticia, se financiaban con pasivos a corto plazo, líquidos y con elevada calificación. Las entidades involucradas en el proceso no estaban reguladas como bancos. El caso más claro quizás sea el de los fondos del mercado monetario (los FMM). Frente a otros fondos de inversión, los FMM ofrecen el denominado "valor neto constante de los activos" (*constant net asset value, o constant NAV*), generalmente asociado a la cifra de 1 dólar, y permiten retirar sin previo aviso la totalidad de la inversión, como en un depósito bancario.

Los FMM invierten en activos líquidos, a corto plazo, y con elevada calificación crediticia, como bonos del Tesoro y productos similares, pero, en los años previos a la crisis, extendieron su inversión a otras categorías de activos, como los *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP) resultantes de operaciones de titulización. El valor de liquidación de cara a los inversores se mantiene constante al contabilizarse los activos a coste histórico, pero, si su valor fluctúa más allá de una horquilla, se debe registrar la pérdida, y, si el valor desciende por debajo de los 0,995 centavos por dólar, el fondo "rompe el dólar" (*breaks the buck*) en alusión a que su valor no permitiría recuperar el dólar íntegro si todos los inversores acudiesen a retirar fondos.

Ello genera una ventaja para aquel inversor que retire sus fondos más rápido (*first mover advantage*); y la conciencia de esto, a su vez, empuja a los inversores a retirar, y convierte la crisis del fondo en una profecía autocumplida. Durante la crisis, fondos como el *Reserve Fund* "rompieron el dólar", y otros muchos estuvieron cerca de hacerlo. Como reacción, se retiraron de manera precipitada del mercado del repo, y de activos como los ABCP.

Al retirarse de manera abrupta los FMM del mercado del repo y los activos titulizados, ello tuvo un efecto contagio: los operadores de los mercados monetarios comenzaron a preguntarse cuál era el riesgo de impago real de estos productos, y, aunque dicho riesgo era mínimo, la imposibilidad de conocerlo con certeza, debido a la complejidad de los productos, condujo a que la confianza del mercado se evaporase, de modo que una crisis de solvencia manejable dio lugar a una crisis de liquidez imposible de manejar con los mecanismos del mercado.

El resto de la historia ha sido recogida por los titulares de prensa: Bear Stearns fue rescatado, Lehman Brothers, no, y su caída vino seguida de las de Fannie Mae y Freddie Mac, o AIG, y el sistema financiero estadounidense casi al completo. Sin el rescate del Tesoro estadounidense y la Reserva Federal, la banca en la sombra (y sin

sombra) podría haberse venido abajo, una muestra más de que, pese a la sofisticación y exotismo, el sistema se salva en última instancia gracias a la intervención pública, como la banca tradicional.

El relato anterior explica las líneas de trabajo en las que actualmente trabaja el FSB, en relación con la banca en la sombra:

- Regulación indirecta de la banca en la sombra, cuyo objetivo es asegurar que las entidades *sponsor* que crean vehículos de financiación estructurada, computan correc-tamente sus exposiciones a dichos vehículos, para evitar casos como el de Citigroup, que, a pesar de no haber registrado el riesgo deri-vado de la exposición a sus vehículos (los SIV) debió rescatarlos por motivos reputacio-nales (su nombre estaba tan estrechamente asocia-do a ellos que no hacerlo habría reper-cutido negativamente en su propia capacidad de financiación) y como resultado debió ser rescatado con fondos públicos.
- En estrecha conexión con el problema ante-rior se encuentra la línea de trabajo sobre la titulización, cuyo objetivo es solucionar el problema de la falta de incentivos de los ori-ginadores del crédito (bancos) para generar preéstamos de calidad, al saber que el riesgo será soportado por los inversores en el mer-cado, problema que se intenta resolver obli-gando al originador/*sponsor* a retener una parte del riesgo, para realinear sus incentivos con los de los inversores.
- Por su parte, se trabaja sobre los fondos del mercado monetario (los FMM). En este punto, el comportamiento de estos fondos de un modo parecido al de los bancos depo-sitarios de dinero genera un problema simi-lar al de los pánicos bancarios, derivado de la retirada masiva de dinero por los inver-sores. Solucionar este problema es la prio-ridad legislativa. La pregunta inevitable es si los FMM eran lo bastante transparentes en cuanto a sus características, y estaban correc-

tamente regulados, en cuanto a su liquidez y solvencia, como para aguantar un impacto similar al sufrido en la crisis.

- Por otro lado, se encuentra la línea de trabajo sobre regulación de "otras entidades de banca en la sombra", que refleja la idea de que la regulación de la banca en la sombra debe ser un proyecto abierto, y adaptable a las características de las nuevas entidades de intermediación financiera.
- Por último, en materia de operaciones de garantía, como los repos y préstamos de valores (*securities lending*), el foco no lo constituyen las entidades de banca en la sombra, sino las transacciones con garantía, que fueron utilizadas como mecanismo por parte de las entidades (bancarias y no bancarias) para expandir el crédito en un modo que hizo que el sistema fuese cada vez más frágil.

En la siguiente sección se comentan las medidas adoptadas y propuestas en las líneas anteriores, si bien, por su cercanía, los puntos 1 y 2 se describirán conjuntamente.

Áreas de reforma

Regulación indirecta de la banca en la sombra: transmisión del riesgo y titulización

El uso de la titulización para transmitir riesgo desde los bancos al mercado generó, al menos, tres problemas distintos, que, a su vez, requieren reformas distintas:

- El primero es la inadecuada transmisión del riesgo. Esto es, los casos donde las entidades originadoras o *sponsor* transmitieron el riesgo de manera incompleta o inadecuada. La ratio de capital del marco de Basilea se calcula dividiendo el capital por los activos ponderados por riesgo, de modo que incentivaba las operaciones que tuviesen como consecuen-

cia la sustitución de activos con una ponderación elevada por activos con una ponderación menor. Al titulizar, la entidad *sponsor* transfiere activos con una ponderación elevada (ej. préstamos) y recibe efectivo, con riesgo "0", y los mecanismos a través de los cuales la entidad *sponsor* retenía buena parte del riesgo, como las líneas de crédito extendidas al vehículo, o la adquisición de los títulos emitidos por este, permitían al *sponsor* retener una exposición similar, pero beneficiarse de una mejor ponderación, en un caso claro de *regulatory arbitrage* (Jones, 2000).

La detección de este primer fenómeno condujo a la introducción del marco de Basilea II, que reguló la titulización de manera más exhaustiva, tanto desde el punto de vista de la transmisión del riesgo, como de las ponderaciones de la exposición de la entidad *sponsor* a los títulos que ella misma había creado. Hubo poco tiempo para comprobar si dichas reformas habrían sido efectivas: en Europa la trasposición de Basilea II se hace en 2007, cuando la crisis comenzaba a manifestar sus primeros síntomas (mediante la Directiva 2006/48/CE). Las reformas que desembocaron en las mejoras al marco de Basilea II (también conocido como el marco de Basilea II y medio) y Basilea III (incorporadas en Europa mediante el Reglamento 575/2013), por tanto, se basan en los problemas que, supuestamente, planteaba Basilea II, como la necesidad de definir de forma más estricta la transmisión del riesgo, o eliminar el tratamiento beneficioso de las líneas de crédito extendidas a vehículos de titulización.

El reto sigue siendo el denominado "apoyo discrecional": en muchos casos, el rescate de las entidades bancarias a sus vehículos no estaba respaldado por un compromiso contractual previo, de modo que no estaba reflejado en el cálculo del riesgo, sino que respondió a la voluntad unilateral del banco, generalmente para evitar el contagio reputacional, derivado de que una entidad esponsorizada por aquel (aunque careciese de conexión formal) debiese ser liquidada. Las medidas actuales prohíben a la entidad *sponsor* apoyar al vehículo en aquellos casos donde no haya

reflejado previamente el riesgo del mismo en el cálculo de la ratio de capital³: el problema reside, más bien, en si las autoridades reguladoras aplicarán de manera estricta la prohibición, aun cuando ello suponga que los inversores en la titulización queden a la deriva, y la desconfianza se contagie a la entidad *sponsor*.

- El segundo es un problema de falta de alineación entre los incentivos del originador/*sponsor*, y los de los inversores. Puesto que el primero genera el crédito, y los segundos soportan el riesgo, el originador tiene incentivos para ahorrar en costes de evaluación y seguimiento de los prestatarios, y para generar crédito de peor calidad.

Para “realinear” en lo posible los incentivos, las reformas actuales exigen a las entidades *sponsor* que retengan un 5% del riesgo asociado a la transacción de titulización⁴. Aunque hay estudios que avalan esta medida (Demiroglu y James, 2012), se ha cuestionado su bondad por las dificultades de implantarla, ya que su éxito depende de cómo se defina el 5% de exposición, y de si efectivamente este porcentaje es suficiente para eliminar el problema. Por otro lado, no se puede obviar que, mientras estas reformas obligan al *sponsor* a vincularse al vehículo, las reformas de la transmisión del riesgo, arriba referidas, exigen que haya una ruptura limpia entre el *sponsor* y el vehículo, de modo que ambas no son enteramente coherentes entre sí.

- El tercero es un problema de complejidad: las sucesivas operaciones de “empaquetado” para transformar los flujos de caja iniciales en activos a corto plazo, líquidos y con riesgo bajo dieron lugar a activos opacos y muy difíciles de entender para muchos operadores, que hicieron imposible en la práctica evaluar correctamente el riesgo: del éxito inicial se pasó, una vez saltadas las alarmas, a la evaporation súbita de la credibilidad, lo que condujo a la crisis de liquidez.

Las reformas actuales tratan de desincentivar la complejidad penalizando las operaciones de retitulización en las ponderaciones del cálculo de la ratio de capital. La pregunta, nuevamente, no es si las reformas son acertadas sino si están regulando un problema del pasado: la complejidad y opacidad puede manifestarse en el futuro de formas diferentes a la retitulización. Regular la complejidad del pasado no soluciona la complejidad del futuro.

La pregunta no es si las reformas son acertadas, sino si están regulando un problema del pasado: la complejidad y opacidad puede manifestarse en el futuro de formas diferentes a la retitulización. Regular la complejidad del pasado no soluciona la complejidad del futuro.

Problemas de la regulación de los fondos del mercado monetario

En materia de los FMM las propuestas internacionales han venido de la IOSCO (IOSCO, 2012), pero el legislador europeo ha emprendido su propio esfuerzo de manera relativamente autónoma, con una propuesta de Reglamento. Como se explica más arriba, el fallo regulatorio estuvo en no identificar la similitud entre los FMM y bancos desde el punto de vista de los riesgos, y la tendencia al pánico.

Las medidas actuales exigen una mayor transparencia de los FMM hacia los inversores en cuanto a los riesgos que estos últimos asumen, para evitar la confusión, y también incluyen requisitos más estrictos sobre la liquidez y el plazo de los activos que componen la cartera del fondo.

La propuesta de Reglamento en la UE plantea llevar la “bancarización” un paso más lejos, y exigir que los fondos mantengan un colchón de capital, equivalente al 3% de los activos, de modo similar a la ratio de apalancamiento prevista en el marco

³ Artículo 258 Reglamento 575/2013.

⁴ Artículo 405 Reglamento 575/2013.

de Basilea III, prohibir que un *sponsor* preste apoyo a un fondo si este carece del colchón del 3%⁵: es el modo de convertir un apoyo implícito en explícito.

Una pregunta importante es si el colchón de capital beneficia a los fondos con *sponsors* de gran tamaño (asumiendo que ellos serán quienes financien el colchón de capital) e introduce costes de entrada para los demás. Otra pregunta es por qué las reformas no distinguen entre los inversores minoristas e institucionales, ya que está comprobado que los segundos suponen un riesgo de retirada súbita mucho mayor (McCabe, 2010).

Por otro lado, es importante destacar que, durante la crisis, el problema no estuvo tanto en la insolvencia de los fondos como en que, para prevenir dicha insolvencia, los fondos se retiraron de ciertas *class* de activos (ej. los ABCP) y mercados (repos), causando una crisis de liquidez. En otras palabras, lo preocupante no es el pánico de los inversores en el fondo (*run on the fund*), sino el pánico de los fondos como inversores (*run by the fund*). El éxito del 3% de capital no debe medirse en términos de si hace a los fondos más solventes sino en si los hace menos propensos a retirar sus fondos.

Por último, las propuestas europeas proponen "bancarizar" hasta cierto punto a los fondos, pero no cambian las competencias de supervisión (que seguirían en manos de las comisiones de valores) o el acceso al sistema de garantía de depósitos, o a la ventana de liquidez del Banco central (seguirían sin acceder formalmente). En la crisis de 2008, únicamente la intervención de la Reserva Federal de Nueva York, mediante el programa *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (ABLF) (donde la Reserva Federal prestaba dinero a entidades bancarias, que, a su vez, usaron estos fondos para adquirir ABCP con determinadas características) logró detener el pánico. En ausencia de una medida que integre los FMM entre las entidades con acceso a apoyo público, la situación de estas

entidades sigue siendo poco clara, y el problema se ve mitigado, pero no resuelto.

Regulación de "otras entidades de banca en la sombra"

La manifestación más clara de que la regulación de la banca en la sombra no debe afrontar solamente los problemas del pasado, sino anticipar los del futuro, se encuentra en la línea de trabajo sobre "otras entidades de banca en la sombra", donde el propio FSB ha elaborado ya una lista de criterios funcionales para identificar los riesgos clasificables como "banca en la sombra", y un conjunto de herramientas (*policy toolkit*) que puede utilizarse como plantilla para las reformas legislativas (FSB, 2013b).

Frente a las dos áreas anteriores, donde partimos de reformas concretas ya aprobadas o propuestas, la regulación de "otras entidades de banca en la sombra" es, más bien, una declaración de intenciones, que indica el nuevo enfoque que, según el FSB, deben tener los legisladores y reguladores nacionales a la hora de aproximarse al problema de la banca en la sombra. Este nuevo enfoque afecta tanto a (1) la identificación del fenómeno como a (2) la adopción de medidas.

(1) A la hora de identificar el problema, el FSB se desvía del enfoque tradicional de la regulación financiera, que tiende a distinguir a las entidades por su denominación (bancos, entidades aseguradoras, entidades de valores, fondos...) y distingue cinco tipos de funciones que generan los riesgos que pueden considerarse como propios de la banca en la sombra.

No obstante, no es sorprendente que, a la hora de definir dichas funciones, el FSB se base en la experiencia pasada, de modo que es posible identificar las funciones con los tipos de entidades que plantearon los principales problemas durante y después de la crisis: la función 1, gestión de vehículos de inversión colectiva susceptibles de ser objeto de pánicos, se corresponde con la expe-

⁵ Artículos 29-36 de la Propuesta de Reglamento sobre fondos del mercado monetario.

riencia de los FMM; la función 2, concesión de préstamos dependientes de financiación a corto plazo, corresponde a las sociedades de financiación de activos; la 3, intermediación en actividades de mercado dependiente de financiación a corto plazo o de los activos de clientes corresponde, en buena medida, a la actividad de los *broker-dealers*, insertos en grandes bancos de inversión; la función 4, facilitación de la creación de crédito (generalmente mediante la provisión de líneas de crédito y garantía) fue típica de las entidades aseguradoras; y la 5, intermediación basada en la titulización, corresponde a las diversas entidades que actuaban y actúan en la cadena de intermediación (*conduits*, SPVs, SIVs, LPFC, y las denominaciones y tipos que las han ido sustituyendo).

(2) El FSB propone a continuación un kit de herramientas de política legislativa, como plantilla para que los legisladores aprueben reformas que integren las "otras" entidades de banca en la sombra dentro del perímetro regulatorio (FSB, 2013b), y ayuden a mitigar sus riesgos. Este kit también se basa, en buena medida, en la experiencia con los diversos casos de estudio ya regulados.

Por ello, para la función 1 (vehículos de inversión colectiva con riesgo de "pánico") las opciones previstas por el FSB se centran bien en (a) limitar, suspender, o desincentivar las retiradas generalizadas de fondos por los clientes; (b) reducir el riesgo de liquidez (limitando el porcentaje de activos ilíquidos y/o la concentración de activos en la cartera del vehículo, exigiendo colchones de liquidez); (c) reducir el apalancamiento; o (d) acortar el vencimiento medio y/o máximo de los activos de la cartera (medidas que se corresponden con las arriba indicadas para los FMM).

Para las funciones 2 a 4, donde la experiencia ha demostrado que entidades de naturaleza y actividad aparentemente diversas pueden dar lugar a riesgos muy similares, la idea que se repite la de convergencia de las normas prudenciales, en torno a las actuales normas bancarias, con requisitos de capital/apalancamiento y liquidez (presentes en la UE a través del Reglamento 575/2013). Adicionalmente, se incluyen medidas específicas

para cada tipo de riesgo, como la limitación de "grandes exposiciones" (a deudores individuales o tipos de activos) y tipos de instrumentos utilizados para las entidades que concedan préstamos dependiendo de financiación a corto plazo (*finance companies*), la restricción del uso de los activos de clientes para las entidades que los utilizan en sus propias operaciones de financiación (*broker-dealers*), o la exigencia, para las entidades que "faciliten la creación de crédito" (aseguradoras), de unas prácticas de gestión de riesgo que capturen mejor los riesgos correspondientes a la "cola" de la distribución de probabilidad ("riesgo de cola" o *tail risk*), y de un mejor reparto del riesgo entre estas y sus asegurados.

Para la función 5 (intermediación basada en la técnica de la titulización) las propuestas pasan por la regulación directa de las diversas entidades, y la restricción de la *maturity transformation* y *liquidity transformation* que las entidades puedan realizar (por ejemplo, imponiendo límites al desfase entre el vencimiento de los activos y pasivos, o la liquidez de los mismos), de los activos que puedan utilizarse como garantía, o de la exposición a, y financiación de, los bancos u otras entidades financieras. Quizás esta propuesta sea la más novedosa, pues introduce elementos que van más allá de la regulación de los fondos, y se acercan a lo que se conoce como *narrow banking*.

La idea recurrente, y de mayor calado, es la de "funcionalizar" la regulación, y hacer converger las reglas. La pregunta que surge es cómo puede implantarse esta idea en un entorno donde las normas de regulación y supervisión siguen ajustándose a una división entre entidades de crédito, entidades aseguradoras, empresas de servicios de inversión, y, en su caso, fondos.

En todo caso, la idea recurrente, y de mayor calado, es la de "funcionalizar" la regulación, y hacer converger las reglas. En este punto, y desde un punto de vista más jurídico que económico, la pregunta que surge es cómo puede implantarse

esta idea en un entorno donde las normas de regulación y supervisión siguen ajustándose a una división tripartita o cuatripartita entre entidades de crédito, entidades aseguradoras, empresas de servicios de inversión, y, en su caso, fondos.

Las operaciones de garantía: repos y préstamos de valores

De todas las áreas que forman parte de la agenda de reformas del FSB y otros organismos, la de las operaciones de garantía (repos y préstamo de valores) es la que tiene una mayor necesidad de debate y reflexión, pues, del conjunto de medidas discutidas sobre los repos y préstamos de valores, únicamente una parte ataja los riesgos propios de la banca en la sombra.

Los problemas apuntados por el FSB tienen que ver (1) con el uso, por *broker-dealers*, y otros intermediarios, de los activos de sus clientes para sus operaciones de garantía; o (2) la expansión de las clases de activos que resultaban admisibles en operaciones de garantía como los repos (donde se amplió desde los bonos del Tesoro a los instrumentos de titulización, como los ABCP o CDO) y posterior, y súbita, contracción de dichas clases (con la resultante iliquidez del mercado).

Para solucionarlos se sugieren o discuten medidas que van desde la mayor transparencia de los intermediarios con sus clientes, a la mejora de la infraestructura del mercado, principalmente en materia de liquidación y compensación, o, incluso, a la eliminación del privilegio concursal de las operaciones de garantía (no obstante, este tipo de medidas se han descartado provisionalmente) (FSB, 2013c: 6-15; Comisión Europea, 2013:11).

Aunque estas medidas son importantes, no tienen que ver, estrictamente, con la banca en la sombra. Para la banca en la sombra el problema no está en la operación de garantía en sí, sino en su uso como instrumento, para la generación de "dinero", o activos monetarios. Y aquí, tanto el FSB como la Comisión Europea son realmente parcos en soluciones.

La literatura ofrece dos versiones distintas. Algunos estiman que el incremento de los activos monetarios se explica por un incremento de la demanda, debido a los *institutional cash pools* a los que se hizo referencia más arriba, de modo que la disminución de esta "masa monetaria en la sombra" tendría efectos negativos, y, lejos de limitarla, debería mantenerse su volumen (Pozsar, 2011; Singh, 2012). Otros entienden que el incremento en los activos monetarios (y consiguiente apalancamiento) se explica por la existencia de flujos especulativos, que contribuyeron a la burbuja de precios, y que debe mitigarse reduciendo los flujos especulativos (Turner, 2014).

Conclusiones: ¿regular más o mejor?

Existen muchos precedentes de banca en la sombra: las casas de descuento de las que habla Walter Bagehot en su *Lombard Street*, las *trust companies* en la crisis de 1907, o las *Savings and Loans* que generaron su propia crisis en Estados Unidos a finales de los 80, principios de los 90 del siglo XX. Una parte del fenómeno de la banca en la sombra era inevitable, y confirma la efectividad de la reforma del marco prudencial de Basilea: nadie intenta evitar normas irrelevantes (Kane, 2012). Pero, en comparación con los anteriores episodios, la banca en la sombra es un fenómeno más amplio y plástico, sin el nombre y apellidos de una institución concreta: la multitud de tipos de entidades, y su constante cambio requiere una definición más abstracta del problema.

La inevitabilidad y la dificultad de delimitación no deberían mover a la inactividad, pero sí hacernos reflexionar sobre la parte del problema que viene propiciada por las deficiencias de las normas que regulan los mercados e instituciones financieros. Primero, parte del fenómeno se puede explicar por las normas que han contribuido al diseño de los mercados. La desintermediación crediticia, y la titulización que dio forma a la banca en la sombra de la crisis no se puede entender sin las reformas legislativas que acogieron la titulización en países como España, Francia, Italia o Luxemburgo,

o la creación de entidades esponsorizadas por el gobierno (*Government-Sponsored Entities* o GSEs), como Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae en Estados Unidos (a día de hoy, son las únicas que siguen en manos públicas tras su rescate).

En segundo lugar, la banca no regulada prolifera si el marco normativo es farragoso y poco coherente. Y existen al menos tres razones para pensar que esto es así:

- Primera, las normas siguen distinguiendo entre banca, seguros, inversión y fondos, algo que tiene sentido desde un punto de vista de protección del inversor, pero no tanto desde el punto de vista de las normas prudenciales, donde lo importante es el tipo de riesgo. Si las normas no adoptan un enfoque por "funciones", o por tipo de riesgo, como el que propone el FSB, los viejos riesgos seguirán apareciendo en forma de nuevos tipos de entidades.
- Segunda, las normas han alcanzado un nivel de especificidad y complejidad que dificulta su interpretación. Interpretar el marco regulatorio es más fácil si este tiene 30 páginas (Basilea I) que si tiene 347 (Basilea II) o más de 600 (Basilea III). Una regla pensada para un caso específico crea un espacio para que otro caso más específico, y no regulado, burle su finalidad.
- Tercera, la regulación parte de que política regulatoria y política monetaria son cosas muy distintas. Pero la distinción no es ni mucho menos nítida. Controlar la creación de activos monetarios y su impacto en la estabilidad, requiere tener presente no solo la lógica regulatoria, sino también la monetaria, algo que no parece estar presente en las actuales reformas.

Captar la atención mediante un término como "banca en la sombra" es fácil. Capitalizar esa atención mediante reformas que atajen los problemas reales que han contribuido a la gestación del fenómeno es mucho más difícil. Los retos planteados

por la banca en la sombra son muchos, y abordar únicamente una parte de ellos podrá considerarse un éxito. Pero ello requiere profundizar más allá de ideas simples. Una reforma que tenga en cuenta esta necesidad será susceptible de traer luz a un mundo de sombras.

Referencias

- BAGEHOT, W. (1873), *Lombard Street. A Description of the Money Market*, 3^a ed., London, Henry S. King & Co.
- COMISIÓN EUROPEA (2013), *Shadow Banking. Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector*, COM/2013/0614 final, 4 de septiembre 2013.
- DEMIROGLU, C., y JAMES, C. (2012), "How Important is Having Skin in the Game? Originator-Sponsor Affiliation and Losses on Mortgage-Backed Securities", *The Review of Financial Studies*.
- FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB) (2013a), *Monitoring Report: Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, 14 de noviembre 2013.
- (2013b), *Shadow Banking Entities: Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, 29 de agosto 2013.
- (2013c), *Securities Lending and Repos: Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, 29 de agosto 2013.
- IOSCO (2012), *Policy Recommendations for Money Market Funds*, octubre 2012.
- JONES, D. (2000), "Emerging problems with the Basel Capital Accord: Regulatory capital arbitrage and related issues", *Journal of Banking & Finance*, 24: 35-58.
- KANE, E. (2012), "The Inevitability of Shadowy Banking", *Federal Reserve Bank of Atlanta 2012 Financial Markets Conference on Financial Reform The Devil's in the Details Atlanta*.
- McCABE, P. (2010), *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*.

- POZSAR, Z. (2011), "Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System", *IMF Working Paper* WP/11/190.
- POZSAR; Z.; ADRIAN; T.; ASHCRAFT, A., y BOESKY, H. (2012), "Shadow Banking", *Federal Reserve Bank of New York, Staff Report*, 458, versión actualizada.
- RAMOS, D. (2010), *The Law of Transnational Securitization*, Oxford University Press.
- SINGH, M. (2012), "The (Other) Deleveraging", *IMF Working Paper* WP/12/179.)
- THE ECONOMIST (2014), *Special report: shadow and substance*, 10 de mayo 2014.
- TURNER, A. (2014), *Too much of the wrong sort of capital flow*, Centre for Advanced Financial Research and Learning (CAFRAL)/Reserve Bank of India New Delhi.