



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ICADE E-2

ESTUDIO DESCRIPTIVO DE LA BANCA EN LA SOMBRA DESDE SU ORIGEN HASTA LA ACTUALIDAD

Autor: Alejandro Castro Gil-Robles

Director: María Coronado Vaca

Madrid

2015

LISTA DE ACRÓNIMOS

Siglas (inglés)	Significado	Siglas (español)	Significado
FSB	Financial Stability Board	CEF	Consejo Estabilidad Financiera
G-20	Group of Twenty Governances with major economies	G-20	Grupo de los veinte gobiernos con mayores economías
IMF	International Monetary Fund	FMI	Fondo Monetario Internacional
WBG	The World Bank Group	BM	Banco Mundial
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities	IIC	Institución de Inversión Colectiva
CBRC	China Bank Regulatory Commission	-	Comisión Reguladora del Banco de China
GFIA	Global Federation of Insurance Association	-	Federación Mundial de la Asociación de Seguros
CDO	Collateralized Debt Obligation	-	Obligaciones de deuda garantizada
CDS	Credit Default Swap	-	Seguros de Impago de Deuda
ABS	Asset-Backed Securities	-	Valores respaldados por activos
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper	-	Obligaciones aseguradas con activos
MMF	Money Market Fund	FMM	Fondo de Mercado Mutuo
REITS	Real Estate Investment Trust	SOCIMI	Sociedad Cotizada Anónima de Inversión en el Mercado Innomobiliario
SPV	Special Purpose Vehicle	SVP	Sociedad Vehículo con Propósito
SIV	Structured Investment Vehicle	VIE	Vehículo de inversión estructurado
GPD	Gross Domestic Product	PIB	Producto Interior Bruto
SFT	Securities Financing Transactions	-	Operaciones de financiación de valores

Índice

1. Introducción.....	6
1. 1. Objetivos.....	6
1. 2. Justificación del tema objeto de estudio.....	6
1.3. Metodología y estructura.....	8
2. Banca en la sombra como alternativa de financiación para inversores.....	12
2.1. Entidades.....	12
2.2. El proceso de titulización.....	18
2.3. Causas del crecimiento.....	23
2.4. Riesgos.....	24
3. Desarrollo de su actividad diferenciado por localización geográfica.....	27
3.1. Estados Unidos, Reino Unido y zona euro.....	27
3.2. China.....	32
4. Implicaciones políticas y regulatorias.....	35
5. Conclusiones.....	41
6. Bibliografía.....	44

RESUMEN:

Este trabajo analiza el fenómeno financiero de la banca en la sombra desde sus inicios hasta la actualidad. Este proceso se desarrolla en un complejo entorno que agrupa una serie de entidades y actividades financieras. Entre las actividades más destacables está la titulización ya que permite la transformación de activos no negociables en activos líquidos con diferentes niveles de rating y su utilización creció exponencialmente en los años previos a la crisis. La diferenciación geográfica de la actividad del *shadow banking* será clave para entender su actividad según la región en la que se encuentra. El trabajo termina con la explicación de las actuales políticas y medidas que los diferentes entes regulatorios pretenden implantar para eliminar los riesgos que genera su actividad.

Palabras clave: banca en la sombra, shadow banking, titulización, instituciones no bancarias, diferenciación geográfica, riesgo, regulación bancaria.

ABSTRACT:

This paper analyzes the financial phenomenon of the shadow banking from its origins until nowadays. This process is developed in a complex environment that groups different financial entities and activities. Specifically, one of the most recognized financial activity is the securitization as it permits the transformation of non-tradable assets into liquid, tranches assets and its utilization grew exponentially before the financial crisis. Additionally, this activity is distributed geographically to understand its scope by different specific countries. This papers finalizes with the description of different policy framework that different regulatory bodies are willing to implement in order to mitigate risks.

Key words: shadow banking; securitization, non-bank institutions, geographical insitutions, risk, banking regulation.

1. Introducción

1. 1. Objetivos

El objetivo general de este Trabajo de Fin de Grado es el estudio descriptivo del desarrollo del *shadow banking* como parte del proceso de desintermediación financiera que se ha ido desarrollando principalmente en Estados Unidos, y en otros países, hasta convertirse en un ámbito creciente de actividad crediticia como contraposición a la actividad realizada por la banca tradicional entre prestamista y prestatario.

También, como objetivos secundarios del trabajo, será importante detallar cómo está evolucionando este tipo de fuente de financiación según la localización geográfica diferenciando así, los países de la parte más occidental: Estados Unidos, Reino Unido y la zona euro, la cual se ha visto más afectada por la crisis, de los países orientales, entre los que nos centraremos especialmente en China. A través de las siguientes páginas trataremos de explicar qué factores potenciales han provocado que los inversores busquen otras vías distintas a la banca tradicional y comprobaremos, a su vez, qué riesgos supone esta práctica para la estabilidad financiera, y a su vez, entenderemos las razones de los grandes países de impulsar “un reforzamiento de la regulación y supervisión del sistema bancario en la sombra”.

1. 2. Justificación del tema objeto de estudio

El *shadow banking* o banca en la sombra me parece un tema interesante a desarrollar por dos motivos principales. En primer lugar, teniendo en cuenta las reuniones que he tenido con el tutor del área de mercados financieros y la búsqueda de trabajos de similares características en el repositorio, se podría afirmar que no se ha desarrollado en profundidad ningún trabajo de final de grado relacionado con el tema del *shadow banking*. Sin embargo, esta situación es entendible al ser un tipo de intermediación crediticia que, aunque iniciada hace varios años, ha comenzado a realizarse en los últimos años el

desarrollo de su teoría, especialmente a raíz de la recesión económica. Por lo tanto, la teoría está incompleta y en constante actualización. En segundo lugar, teniendo en cuenta la revisión de la literatura, se puede afirmar que integra una amplia variedad de conceptos financieros que aunque complejos, me van a facilitar una comprensión más profunda del funcionamiento de los mercados financieros y personalmente, el tema me causa gran interés al tener una efectiva aplicación futura tanto en el entorno académico como profesional.

En cuanto a la contextualización de la banca en la sombra, su origen es difícilmente fechable puesto que como su propio nombre indica, es una rama fuera de la intermediación crediticia desarrollada por los bancos tradicionalmente conocidos, y por tanto, su origen no está claramente establecido. El término, *shadow banking* es adoptado según Pozsar (2013) por McCulley en 2007 como “aquel nombre peyorativo para identificar aquella parte grande e importante del sistema financiero”. Asimismo, aferrándose al significado intrínseco de su propio nombre, establecer el alcance de la banca en la sombra también está obstaculizado por la información disponible (Ghosh et al., 2012). En este sentido, la organización internacional Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), la cual está agrupada por los principales bancos centrales así como instituciones financieras de la talla del Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial, comenzó a estimar el tamaño global del sistema del *shadow banking* como respuesta a la petición de los líderes del G-20 en la cumbre de Seúl (2010) y Cannes (2011) (Comisión Europea, 2012).

En esta línea, el desarrollo en las posteriores páginas se centrará en una “medida aproximada de la intermediación crediticia no bancaria” (Ghosh et al., 2012) con los flujos de información disponibles desde comienzos de siglo hasta la actualidad que ponen de manifiesto una cantidad global de US\$60 trillones¹ en 2011, representado un 25-30% de la totalidad del sistema financiero (FSB, 2012).

De esta manera, y teniendo en cuenta la rapidez de crecimiento del sector al pasar de US27\$ trillones en 2002 a la actual cifra estimada, hay que ubicar en

¹ Un trillón americano (1.000.000.000.000\$) equivale a un billón de euros

este período de tiempo el colapso que sufrió el sistema financiero en 2008. La práctica del *shadow banking*, utilizada también por bancos tradicionales, permite una financiación del crédito más barata lo que supone una reducción del coste de facilitar los préstamos en momentos de auge del ciclo económico pero como contraparte, unos costes más altos y crisis más agudizadas durante períodos de recesión. (Ashcraft, 2013). Por lo tanto, durante la crisis financiera entre 2007 y 2009, el importe de intercambios crediticios contribuyó altamente a la inflación de precios en el mercado inmobiliario y la consecuente reducción del crédito (Pozsar et al., 2010).

Además, el entendimiento de su evolución se diferenciará teniendo en cuenta su alcance geográfico. En primer lugar, y teniendo en cuenta el estudio de los documentos realizados por FSB, “Estados Unidos, la zona euro y el Reino Unido tiene el mayor sistema de *shadow banking*” (Valckx et al., 2014). También, realizaremos un estudio de países como Japón y China, en los que este tipo de actividad crediticia se está desarrollando con mayor potencial, siendo el principal problema la falta de información precisa y el desarrollo de otro tipo de actividades crediticias pero de la misma índole (Ghosh et al., 2012).

1.3. Metodología y estructura

La metodología del trabajo, en concordancia con los objetivos expuestos previamente, refleja una revisión de la literatura de la actividad de la banca en la sombra. Para ello, el método de selección de fuentes ha seguido una búsqueda generalizada del concepto de desintermediación financiera que condujo directamente a conceptos más específicos como *crowdfunding* o *direct lending*. El profesor Schwartz (2013) afirma que el *shadow banking* es una abreviación directa para referirse a la desintermediación bancaria. La obtención de las fuentes se centró en la búsqueda de artículos especializados tanto de profesores en economía y finanzas como aquellos procedentes de instituciones globalmente reconocidas en el área de las finanzas. De esta manera, la “guía” central del trabajo se centra en la institución Consejo de Estabilidad Financiera que fue pionera en la investigación de datos sobre este sistema fuera del marco regulatorio a petición de la reunión del G-20 celebrada en Seúl en 2010 (Comisión Europea, 2012). También, esta orientación inicial estará

complementada con el marco teórico desarrollado por diferentes autores como las especificaciones del proceso de (des)intermediación crediticia de Pozsar et al (2013), las implicaciones políticas de su práctica según Ratnovski (2014), las implicaciones de un proceso de regulación financiero para su operatividad de Tobias y Hyun Song (2009) y el desarrollo de su actividad en mercados emergentes y especialmente, su crecimiento exponencial en China por Ghosh et al (2012).

Al tratarse de un concepto relacionado con el sistema financiero, en las conclusiones se utilizará el argumento descriptivo basado en datos numéricos para refundar la teoría expuesta. En este sentido, tomaremos como fuentes primarias los datos recogidos por el estudio del FSB y que son utilizados por instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional (IMF, por sus siglas en inglés) o el Banco Mundial.

Teniendo en cuenta la metodología de búsqueda de fuentes, el trabajo se estructura de la siguiente manera:

-En el segundo capítulo trataremos de explicar en un marco general la actividad de la banca en la sombra. En primer lugar, se establecerán los diferentes agentes que participan desde que el prestatario recibe capital procedente del prestamista. En concreto, nos centraremos en la explicación de los diferentes agentes incluyendo fondos de cobertura, *mutual funds*, *security lenders* o fondos de inversión. También, en relación a los diferentes agentes que participan en el desarrollo del *shadow banking*, se pondrá de manifiesto las diferentes actividades características de la desintermediación como la titulización, préstamos de valores, acuerdos de recompra (repos) y otras funciones bancarias (Ghosh et al, 2012). Esta forma de financiación utilizada tanto por grandes empresas como pymes ha cobrado especial importancia a raíz de la crisis económica que desmantelo las irregularidades del sistema financiero global. Por ello, las principales potencias económicas y organismos internacionales han requerido el estudio del efecto del *shadow banking* para la estabilidad financiera (Comisión Europea, 2012). Para completar este segundo capítulo del trabajo, se explicarán también las oportunidades que supone la desintermediación para los inversores así como la explicación de los factores

que han potenciado su crecimiento como alternativa a la utilización de los bancos tradicionales para la obtención de capital para invertir. Aunque es importante aclarar que los mismos bancos que suponen la contrapartida a estas entidades financieras, ellos mismos también han formado parte directamente del proceso siendo compradores de deuda con alta calificación crediticia como por ejemplo, Bankinter o Deutsche Bank (Badía y Abril, 2014). Teniendo en cuenta las etapas cíclicas de la economía, la diversificación del riesgo es fundamental para los inversores en épocas de recesión así como la extensión del crédito a determinados sectores en los que su acceso está limitado. Además el conocimiento especializado de las instituciones que operan en este mercado hace que los diferentes inversores se vean atraídos cuando los depósitos garantizados de los bancos son insuficientes para atender a la demanda de grandes sumas de capital (Ghosh et al, 2012). Como continuación a la explicación de las ventajas que supone para el inversor la utilización del sistema en la sombra, existen aspectos desfavorables a una excesiva utilización que completarán este segundo capítulo del trabajo. De esta forma, haremos hincapié en varias ideas de crítica general. En este sentido, uno de los aspectos más comentados por varios autores es el problema del endeudamiento (Gorton y Metrick: 2010; Ghosh et al: 2013; Kocjan et al: 2012). También, la importancia del riesgo sistemático (Claessens et al: 2012; Comisión Europea: 2012; Ghosh et al: 2012) como consecuencia a la interconexión entre diferentes agentes. Por último, se cerrará el capítulo con una descripción completa de la financiación de activos mediante técnicas de titulización que permite transformar activos ilíquidos en negociables en el mercado y por tanto, pueden ser adquiridos por inversores. Este punto integra la agrupación de diferentes actividades y agentes financieros, lo que supone un proceso complejo para el cual nos apoyaremos en las explicaciones de varios autores.

-En el tercer capítulo, procederemos a explicar las diferencias existentes del desarrollo de la banca en la sombra entre los países avanzados, agrupando según FSB en esta categoría a Estados Unidos, Reino Unido y Europa, y por otro lado, países orientales. Aunque este sistema aglutina diferentes tipos de actividad, tiene una dirección similar en todo el mundo. En este sentido, países

como Estados Unidos y Reino Unido que originaron los mayores movimientos de compras de activos a comienzos de siglo, comienzan a mostrar situaciones de estancamiento. Esto está provocando un retorno del capital a entidades de menor riesgo, debido principalmente a la reducción en la práctica de la titulización (Valckx et al, 2014). En cuanto a países como China y Tailandia, la situación refleja una dirección opuesta al mostrar un crecimiento potencial “superando el crecimiento del sector bancario regulado” (Valckx et al, 2014).

-El cuarto y penúltimo capítulo del trabajo se centrará en la explicación de las actuales medidas regulatorias existentes. Como afirma Claessens et al (2012) hay partes del *shadow banking* ligeramente reguladas y supervisadas que generan un alto riesgo de sistema. Por ello, y en línea con las situaciones de riesgo que genera la práctica de la banca en la sombra explicaremos las medidas de supervisión que los Bancos Centrales quieren implantar para controlar y ajustar su actividad al nivel del sistema bancario actual (Comisión Europea, 2012). Asimismo, trataremos ideas de autores como Tobias y Hyun Song (2009) que discuten cuatro ideas con el objetivo de contener la prociclicidad del sistema financiero teniendo en cuenta las determinaciones de Basilea II.

-El último capítulo del Trabajo de Fin de Grado corresponde a las conclusiones finales una vez realizado el estudio del proceso de desintermediación crediticia. Teniendo en cuenta los objetivos iniciales de realizar una explicación del desarrollo de las diferentes agentes y entidades de la banca en la sombra, distribución por zona geográfica y por último, la regulación existente y aquella que se está desarrollando, procederemos a realizar un balance del trabajo y exponer las contribuciones realizadas por el mismo, y que, en consecuencia, puedan dar pie a trabajos posteriores.

2. Banca en la sombra como alternativa de financiación para inversores

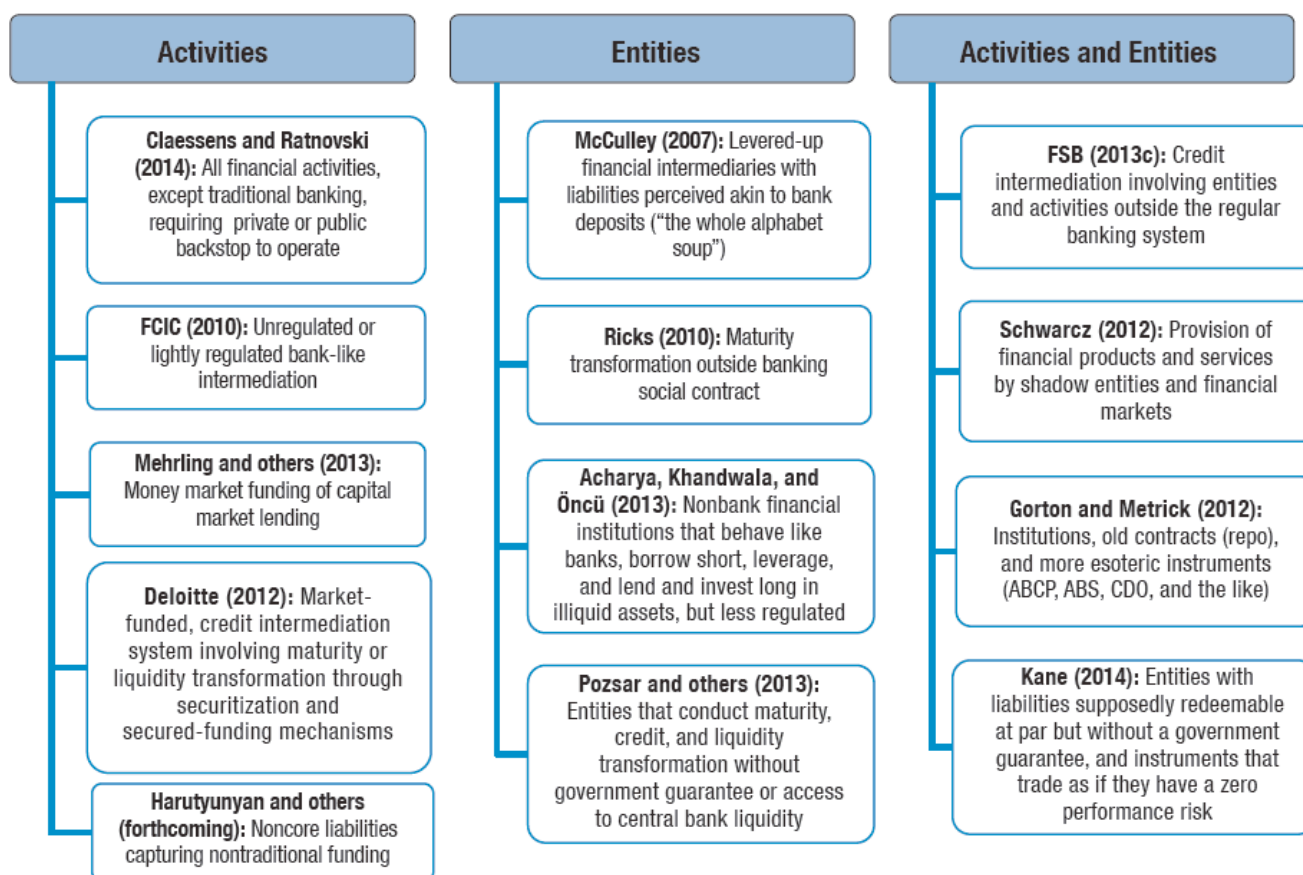
En el segundo capítulo vamos a introducir el concepto de banca en la sombra abordando los diferentes conceptos que se relacionan con el mismo con lo que quedará reflejada la pluralidad de conceptos que están relacionados en su práctica. Asimismo, y en consecuencia con lo anterior, este segundo capítulo describirá aquellas entidades que forman parte de la actividad del *shadow banking* así como las actividades repo y los préstamos de valores. También, como punto central del capítulo será la explicación del proceso de titulización que aúna las entidades y actividades previamente descritas. Para terminar el capítulo, se describirá las causas del crecimiento de la desintermediación financiera así como los riesgos inherentes a su práctica siendo el riesgo sistémico el más destacable.

2.1. Entidades

En primer lugar, antes de proceder a explicar los diferentes agentes que intervienen en el proceso de intermediación crediticia, es preciso concretar que se entiende por la banca en la sombra o popularmente conocido como *shadow banking*. El concepto generalizado de su actividad es definido por el Consejo de Estabilidad Financiero como “sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional” (Valckx et al., 2014).

Sin embargo, si atendemos a la literatura desarrollada por diferentes autores acerca de esta financiación fuera del sistema bancario tradicional, podemos encontrar diferentes aclaraciones y relaciones que se establecen acerca de este concepto. De esta manera, Pozar et al (2012) afirma que “la definición de *shadow banking* no está todavía fijada”. En este sentido, el Fondo Monetario Internacional en colaboración con el Consejo de Estabilidad Financiera elabora un cuadro resumen en el que se diferencia las diferentes definiciones de la banca en la sombra clasificadas por actividad, entidad y una agrupación de ambas (Véase Cuadro 1).

Cuadro 1 - Diferentes definiciones de la banca en la sombra



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2014), Capítulo 2, Página 27

Como podemos observar en el Cuadro 1, no existe una definición precisa que agrupe todas las entidades o actividades que integra su práctica. Algunos autores se centran en su función de transformación de liquidez y vencimiento (Deloitte, 2012; Pozsar et al., 2013) y otros en el tipo de instrumentos que integra como puede ser los acuerdos de recompra o repos, obligaciones de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés), o títulos de valores respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) (Schwarcz, 2012). Sin embargo, entre esta diversidad de definiciones, hay un denominador comúnmente establecido por los diferentes autores. Esta referencia, que se explicará más detalladamente en el capítulo cuarto, se refiere a la práctica o total ausencia de regulación bancaria en la práctica del shadow banking. En este sentido, encontramos frases como “menos regulada”, “sin garantías gubernamentales”, o directamente “fuera del sistema regulatorio bancario” que confirman este común entendimiento de que la intermediación se realiza fuera de los sistemas regulatorios y entes supervisores.

Una vez repasada la literatura acerca de la banca en la sombra se identifican una variedad de entidades que operan en el mercado financiero en su conjunto, y particularmente dentro del entorno del *shadow banking*. Por lo tanto, es importante identificar ciertas entidades que participan de forma activa en el movimiento de capitales entre inversores fuera del sistema bancario tradicional. Algunas de estas entidades como los fondos de inversión son algo más conocidas por el público en general, pero conviene recordar brevemente su funcionalidad junto con otras entidades menos populares. Esta explicación nos facilitará el entendimiento del gran número de agentes que intervienen en la práctica *shadow banking* y que generan un alto riesgo sistémico para el sistema financiero. Para este desarrollo hemos tenido en cuenta los documentos del Fondo Monetario Internacional (2014) y la Comisión Europea (2012).

- **Fondos mutuos del mercado monetario (FMM):** Fondos que invierten en diferentes instrumentos financieros en los que la ganancia no está garantizada, por lo que integra un riesgo de no devolución del capital invertido. Asimismo está constituido por inversores naturales y jurídicos. Entre los diferentes instrumentos en los que invierten está la deuda a corto plazo, valores gubernamentales, acuerdos de recompra, etc. Por ello, los fondos juegan un papel importante en la financiación a corto plazo, la cual es característica esencial de la banca en la sombra. Por último, como las rentabilidades no están aseguradas, la incertidumbre es alta y la retirada de fondos puede ser agudizada en épocas de recesión y provocar inestabilidad en los mercados financieros.
- **Fondos de inversión:** Los fondos de inversión son patrimonios pertenecientes a una diversidad de inversores tanto particulares como Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) que invierten en una amplia variedad de activos financieros y no financieros asumiendo la posibilidad del riesgo del capital invertido. La tipología de los fondos de inversión es muy variada por lo que se distingue dos tipos: según la distribución de los beneficios y según la naturaleza de activos. En cuanto al primer grupo es importante distinguir entre fondos de capitalización ya que reinvierte los beneficios obtenidos y el inversor no recibe su inversión

total en el momento que lo desee. Sin embargo en los fondos de reparto sí hay distribución de dividendos y el inversor puede liquidar su inversión en el momento que desee. En este caso, una posible pérdida de confianza en el sector, no crea un fallo tan grave como con los fondos mutuos puesto que puede deshacer posiciones con la venta de valores y asumir pérdidas de valoración con el descenso del valor de sus activos. Sin embargo, los fondos están también muy interconectados con las instituciones financieras mediante préstamos de valores, derivados o inversiones por lo que ocupan parte fundamental a tener en cuenta en el mercado financiero.

- Los **brokers** y **dealers** participan también en la actividad de la banca en la sombra ya sea por cuenta propia o en nombre de clientes en un banco de inversión. Están más apalancados que los bancos ya que obtienen financiación en el corto plazo mediante acuerdos de préstamos garantizados como los repos o también denominados acuerdos de recompra. También participan de forma activa en el proceso de titulización que se describirá en el siguiente apartado.
- Unos de los fondos que me gustaría mencionar en esta aclaración de entidades son los **Fondos de Inversión Mobiliaria** (REITS, por sus siglas en inglés). Este tipo de fondos muy activos previos a la crisis se dedican como su nombre indica a bienes inmobiliarios ya sea mediante su propiedad y administración, pero en ningún caso su explotación. También existen los REIT hipotecarios que funcionan en el corto plazo para la transformación de vencimiento mediante repos y conectados con los fondos mutuos para financiar el largo plazo de activos menos líquidos. El patrimonio mínimo inicial es de 9 millones de euros que serán desembolsados completamente en su establecimiento. Estos fondos suponen una alternativa a la compra directa de activos inmobiliarios aunque su rentabilidad está sujeta al pago de alquileres mensuales. Por último, hay que tener en cuenta que a diferencia de los fondos en activos financieros, no hay reembolso inmediato de los valores en caso de liquidación (Mateu Gordon, J., 2015)

- Otro de las entidades de función importante dentro del proceso de transformación de liquidez y vencimiento que veremos en el apartado de la titulización, son los activos respaldados por garantías, comúnmente denominado como ABS (Asset-backed securities) ya que como su nombre indica el activo está respaldado por un colateral. También, partícipe fundamental del proceso son los intermediarios Vehículos de Propósito Especial (SPV, por sus siglas en inglés), que en este caso estarían relacionadas con el desarrollo de la titulización.
- También, unos de los más activos en el desarrollo de la banca en la sombra y directamente relacionada con la falta de regulación son los **Fondos de cobertura** o popularmente conocidos como *Hedge Funds*. Se caracterizan por ser fondos privados con un mínimo de capital y menos regulación financiera que otro tipo de fondos. Entran tanto en posiciones largas y cortas ya sean en instrumentos de renta fija como variable. También hay distintos tipos de fondos de cobertura y algunos participan en préstamos directos.
- Una de las entidades con mayor conocimiento general son los **Fondos de capital riesgo** o *Private Equity* que gestionan carteras con alto volumen de activos. También, realizan préstamos de capital para aquellas empresas que no pueden acceder directamente a los mercados, es decir, aquellas pequeñas y medianas empresas (PYMES) o joint ventures que necesitan financiación para desarrollar su actividad.
- **Compañías financieras especializadas** proporcionan crédito para diferentes tipos de agrupación como por ejemplo, las tarjetas de crédito, seguros, préstamos a estudiantes, adquisición o arrendamiento de equipo, etc. Este tipo de crédito se titulizan (idea que veremos en el siguiente punto) dependiendo de la demanda y el rendimiento ofrecido.
- Finalmente, para concluir, estarían las **sociedades financieras y de valores** que conceden crédito o garantías de crédito y las **empresas de**

seguros y reaseguros que como su nombre indica garantizan los productos crediticios. Las **agencias calificadoras** también forman parte del proceso al calificar los productos financieros valorando su riesgo de impago.

Por último, me gustaría comentar dos actividades que son inherentes a la actividad de la banca en la sombra junto con la titulización que comentaremos posteriormente. Estas actividades son los acuerdos de recompra o repos y los préstamos de valores:

- **Acuerdos de recompra (Repos)** son contratos en los cuales una de las partes está de acuerdo en vender valores a otra parte y comprarlos de nuevo en una fecha determinada y recomprarlos a un determinado precio. Los agentes utilizan repos para obtener capital de los FMM y otros prestamistas para financiar sus propios valores y para hacer préstamos para la cobertura fondos.
- El **préstamo de valores (Security lending en inglés)** supone que una de las partes acepta prestar valores a la otra parte a cambio de una comisión y el establecimiento de una garantía o colateral en forma de capital o activos líquidos con alto rating.

Ambos tipos de actividades implican transformación de vencimiento ya que el acuerdo de devolución del instrumento es más corto que el vencimiento del activo subyacente (Valckx et al., 2014).

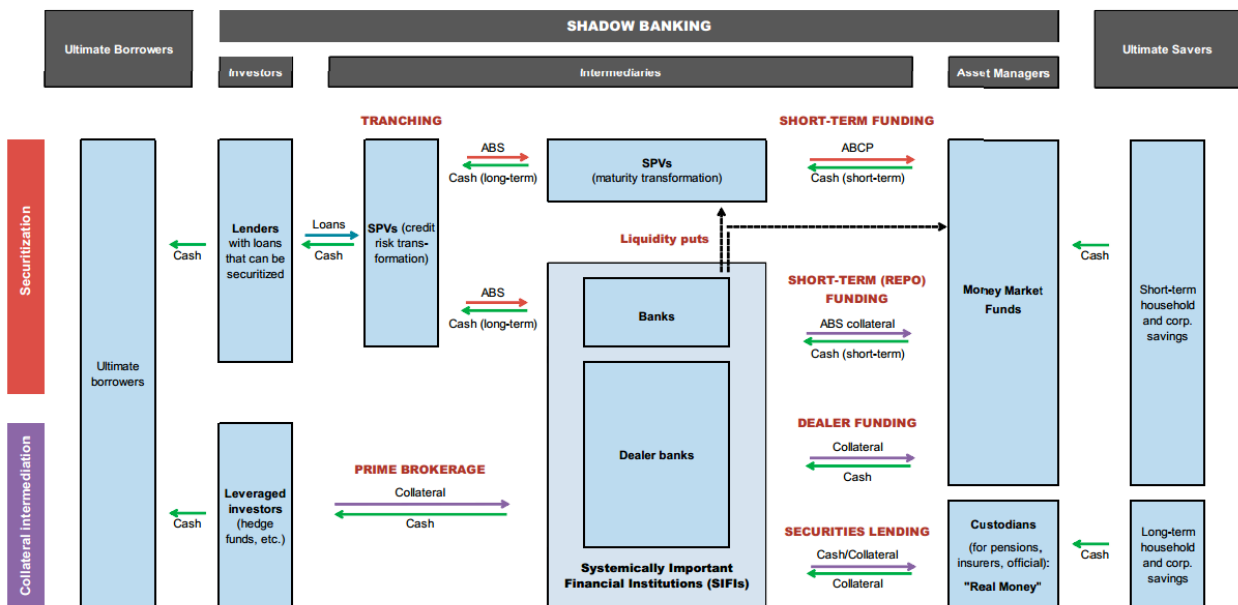
En definitiva, podemos afirmar que existen un número alto de agentes que intervienen en el proceso de intermediación crediticia entre el ahorrador y el inversor. No todas las entidades intervienen en cada uno de los procesos de banca en la sombra. Como veremos en el apartado siguiente, el proceso puede llegar a ser muy complejo y la intervención de diferentes agentes genera diferentes interconexiones que hacen que por ejemplo, un determinado préstamo que en un principio tenía un banco pase por diferentes estructuras organizativas hasta el inversor final y por tanto, genera un alto riesgo. En concreto, el riesgo sistemático de fallo de uno de

los agentes o pérdida de confianza puede provocar graves consecuencias para la estabilidad financiera. La asunción de riesgo es propia de cada uno de los agentes y son ellos los que establecen valoraciones y análisis propios de los activos adquiridos.

2.2. El proceso de titulización

Una vez definidos los diferentes agentes que integra la práctica de la banca en la sombra así como las distintas prácticas que pueden llevar a cabo los diferentes agentes, podemos afirmar que “el shadow banking es un ecosistema complejo” (Claessens et, 2012). Esto es debido como podemos observar en el Cuadro 2, a la interconexión entre los diferentes agentes no bancarios como bancarios que integra la práctica tanto de la titulización como la intermediación en base a garantías.

Cuadro 2 – Marco general del proceso de la banca en la sombra



Fuente: Claessens et al. (2012), Página 21

El proceso de titulización, en el cual nos centraremos posteriormente en más detalle, se trata, en términos generales, de la transformación de activos ilíquidos con un determinado riesgo, como por ejemplo un préstamo o hipoteca, en activos seguros que se clasifican según ese nivel de riesgo, en este momento es cuando entra en juego las agencias calificadoras, y también se

financian mediante el uso de puts procedentes del sistema bancario (Claessens et al., 2012).

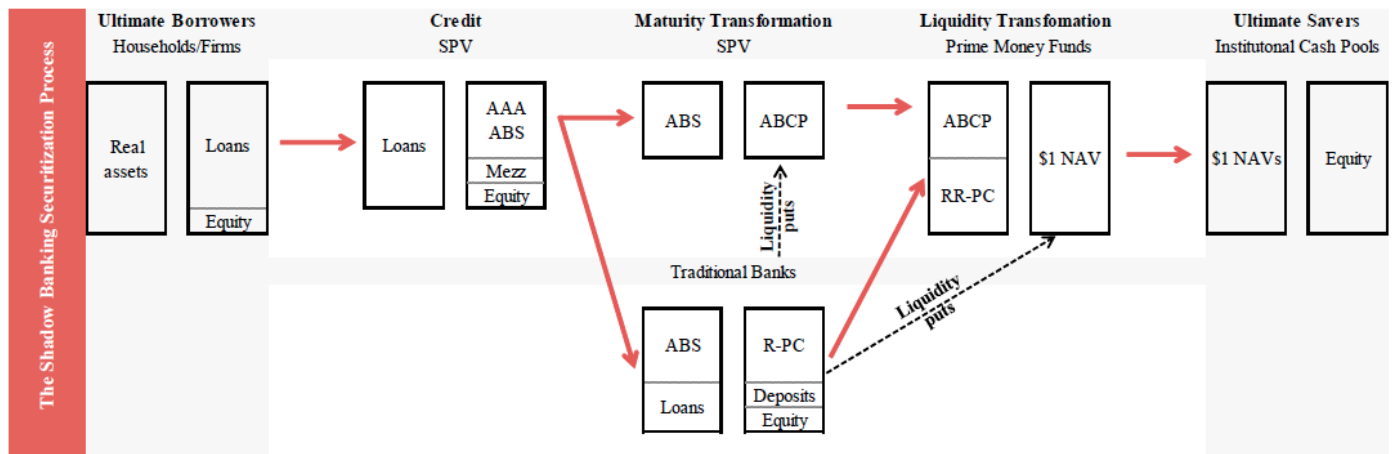
En cuanto a la intermediación colateral se trata de la reutilización de las garantías para reducir el riesgo de contrapartida que se produce cuando el ahorrador presta el capital que llega al inversor final. En este caso, los agentes que intervienen en este proceso para la provisión de garantías son múltiples como podemos ver en el Cuadro 2. Entre estos agentes podemos diferenciar los hedge funds, empresas de seguros, etc.

Como hemos afirmado previamente, existen vínculos entre los bancos en la sombra y el banco tradicional ya que este último es activo en el proceso de titulización mediante los SPV y también comprando esa deuda que está “divida” según el tipo de riesgo. En concreto, los bancos participan activamente en la compra de activos con alto nivel calificativo.

Una vez descritas varias de las entidades partícipes del proceso de banca en la sombra, es importante descartar una actividad poco conocida por el público en general y que integra un proceso con diferentes fases. En particular, hay que atender más detalladamente al proceso de **titulización** o como se conoce anglosajonamente como *securitization*. Esta actividad ha sido muy utilizada en los Estados Unidos en los años previos a la crisis y ha sido parte activa de su origen (Pozsar et al., 2012).

La **titulización** es un proceso que implica varias fases y especificaciones que son resumidas en el Cuadro 3 y que contribuyen, al igual que los bancos, a la transformación de liquidez, crédito y vencimiento.

Cuadro 3 - El proceso de **titulización** de la banca en la sombra



Fuente: Claessens et al. (2012), Página 9

El *shadow banking* está mayormente desarrollado a partir de la **titulización** y las técnicas de préstamos garantizados. De esta manera, la **titulización**, se refiere al reagrupamiento de activos no negociables que generan intereses como podrían ser préstamos, créditos hipotecarios, contratos de arrendamiento, leasing o tarjetas de crédito, es decir, flujos de crédito futuros derivados de esos derechos de cobro sobre los activos que posteriormente, se venderán a un fondo. Este último, procederá a la emisión de valores para su negociación.

De esta manera, estos activos generadores de caja son vendidos a una institución intermedia que no tiene personalidad jurídica propia. Estos son los previamente comentados, vehículos de propósito especial (SPV), que en este caso tiene la finalidad del proceso de titulación. Por lo tanto, esta institución realiza tres funciones esenciales en el proceso (ISTPB, 2015):

1. Agrupación de activos
2. Establecer y mejorar la calificación crediticia
3. Venta de los activos respaldados a diferentes agentes y entidades financieras

Por lo tanto, esta institución tendrá en su balance, como podemos observar en el Cuadro 3, los flujos de crédito en el activo y en el pasivo los bonos que

emitirá para que sean comprados por diferentes agentes que quieran obtener un interés futuro. Además, como hemos comentado, los bonos se clasifican en diferentes tramos que pagaran un interés más o menos alto en función del riesgo incurrido, como la deuda senior AAA considerada más segura o por contraparte de mayor riesgo como aquellas con calificación C. Las técnicas de préstamos garantizados se relacionan como su nombre indica con aquellas operaciones de financiación o préstamos que están garantizados o asegurados con una garantía, como por ejemplo las garantías hipotecarias y los valores (Pozsar et al., 2013). De esta manera, los activos titulizados ya no aparecen en el balance de la entidad originadora y pasan al inversor final que adquiere los bonos.

Como hemos mencionado previamente, los bancos *shadow* realizan también la transformación de liquidez, vencimiento y crédito como los bancos tradicionales. Sin embargo, aquí entra una diferenciación fundamental que distingue uno del otro. Esto se refiere a que el dinero de los ahorradores depositados en los bancos tradicionales en forma de depósitos están provistos de las fuentes de financiación públicas. Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal de los Estados Unidos y la Confederación Federal de Seguros de Depósitos “protege los fondos de depósitos depositados en bancos y asociaciones de ahorro para mantener la estabilidad y la confianza pública” (FDIC, 2015). En contraposición, la práctica del *shadow baking* no está respaldada por el sector público como en la banca tradicional, sino por el sector privado mediante bancos comerciales y compañías aseguradoras (Pozsar et al., 2013).

Después de este breve apunte sobre la fuente de aseguramiento de su actividad, es importante entender a qué nos referimos con la transformación del crédito, liquidez y vencimiento. Estos aspectos son fundamentales en el entendimiento del proceso de **titulización** y en consecuencia, del proceso de desintermediación crediticia. (Pozsar et al., 2013).

Como podemos observar en el cuadro 3, el proceso de **titulización** está desarrollada en diferentes etapas que integran diferentes balances ya que

pueden intervenir varias entidades que proveen de capital y financiación. (Claessens et al., 2012). Por lo tanto, si seguimos el ejemplo, el primer paso sería el agrupamiento de diferentes tipos de deuda como arrendamientos, préstamos o hipotecas, que se consideran activos ilíquidos, son “titulizados” y se convierten en instrumentos intercambiables (Pozsar et al., 2013). Aquí entra una entidad importante para entender el funcionamiento de la **titulización** que son las entidades de cometido especial o conocido o por sus siglas en inglés, SPV. (Comisión Europea, 2012). En este caso, una determinada SPV retiene la deuda agrupada como activo y en el pasivo los bonos que emitirá o valores a medio plazo, que serán comprados por diferentes inversores para financiar la deuda. Estos valores son adquiridos bien por bancos tradicionales u otras entidades SPV. Así, las transformaciones de vencimiento de los activos de la entidad son financiadas a corto plazo mediante la emisión de activos ABS que están respaldados por los activos, es decir, el préstamo o la hipoteca. (Claessens et al., 2012). Esta financiación a corto plazo la utilizan para poder comprar esas carteras de deuda y venderla posteriormente a posibles inversores. La estructuración de la deuda en ABS se realiza mediante brokers y dealers, que pueden operar de forma personal o por cuenta ajena. Por último, la transformación de liquidez se enmarca en la utilización de instrumentos líquidos para financiar activos ilíquidos. Para entender esta transformación, Pozsar et al. (2013) explica que un grupo de préstamos se intercambiaría a un precio menor que unos valores líquidos que estén calificados por una agencia de rating, proviniendo ambos del mismo agrupamiento de deuda.

Para completar este encuadre del proceso de *shadow banking*, la intermediación del crédito es aprobada por terceras entidades y garantías de crédito que hacen aún más complejo el encuadre de la banca en la sombra. La financiación de estas entidades privadas se establecen mediante acuerdos de recompra, seguros de impago de deuda (CDS, por sus siglas en inglés), garantías de bancos y compañías de seguros.

En resumen, la explicación del proceso de la banca en la sombra es complejo ya que como hemos afirmado previamente, el concepto no está completamente establecido y no está claro que activos y flujos se deben encuadrar en este

marco. Aún así, los Cuadros 2 y 3 ofrecen una visión esquemática del proceso de *shadow banking* bastante aclaratoria y que requiere, debido a la gran diversidad de instituciones financieras, de un alto conocimiento del sector.

2.3. Causas del crecimiento

Como hemos comentado previamente, el origen del *shadow banking* no está claramente establecido por los diferentes autores e instituciones que han desarrollado trabajos al respecto. Sin embargo, este tipo de financiación generó \$65 trillones en 2011 en activos financieros comparados con los \$26 trillones de 2002 y su exposición global es cada vez mayor (FSB, 2013). En consecuencia, es correcto preguntarse qué ha provocado que la banca en la sombra haya crecido a este ritmo en términos globales.

En primer lugar, las razones principales por las que un inversor o accionista decide invertir su capital en una determinada empresa es la búsqueda del rendimiento de los activos invertidos. Todos los inversores, ya sean más o menos arriesgados, buscan un determinado retorno de sus inversiones. Atendiendo a las palabras Valckx et (2014), el rendimiento de los bonos soberanos está en mínimos y los inversores buscan “activos de mayor rendimiento”. Esta situación ha provocado que muchos inversores “más arriesgados” busquen alternativas distintas a la financiación convencional y hayan acabado invirtiendo en activos titulizados o diferentes activos monetarios para obtener una mayor rentabilidad.

En segundo lugar, se puede entender el *shadow banking* no sólo como alternativa de financiación, sino también como complemento a la actividad bancaria. Como explica Valckx et (2014), el incremento de los fondos de pensión y compañías aseguradores ha estado creciendo a la par que los fondos de inversión y otros tipos de intermediarios no bancarios. Sin embargo, también se afirma que esta idea puede ser una extensión de la contrariedad del mercado al sistema regulatorio. Teniendo en cuenta las exigencias, como en capital y liquidez establecidas por las autoridades nacionales e internacionales a raíz de la crisis, los bancos han visto en la banca en la sombra, la posibilidad

de aumentar sus ingresos por medio de esta actividad y cumplir así con los requerimientos mínimos de capital. (Comisión Europea, 2012).

En tercer lugar se podría destacar que la situación de crecimiento del *shadow banking* es incentivada por la mejora continua del sector financiero como por ejemplo en la perfección de los sistemas de distribución y también, por la continua innovación tecnológica que lleva a la creación de nuevos productos, como los warrants o CDS, que son ofrecidos a los clientes como posibles variantes a los tradicionales productos de inversión. También, teniendo en cuenta la bajada de tipos de interés, primero por parte de la FED en Estados Unidos y actualmente del Banco Central Europeo, y el exceso de ahorro mundial provocado por la crisis, son factores que combinados con los ya mencionados explica este crecimiento mundial del *shadow banking*.

Esto nos lleva al cuarto punto y más destacado del crecimiento de la banca en la sombra que sería la falta de regulación financiera de su actividad como contraposición a la actual “estricta regulación financiera”. (Claessens et al., 2012). Como comentaremos posteriormente en el capítulo 4 del trabajo, los entes reguladores de los diferentes países dónde se desarrolla la práctica del *shadow banking* están empezando a estudiar de qué forma regular, ya sea de forma directa o indirecta, su práctica. Sin embargo, al incurrir en un sector en el que ámbito no está claramente definido en términos de flujos y agentes “shadow”, el proceso requerirá de un largo período de formulación y asentamiento de posibles medidas. De esta manera, los inversores pueden ver en la banca en la sombra una alternativa de financiación para la economía cuando los medio tradicionales de financiación están pasando por dificultades sin incurrir en actuaciones ilegales. (Comisión Europea, 2012).

2.4. Riesgos

Una vez comprendidas las diferentes causas del crecimiento de la práctica de la banca en la sombra mundialmente, vamos a cerrar este segundo capítulo con los riesgos que supone su práctica y que quedaron de manifiesto en la crisis financiera (Pozsar et al., 2012).

El primer problema que surge con la práctica del *shadow banking* es el uso excesivo del endeudamiento. Esto es producido generalmente por la utilización de operaciones de financiación de valores (SFT, por sus siglas en inglés) que suponen el intercambio de valores del prestatario al prestamista en base a garantías. Estas operaciones SFT incluyen actividades previamente comentadas como los contratos repo y préstamos de valores generalmente utilizadas para la financiación el corto plazo. Este tipo de operaciones incurren en altos niveles de endeudamiento ya que los activos pueden utilizarse como garantías para seguir incrementando la financiación. (Ghosh et al., 2012). En esta línea la Comisión Europea (2012) afirma que “las actividades del sistema en la sombra pueden estar muy apalancadas al reutilizarse varias veces las garantías reales sin estar sujetas a los límites que imponen la regulación”.

En segundo lugar, como hemos comentado previamente, los bancos forman parte activa del proceso de *shadow banking* al estar interconectados con diferentes instituciones no bancarias y participar en el proceso de **titulización** de activos y en la transformación del vencimiento y liquidez. (Ghosh et al., 2012) Por ello, y unido a la financiación a corto plazo para financiar su actividad, el riesgo sistemático es inherente en su actividad. El riesgo de incumplimiento que se puede producir en una institución financiera puede acarrear el contagio al resto de entidades y exponerse a retiradas masivas por parte de los clientes. (Comisión Europea, 2012) y por lo tanto, afectar al sistema financiero global. De esta forma, la crisis financiera destapó irregularidades en la manera de proceder del *shadow banking* a la hora de generar activos seguros. El proceso de pasar de activos ilíquidos como una hipoteca a un activo transferible no fue correctamente analizado en términos de riesgo y los inversores “ignoraron los riesgos agregados” y supuso que muchos de los activos con un rating AAA² fueran en realidad, activos de alto riesgo. Esto unido al retroceso de la financiación en el mercado fue una de las causas de la recesión financiera de 2008. (Claessens et al., 2012). En este sentido, como afirma Pozsar et al. (2013), la banca en la sombra potenció el aumento de intercambio de crédito entre entidades y particulares. Esto llevó a que el

² Existen tres grandes agencias de rating: Standard & Poors, Fitch y Moody's. La designación AAA se establece como el mejor rating.

precio de los activos residenciales y comerciales se apreciará en los años previos a la crisis, pero también se acercó el crédito a aquellos que no podían financiarse con los bancos.

Por último, uno de los riesgos inherentes a su práctica y conocido por la propia definición de la banca en la sombra es la elusión de la regulación y arbitraje reglamentario. A diferencia de las instituciones bancarias que cumplen con determinados requisitos con respecto a capital, endeudamiento y liquidez, los operadores del *shadow banking* “podrían eludir la normativa o la supervisión aplicadas, al fragmentar el proceso de intermediación crediticia tradicional en estructuras legalmente independientes que negocian entre sí (Comisión Europea, 2012). Este punto será tratado en detalle en el cuarto capítulo.

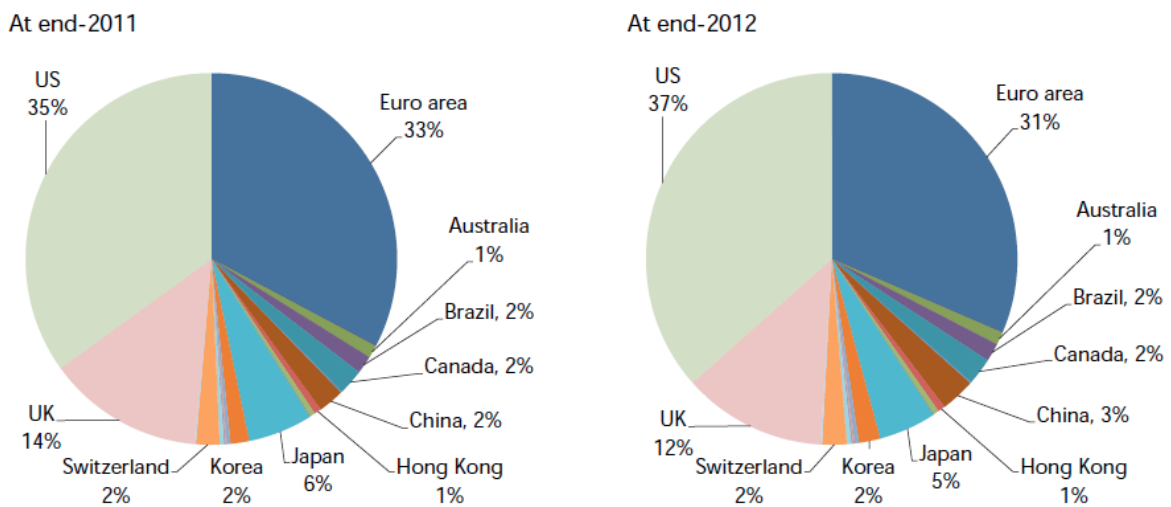
3. Desarrollo de su actividad diferenciado por localización geográfica

En el tercer capítulo del Trabajo se procederá a diferenciar la práctica de la banca en la sombra según el ámbito geográfico. En el primer grupo, se concentran los países de la zona euro, Reino Unido y Estados Unidos, siendo este último, el país que se considera como el foco original de su crecimiento. El segundo grupo según la zona geográfica agrupará diferentes países distintos a los previamente comentados, ocupando especial relevancia los países asiáticos. En esta línea, haremos hincapié en China, para explicar más detalladamente la práctica de la banca en la sombra ya que difiere en determinados aspectos a los países occidentales.

3.1. Estados Unidos, Reino Unido y zona euro

Según Valckx et (2014) basándose en los datos del Consejo de Estabilidad Financiera, Estados Unidos tiene el mayor sistema de financiación no bancaria en base a los resultados de 2012 con unos activos totales de \$26 trillones. Seguido de Estados Unidos se encuentra la zona euro con activos por valor de \$22 trillones y ya con \$9 trillones se posiciona Reino Unido.

Cuadro 4 - Distribución de activos no bancarios



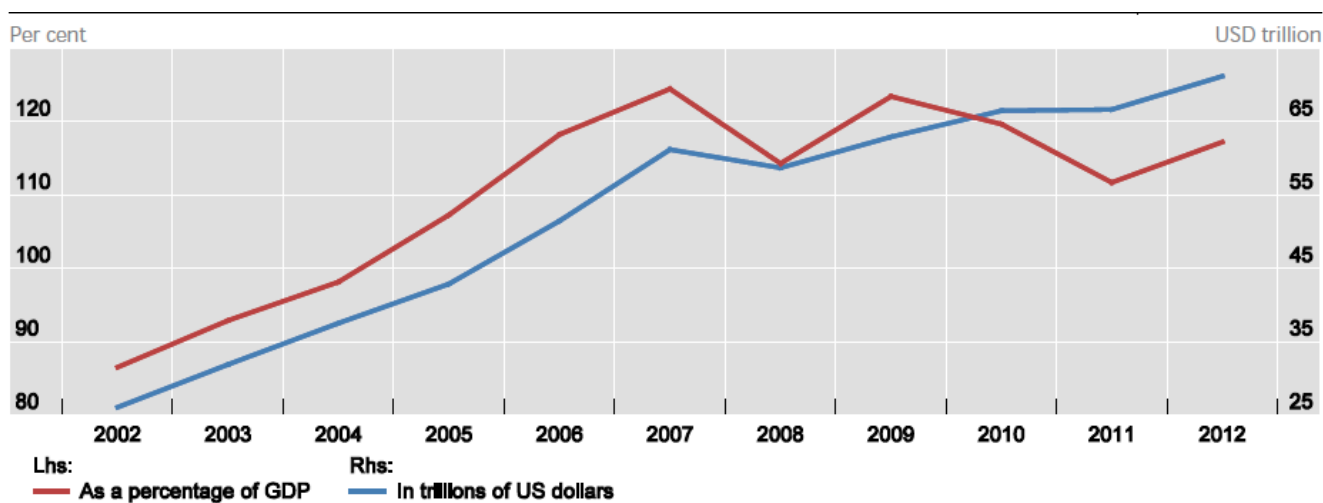
Sources: National flow of funds data; other national sources.

Fuente: Consejo de Estabilidad Financiera (2013), página 12

En los gráficos del Cuadro 4, podemos observar, distribuido por país, los diferentes porcentajes de activos participes en la financiación no bancaria. De esta manera, podremos diferenciar que los Estados Unidos y Europa suponen más del 50% del porcentaje de activos. Como tercer país en porcentaje de activos no bancarios está Reino Unido, que ha disminuido del 14% al 12% entre 2011 y 2012.

Uno de los aspectos cruciales del crecimiento de la banca en la sombra fue el establecimiento del Acuerdo de capital de Basilea en 1988 (también conocido como Basilea II), que inició el crecimiento de la **titulización** tanto en Estados Unidos como Europa. De esta manera según Valckx et al (2014) en base a Allen (2004) que afirma que su aprobación generó el crecimiento de la **titulización** de cartera de préstamos de bajo riesgo y la retención de préstamos de alto riesgo a causa de la falta de entendimiento en la diferenciación entre préstamos de alto y bajo riesgo. Además, empezaron a aparecer las permutas de incumplimiento crediticio o conocido en inglés como CDS, que nació como cobertura de riesgo mediante swaps y los vehículos de inversión estructurados o SIV, que se financian a corto plazo mediante bonos o valores para prestar el capital a mayores tipos de interés, obteniendo un beneficio con la diferencia. Así, en los primeros años del 2000, el entorno de tipos bajos favoreció también el desarrollo de su práctica (Valckx et al., 2014). En definitiva, los mayores requerimientos de mínimos de capital establecidos en base a Basilea, han supuesto una disminución por partes de los bancos tradicionales en la concesión del crédito. Esto ha sido aprovechado por las pequeñas instituciones, algunas de ellas tecnológicas y con menos costes base para ofrecer préstamos a menores tipos de interés. (Clayton, 2015).

Cuadro 5 - Evolución de activos no bancarios entre 2002 y 2012



Fuente: Consejo de Estabilidad Financiera (2013), página 11

En el cuadro 5 vemos la evolución de su actividad desde el año 2002 hasta el 2012 según las 20 jurisdicciones y la Unión Europea por el Consejo de Estabilidad Financiera. En 2012, el total de activos no bancarios está entorno al 117% del PIB agregado, el cual está por debajo del pico de 125% previo a la crisis financiera. Desde el inicio del estudio, el crecimiento ha sido exponencial ya que como sostiene Valck (2014), la “búsqueda del rendimiento aceleró el flujo de capitales hacia hedge funds o fondos mutuos”. Asimismo, el entorno de tipos de interés en mínimos y una amplia liquidez en los mercados fueron aspectos fundamentales para su crecimiento junto con la falta de regulación de este tipo de actividades (Claessens et al., 2012).

Cuadro 6 – Agrupación de productos financieros y características

Exhibit 1: Profit pools at risk

Type	Total market size	Market size type	% inside banking system	Amount in banking system	% in banking system at risk of leaving	Amount at banks at risk of leaving	Total banking profit pool at risk	Select disruptors / new entrants	Competitive advantage?
Unsecured personal lending	\$843bn	Loans O/S	81%	\$683bn	31%	\$209bn	\$4.6bn	Lending Club, Prosper	Lower capital requirement, technology
Small business loans	\$186bn	Loans O/S	95%	\$177bn	100%	\$177bn	\$1.6bn	OnDeck, Kabbage	Technology (drives time, convenience)
Leveraged lending	\$832bn	Loans O/S	7%	\$57bn	34%	\$19bn	\$0.9bn	Alternative AM, BDCs	Regulatory
Student	\$1,222bn	Loans O/S	5%	\$65bn	100%	\$65bn	\$0.7bn	SoFi, Earnest, CommonBond	Regulatory, technology, convenience
Mortgage origination	\$1,169bn	Ann'l volume	58%	\$678bn	100%	\$678bn	\$2.1bn	Quicken, PFSI, Freedom	Regulatory, convenience
Mortgage servicing	\$6,589bn	Loans O/S	73%	\$4,810bn	6%	\$300bn	\$0.1bn	OCN, NSM, WAC	Regulatory, cost
CRE	\$2,354bn	Loans O/S	56%	\$1,322bn	9%	\$118bn	\$0.8bn	Comm. mREITS, alt. lenders	Regulatory, market dislocation
Total	\$13,195bn		59%	\$7,792bn	20%	\$1,566bn	\$10.9bn		

Fuente: Goldman Sachs Research (2014), página 2

En el siguiente Cuadro observamos una agrupación de los diferentes tipos de deuda que se ofrecen en el mercado del *shadow banking*. Entre los diferentes productos están las prestaciones para el estudio, hipotecas, préstamos personales o préstamos de alto nivel de apalancamiento. Como podemos observar en Cuadro 6, los estudios llevados a cabo por Goldman Sachs establecen una medida aproximada del total del mercado que pueden “cambiar de manos”. Esto quiere decir que aunque la mayoría de este capital prestado para la consecución de estas actividades sigue siendo principalmente los entes bancarios, cada vez hay más porcentaje que está en riesgo para ser financiado por entidades en la sombra. Asimismo, el Cuadro muestra ejemplos concretos de empresas como Lending Club o OnDeck. Estas pequeñas empresas, que se benefician de tener una regulación menor a los bancos y que utilizan toda su tecnología y menor coste base para ofrecer préstamos a intereses más bajos, son ciertamente un competidor que está disminuyendo el porcentaje de negocio de prestaciones del sector bancario.

Cuadro 7 – Riesgo de pérdida de activos para la banca y evolución de

Exhibit 3: We estimate \$11bn of banking profit could shift to non-banks

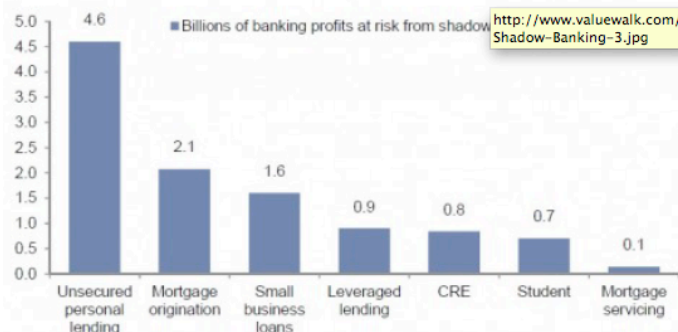
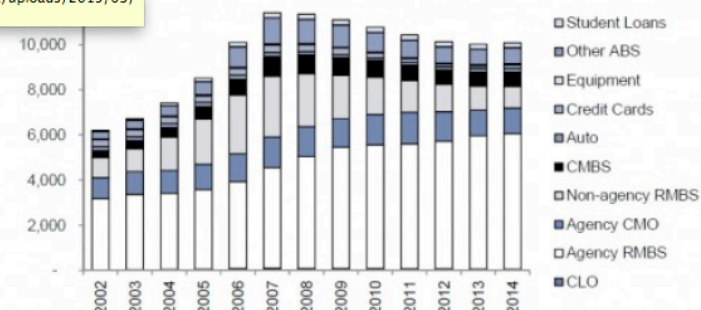


Exhibit 4: The broader measure of shadow banks has declined partly due to a 9% contraction in structured credit (\$bn)



Fuente: Goldman Sachs Research (2014), página 3

Asimismo, en el Cuadro 7, el cual también hemos obtenido del reciente estudio de Goldman Sachs, observamos el potencial de pérdida de volumen de los bancos con respecto a las entidades en la sombra. En concreto, el tipo de prestación que más se reduciría en los bancos sería los préstamos personales no garantizados, que no poseen colateral sino que el respaldo se centra en la capacidad crediticia del prestatario. Otros productos que presentan un cambio de tendencia sería las hipotecas y pequeños préstamos de empresa por un total de 2,1 y 1,6 billones de dólares respectivamente. También, en el Cuadro 7 podemos observar la tendencia del *shadow banking* desde 2002. En consecuencia, se puede afirmar la tendencia alcista que arrastra desde principios de siglo y previo a la crisis financiera de 2007. Durante la recuperación económica, su volumen total se ha reducido pero con niveles de 2006. También, la tendencia en estos doce últimos años está diferenciada por los diferentes productos, entre los que destacan las obligaciones de préstamos con garantía (CLO) y valores garantizados con hipotecas (RMBS).

En definitiva, Clayton (2015) detalla que el gran crecimiento de empresas como OnDeck es el aprovechamiento de los conocimientos del big data y el diseño de canales de distribución con tecnología avanzada. Además la menor regulación y menores costes base está provocando que pequeñas empresas tecnológicas estén desarrollando modelos de prestaciones con interés más bajos, que está haciendo perder volumen de negocio a los bancos tradicionales

y su consecuente pérdida de cuota en cada uno de los productos previamente señalados.

3.2. China

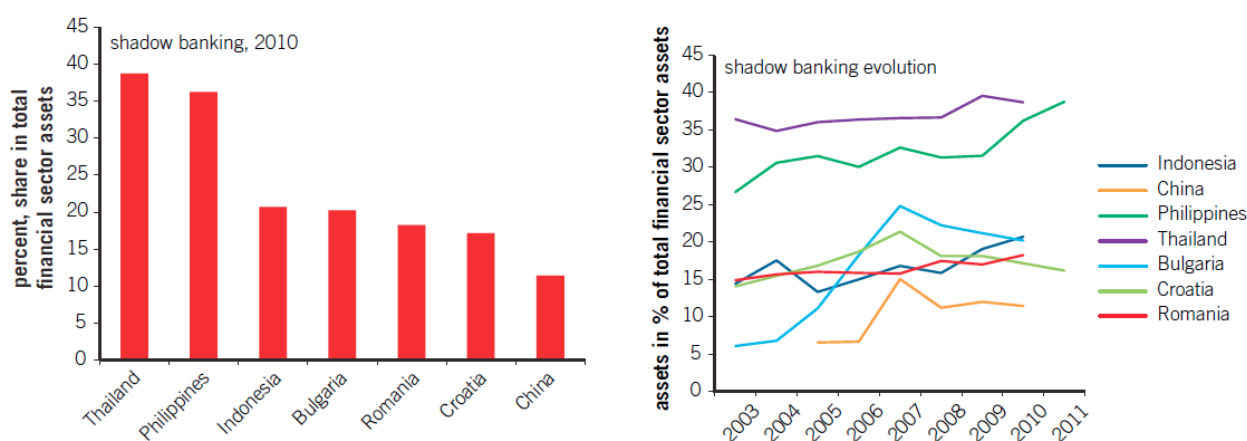
En el segundo punto del desarrollo de la actividad de la banca en la sombra, vamos a centrarnos también en su desarrollo en los países emergentes, con especial atención a China.

De forma general, el desarrollo de la intermediación crediticia fuera del sistema bancario está diferenciada según la zona y la también el tiempo de desarrollo. En términos generales, los bancos tradicionales dominan el negocio de la intermediación, pero el tamaño del *shadow banking* está creciendo y ganando importancia en muchos países (Ghosh et al., 2012).

Uno de los problemas comentados previamente es la falta de información sobre las características y el funcionamiento de los bancos en la sombras en los países emergentes (Ghosh: 2012; Valckx et al: 2014). Aun así hay suficientes datos como para poder describir su funcionamiento en contraste a países más avanzados en este sentido como Estados Unidos o Europa.

En el cuadro 8 el primer gráfico (Ghosh et al., 2012) muestra el total de activos financieros de la banca en la sombra en el año 2010 según varios países. El segundo gráfico muestra la evolución desde 2003 hasta 2011 según también los activos financieros.

Cuadro 8 - Evolución de la banca en la sombra en los países emergentes



Fuente: Ghosh et al., (2012), página 4

De esta manera, los dos países dominantes en este sentido son Filipinas e Indonesia mientras que los países del Este Central, como por ejemplo Bulgaria, tienen los menores porcentajes de utilización de estos activos financieros.

Las razones del crecimiento de la práctica del *shadow banking* son prácticamente similares a las relacionadas con los países más avanzados. Esto se refiere a una creciente regulación de los bancos y sus actividades de intermediación, restricciones en capital y liquidez para alcanzar los mínimos requeridos tras la crisis financiera y garantizar la estabilidad monetaria y facilitar el acceso del crédito a entidades más pequeñas. (Ghosh et al., 2012).

Como podemos observar en el gráfico de la derecha del cuadro 5, el crecimiento del *shadow lending* se incrementó en los años previos a la crisis financiera entre 2007 y 2008. El entorno de tipos bajos y necesidad de clientes de obtener crédito generó una creciente demanda de este tipo de activos que, aunque más arriesgados, suponían un mayor retorno. El estallido de la burbuja inmobiliaria seguido de caídas generalizadas en las bolsas y cierre de Lehman Brothers, desmanteló irregularidades de la práctica de la banca en la sombra y la asunción de mayores riesgos en relación a los percibidos por los inversores. Esta situación también se trasladó al mercado de intermediación crediticia, tanto de los bancos tradicionales como entidades en la sombra. Esta reducción de la demanda es perceptible también en los países Asiáticos y del Este que sufrieron importantes recesiones.

Comparando la naturaleza de su práctica en países como Estados Unidos y Europa con otros como Filipinas o China encontramos variedades en su práctica. En este sentido, Ghosh (2012) afirma que en “los países emergentes, el *shadow banking* es relativamente más simple, teniendo en cuenta la sofisticación de los mercados e instrumentos financieros”. Los tipos de entidades más destacas serían el leasing, unión de créditos y bancos cooperativos.

De forma más concreta, vamos a describir la actividad de la banca en un país en concreto: China. Se ha elegido al primer país asiático en población y economía porque representa perfectamente el crecimiento de los *shadow*

banks como respuesta a un sistema financiera represivo y con unas condiciones monetarias estrictas (Huang et al, 2011).

En el territorio chino, se conoce como “lending fuera del sistema bancarios y sin tener que incluir endeudamiento y transformación de vencimiento” (Ghosh et al., 2012). De esta manera, el People’s Bank of China (PBC), lo que correspondería al banco central de la República de China, introdujo el concepto de “financiación social” para referirse a la actividad no bancaria de financiación (Huang et al, 2011). Esto justifica el comentario previamente desarrollado acerca de la menor complejidad de la banca en la sombra en los países emergentes.

Hay dos explicaciones para entender el crecimiento del *shadow banking* en el territorio chino. Lo primero, atendiendo a los datos económicos, China es de los países con mayor oferta de capital con unos bancos que mantienen crédito por valor del 120% del PIB del país a finales de 2010 (Huang et al., 2011). Esto supone una cantidad alta de liquidez que unida a los tipos bajos de interés genera un alto potencial para los préstamos de capitales. Esta situación, aunque favorable para los inversores que requieran de capital no se transmite a la economía real, puesto que los tipos de interés están regulados por el PBC y el Gobierno influye en la distribución del crédito. (Huang et al., 2011). Por otro lado, y esto es en común con los países desarrollados, un alto porcentaje de las pequeñas y medianas empresas no tiene acceso al crédito por lo que buscan alternativas de financiación fuera del sistema bancario. Así, Huang et al (2011) afirma que solo el 15% de este tipo de empresas obtiene préstamos bancarios.

En definitiva, para cerrar este apartado de la práctica de la banca en la sombra en países emergentes y China en concreto, las medidas de regulación al igual que en los países avanzados están desarrollándose de igual forma. En particular, en octubre de 2011, la Comisión Reguladora Bancaria de China (CBRC) estableció la necesidad de reducir el riesgo de concentración incorporando actividades *off-balance* como garantías fuera del balance y compromisos de deuda. (CBRC, 2011).

4. Implicaciones políticas y regulatorias

Una vez cerrados los capítulos que implican una visión general de la banca en la sombra, incluyendo aspectos como entidades y actividades, el proceso de titulización e intermediación y la diferenciación de la banca en la sombra según el ámbito geográfico, el último capítulo del trabajo se centra en el desarrollo de la regulación y políticas relacionadas con su actividad. Para este apartado es importante atender a los riesgos previamente descritos que implica la práctica de la intermediación no bancaria, especialmente el riesgo sistémico que se genera al integrar un alto número de agentes que están directamente relacionados y por tanto, en caso de fallo o pérdida de confianza, puede desestabilizar el entorno financiero. Es por ello, que el gran reto de los entes reguladores es mantener los beneficios que supone el ejercicio del *shadow banking* para el entorno económico y financiero mientras que reduce su exposición al riesgo sistémico (Valckx et al., 2014).

En primer lugar, el desarrollo de las implicaciones regulatorias para el funcionamiento de la banca no bancaria se ve afectada por un problema previamente comentado: la falta de información. La Comisión Europea (2012) afirma la importancia de que “las autoridades sean capaces de comprender las cadenas de intermediación crediticias”. El complejo proceso que implica la titulización puede incluir variados agentes financieros como bancos comerciales, agencias calificadoras, fondos de inversión, *hedge funds*, etc. Cada una de estas entidades opera en distintos mercados, tiene distintos factores de demanda y están sujetos a distintas normativas ya que operan también en diferentes regiones en las que existen determinadas normativas. Esta distinción en las estructuras regulatorias y legales que puedan tener las entidades que operan en el *shadow banking*, puede llevar a la situación de que una entidad pueda considerarse como banco en un país y un banco en la sombra en otro país (Valckx et al., 2014). Es por ello que la facilitación de la información por parte de las diferentes instituciones, como expone la Comisión Europea, es el pilar principal para empezar a desarrollar un marco regulatorio aplicable.

Además, como hemos visto en el tercer capítulo en el que distinguíamos la práctica del *shadow* en países como Estados Unidos, Europa o China, es evidente que la práctica de la intermediación y las entidades que interviene pueden variar considerablemente. Por tanto, Valckx et al (2014) destaca que el desarrollo de un marco regulatorio generalista para todos los países sería ineficiente. Es por ello, que la recopilación de información y entendimiento de los procesos que intervienen son fundamentales para aplicar un marco adaptable a cada uno de los países intervinientes en el sistema. Aun teniendo en cuenta la dificultad de implantar un cuadro apropiado de normativas de regulación, es ineludible que la crisis financiera ha desmantelado las partes más frágiles de la banca en la sombra como por ejemplo, el excesivo endeudamiento. Es por ello, que las diferentes entidades internacionales bajo el foco del Consejo de Estabilidad Financiera establecen la urgencia del desarrollo de regulación para evitar situaciones de riesgo futuras (Claessens et al., 2012).

En primer lugar, como guía de entendimiento del contexto actual de implicación regulatoria así como autoridades pertinentes en el proceso, vamos a tomar las actuales medidas reglamentarias que se toman en la Unión Europea. Estas medidas que se distinguen entre regulación directa e indirecta son también comentadas por el Fondo Monetario Internacional (2014) en base a la información desarrollada por el Consejo de Estabilidad Financiera.

- Regulación indirecta: se centra esencialmente en el control y reducción del riesgo generado por las actividades del sistema bancario en la sombra. En este sentido, se establece especial importancia en la asignación de capital a las entidades en cada de situaciones de riesgo como protección ante futuros imprevistos. En Europa, en 2010, la Directiva III, “Directiva en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración”, modificó las normativas previas en lo que respecta a los requisitos de capital, con especial mención a las titulaciones. De esta manera, se exige unas bases de capitales mayores

y normas de información adicionales por parte de las instituciones. En concreto, para las carteras de titulaciones:

“Procede adaptar las exigencias de capital por riesgo específico aplicables a las posiciones de titulación a los requisitos de capital para la cartera bancaria, ya que estos últimos hacen posible un tratamiento más diferenciado y sensible al riesgo de las posiciones de titulación”. (Parlamento Europeo, 2010)

Asimismo, en 2013, se reforzó la regulación de las entidades de crédito y supervisión prudencial de las entidades tanto de crédito como inversión mediante la Directiva IV, Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión. En esta última Directiva, se centra la importancia de la liquidez vinculados al riesgo de reputación de un banco (Comisión Europea, 2012). También, se sigue manteniendo la importancia de los requisitos de capital como preservación de fondos propios para reducir riesgos y prueba de ello es el establecimiento de los “Colchones de capital” ya sea para la conservación de capital (artículo 129) o como capital anticíclico específico para cada entidad (artículo 130) (Parlamento Europeo, 2013).

- Regulación directa que se centrarían en “medidas regulatorias adaptadas” según la entidad que opera en la intermediación no bancaria (Valckx et al., 2014). En Europa, la Directiva sobre los Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (GFIA)³ ya emprende medidas para reducir el riesgo y controlar los niveles de liquidez así como los ratios de apalancamiento y supervisión de medidas repo o préstamo de valores (Comisión Europea, 2012). Otra de las entidades a las que se tiene previsto imponer medidas restrictivas es a los Fondos de Mercado

³ Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010 (Texto pertinente a efectos del EEE).

Mutuo (FMM). Aunque su participación en el mercado ha caído considerablemente, se quiere establecer un control de su actividad mediante la introducción de requisitos de capital, reducción del vencimiento medio del activo y la utilización de más de un activo como colateral (Claessens et al., 2012). También, otra de las entidades que están en el foco de la supervisión bancaria se centraría en las agencias calificadoras de riesgo. Éstas no participan en la transformación del crédito o vencimiento así como tampoco se financian mediante acuerdos de recompra o préstamos de valores. Sin embargo, son parte fundamental del proceso de intermediación crediticia ya que se encargan de medir el riesgo de los diferentes activos intercambiados y entidades. En concreto, en el territorio europeo, “la Comisión ha propuesto medidas legislativas adicionales para reforzar el proceso de calificación crediticia” (Comisión Europea, 2012).

Como podemos comprobar, reducir los inconvenientes de la banca en la sombra es objetivo prioritario en los diferentes países en los que participa. Diferentes medidas se han impuesto ya, aunque ciertamente la mayoría son propuestas de implantación debido a la dificultad de obtener una información completa del “circuito” del *shadow banking*. Adicionalmente, como se comentaba en el capítulo introductorio, vamos a completar este capítulo con las aportaciones de Tobias y Hyun (2009) que destacan cuatro medidas para la regulación financiera del sistema bancario en la sombra, las cuales algunas de ellas se han aplicado en determinados países, y otras están muy relacionadas con lo descrito inicialmente.

1. Uno de los riesgos principales de la banca en la sombra es la capacidad de las entidades de financiarse en el corto plazo para obtener rentabilidades en el largo plazo. Esto genera un margen entre el capital que tengo que devolver y el que espero generar en el futuro. Esta situación es ventajosa cuando ciertamente se generan rentabilidades futuras con los activos financiados en el corto plazo. Sin embargo, en un entorno cambiante, las rentabilidades futuras no están garantizadas, pero el pago de la deuda se tiene que realizar

igualmente por lo que se genera una situación de quiebra si el financiado no puede hacer frente a sus deudas. Esto se puede trasladar a la situación de ciertas entidades financieras antes del estallido de la crisis que sostenían excesivos niveles de endeudamiento. En este sentido, para prevenir situaciones de exceso de apalancamiento por parte de las entidades financieras, países como Canadá y Suiza han implantado determinados requisitos de endeudamiento para evitar niveles insostenibles y que se generan especialmente en épocas de bonanza económica.

2. La segunda medida está directamente relacionada con el principio de prudencia bancario en el que se propone el establecimiento de una provisión a futuro en el momento en el que un banco realiza un préstamo. De esta manera, cada vez que un determinado banco presta capital a un inversor, tendrá que proveer de un porcentaje para prevenir de una situación en la que el inversor es incapaz de hacer frente a su deuda. Esta medida se utiliza en España y como ventaja tiene el registro de la operación inmediatamente después de haberse realizado en la Cuenta de Resultados de la empresa pertinente. Esta medida está muy relacionada con el incremento de liquidez mínimo que se propone por las entidades económicas internacionales para prevenir situaciones de riesgo.

3. Uno de los principales riesgos de la práctica de la banca en la sombra es su integración procíclica. En situaciones de crecimiento económico, con amplios niveles de liquidez en el mercado y con los tipos de interés en mínimos históricos, la actividad del *shadow banking* crece exponencialmente en busca de mayores rentabilidades. Por lo tanto, para evitar esa búsqueda de un rendimiento mayor asumiendo un alto nivel de riesgo, el autor propone reglas de capital anticíclicas para evitar la asunción de riesgos inasumibles por el inversor y que puedan desestabilizar el sistema financiero.

4. Finalmente, basado en Brunnermeier (2009) se propone la adecuación de reglas de capital para evitar el riesgo sistémico. Como hemos comentado previamente, el contagio entre entidades dentro del sistema puede provocar importantes descalabros en la estabilidad financiera y afectar directamente a la economía real. Esta medida están ya en marcha en Europa como hemos descrito previamente.

En definitiva, el sistema financiero actual está marcado por la crisis financiera que comenzó en 2007 y que desmanteló ciertas ineficiencias en el desarrollo del *shadow banking*. El riesgo de fallo del sistema trae consecuencias adversas en un mundo interconectado como el actual. En 2009, en la reunión del G-20 en Londres, se estableció la importancia de reafirmar la fortaleza del sistema financiero. En la reunión se reforzó entre otras medidas, la idea de incrementar la regulación bancaria, exposiciones fuera del balance o la imparcialidad a la hora de valorar activos financieros. Esta necesidad de reforzar la confianza en el sector se traslada a entender el funcionamiento del la intermediación fuera del sistema bancario. Es por ello, que la colaboración de los diferentes agentes, su entendimiento de la materia y la obtención de información son aspectos fundamentales para poder desarrollar un marco regulatorio aplicable. De esta manera, su aplicación supondrá seguir explotando las ventajas de la práctica de la banca en la sombra, pero reduciendo su exposición al riesgo sistémico.

5. Conclusiones

El último capítulo del Trabajo de Fin de Grado se refiere a las conclusiones finales del mismo. En este sentido, una vez realizado la lectura extensiva de los diferentes artículos relacionados con la práctica de la banca en la sombra, el trabajo sintetiza en cuatro puntos el proceso de desintermediación bancaria atendiendo a aspectos básicos de su funcionamiento: agentes y entidades, proceso de titulización, distribución geográfica agrupando los países europeos, Reino Unido y Estados Unidos por un lado, y países más orientales en el otro, teniendo en cuenta una descripción más detallada en el caso de China.

Teniendo en cuenta la extensión máxima de desarrollo del trabajo, la descripción de cada uno de los puntos anteriores se ha abarcado en una extensión prácticamente similar, ya que se ha tenido la intención de dar la misma importancia a cada uno de los puntos del trabajo. Si bien es cierto que el proceso de titulización supone la utilización de conceptos y prácticas más técnicas que en el resto de puntos, y por tanto su descripción requiere de enlazar determinados conceptos difíciles de comprender en un primer momento, se ha intentado simplificar su entendimiento manteniendo los agentes y productos financieros que se utilizan entre inversor y ahorrador. Asimismo, en cuanto al primer capítulo, la descripción de las entidades que intervienen en el *shadow banking* al ser múltiples, hemos seleccionado aquellas que se ha considerado más relevantes en el proceso o que están directamente relacionadas con la crisis financiera. También, se ha intentado enumerar el mayor número posible con descripciones concisas y datos que supongan características diferenciadoras entre unas y otras. En cuanto al capítulo referente a la distribución geográfica, hemos considerado también al Consejo de Estabilidad Financiera como guía central para realizar la agrupación previamente establecida entre los países occidentales y orientales. Este capítulo es muy orientativo al diferenciar por determinados países el funcionamiento de la banca en la sombra, respaldado por los datos numéricos obtenidos para clasificarlos. De esta manera, sorprende alguno de los datos como es el caso de Tailandia en el segundo grupo. Finalmente, el último

capítulo del trabajo orientado a la regulación comprende una combinación entre políticas directas e indirectas que requieren de más información para desarrollarse de una manera eficiente. Algunas de ellas son consecuencia de directrices ya impuestas en determinados países y que están teniendo el resultado esperado.

Por otro lado, se podría afirmar que el Trabajo está condicionado en un aspecto fundamental: la información y el tiempo. En esta línea, el trabajo estaría más completo una vez que queden establecidos los parámetros de medición de los activos contralados bajo bancos e instituciones en la sombra. En este sentido, el trabajo queda limitado al establecer datos numéricos que no están rebatidos en su totalidad, ofreciendo una estimación cada año más detallada. Estos datos como bien afirma el Consejo de Estabilidad Financiera, impulsor desde hace varios años de la medición global del *shadow banking*, son realizados según sus criterios de lo que en su experiencia y criterio, la actividad de la banca en la sombra incluye. Esta falta de información está también presente en la concreción de una definición que determine qué activos y actividades son consideradas en esta práctica y cuáles son parte de los bancos tradicionales. Por último, el tercer capítulo del trabajo sobre su distribución geográfica está directamente afectado por este inconveniente. Aunque los datos son altamente significativos, la falta de transparencia en las operaciones *shadow* puede crear una cierta reticencia a aceptar los datos. Sin embargo, hay que tener en cuenta que son analizados por una institución globalmente reconocida y que trabaja con el apoyo de los principales Bancos Centrales de todo el mundo. En cuanto a la idea del tiempo como desventaja a la hora de completar el trabajo está en la línea de desarrollo del capítulo referente a las políticas y regulación financiera. Atendiendo a Europa, su implicación en la iniciación de regular la práctica de la banca en la sombra es máxima, pero su falta de conocimiento total puede mermar su efectividad. Como hemos explicado en el desarrollo del capítulo, existen diferentes autores que priman qué medidas son prioritarias para acabar con las imperfecciones del *shadow banking*, las cuales algunas de ellas han sido implantadas en determinados países. En este sentido, será el tiempo el que determine si su aplicación ha ayudado a eliminar o reducir los riesgos que puede provocar el intercambio de

activos fuera del sistema regulatorio. Asimismo, como afirmamos en el texto en base a varios autores, su aplicación no es extrapolable a todos los países de forma similar, ya que como hemos visto en el tercer capítulo existen diferencias entre unos países y otros. En definitiva, el establecimiento de las medidas de corrección por parte de los Estados todavía requiere de tiempo para que sea completamente eficaz en sus resultados.

Como conclusión final del Trabajo, el estudio de este sector dentro del área de finanzas tiene un resultado útil tanto para el entorno académico y sobretodo, profesional. El crecimiento gradual de su práctica supone que el entendimiento de su práctica es fundamental. Por tanto, creo que este Trabajo puede dar pie a trabajos posteriores que puedan estar más completos en cuanto a las diferentes actividades que se integran en el marco de la banca en la sombra y con datos refutados para que su diferenciación sea de utilidad práctica para el sector financiero.

6. Bibliografía

- Badía, D. y Abril, I. (2014). “La banca española en la sombra capta 1.350 millones para prestar a pymes”. Diario el Expansión: Empresa, Banca. Comprobado por última vez el 4 de Enero de 2015: www.expansion.com/2014/06/28/empresas/banca/1403964325.html?a=VO32c96e78b8ac47836a1b4dff1f6905e2&t=1420397153
- Banco de la Reserva Federal:
 - Ashcraft, A. y Schuermann, T. (2008). “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit”. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 318 (march). Comprobado por última vez el 3 de Enero de 2015
 - Pozsar, Z; Adrian, T; Ashcraft, A. y Boesky, H. (2010). “Shadow Banking”. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 148(5-8). Comprobado por última vez el 17 de Enero de 2015
 - Tobias, A. y Hyun Song, S. (2009). “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulations”. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 382(14-15). Comprobado por última vez el 15 de Febrero de 2015
- Claessens, S; et al. (2012) “Shadow Banking: Economics and Policy.” IMF Staff Discussions Note 12/12 (december, 4). Comprobado por última vez el 3 de Enero de 2015: www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1212.pdf
- Claessens, S. y Ratnosvski, L. (2014). “What is Shadow Banking?” IMF Working Paper No 14/25. Comprobado por última vez el 2 de Enero de 2015: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1425.pdf
- Clayton, Browne (2015). “Goldman Sachs on the rise and danger of shadow banking” Value Walk News: Goldamn Sachs Research. Comprobado por última vez el 20 de Marzo de 2015: <http://www.valuewalk.com/2015/03/shadow-banking-goldman-sachs/>
- Ghosh, S; et al. (Septiembre, 2012). “Chasing the Shadows: How Significant is Shadow Banking in Emerging Markets?” *Economic Premise*, nº 88, pp. Comprobado por última vez el 3 de Enero de 2015: siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/EP88.pdf
- Gorton, G. y Metrick, A. (2010). “Regulating the Shadow Banking System”. *Brooking Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 261-312. Comprobado por última vez el 5 de Enero de 2015:

www.brookings.edu/~media/projects/bpea/fall%202010/2010b_bpea_gorton.pdf

- Huang, Y; Hedge, K; Chang J. y Yang, L. (2011). “China: Is shadow banking another subprime debt?” *Emerging Markets Research*, 25 October 2011. Comprobado por última vez el 14 de Febrero de 2015: www.economia.unam.mx/deschimex/cechimex/chmxExtras/documentos/catedra/catedra2013/cursointensivo/Programacion/S7/BarclaysShadowBanking.pdf
- Kocjan, J; Ogilvie, D; Schneider, A. y Srinivas, V. (2012) “The Deloitte Shadow Banking Index: Shedding Light on Banking’s Shadows” Centro Deloitte para Servicios Financieros. Nueva York: Deloitte Desarrollo LLC. Comprobado por última vez el 27 de Diciembre de 2014: www.deloitte.com/assets/Dcom-Guam/Local%20Assets/Documents/Finacial%20Services/The%20Deloitte%20Shadow%20Banking%20Index.pdf
- Mateu Gordon, J. (2015). “Fondo de inversión inmobiliaria”. Diccionario económico. Diario Expansión. Comprobado por última vez el 2 de Marzo de 2015: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/fondo-de-inversion-inmobiliaria.html>
- Normativa y regulación:
 - China Banking Regulatory Commission Annual Report (2011). Comprobado por última vez el 14 de Febrero de 2015: www.cbrc.gov.cn/chinese/files/2013/8FC77357E36D44D2BD8B3C4BE97F965F.pdf
 - Comisión Europea (2012). “Libro Verde. El sistema bancario en la sombra”. Bruselas. COM 102. Comprobado por última vez el 28 de Diciembre de 2014: ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_es.pdf
 - Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea (2010). “Directiva en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración”. Diario Oficial de la Unión Europea. Comprobado por última vez el 21 de Febrero de 2015: eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:329:0003:0035:ES:PDF
 - Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea (2013). “Directiva relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las

empresas de inversión”. Diario Oficial de la Unión Europea. Comprobado por última vez el 21 de Febrero de 2015: eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN

- Páginas web de utilidad:
 - Federal Deposit Insurance Corporation Official Page (2015): www.fdic.gov/
 - Financial Stability Board Official Page (2015): www.financialstabilityboard.org/about/fsb-members/
 - “Global Shadow Banking Monitoring Report 2012”
 - “Global Shadow Banking Monitoring Report 2013”
 - “Global Shadow Banking Monitoring Report 2014”
- Valckx, N; et al. (2014) “Chapter two: Shadow Banking around the globe: How large, and how risky?” *Global financial stability report: risk taking, liquidity, and shadow banking—curbing excess while promoting growth*, chapter 2. Joint Bank-Fund Library, Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. Comprobado por última vez el 6 de Marzo de 2015: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/c2.pdf>