

Shadow Banking

¿Es necesario regular el shadow banking?

¿Qué shadow banking se está regulando?

Rafael Marimón Durá
Departamento de Derecho Mercantil
Universitat de València

- Esta presentación pretende ser una introducción a estas cuestiones:
 - ¿Qué es el shadow banking? O al menos ¿Qué shadow banking se pretende regular?
 - ¿Por qué se pretende regular este shadow banking?
 - ¿Realmente es necesario regular el shadow banking?

Planteamiento

- Diversos conceptos doctrinales, variopintos y polimorfos, que se refieren a **la actividad financiera, desempeñada al margen del régimen de supervisión pública** de los mercados financieros.
- Concepto normativo (FSB): “Sistema de intermediación crediticia conformado por **entidades y actividades que están total o parcialmente fuera del sistema bancario regular**”.
- Concepto amplísimo.

¿Qué se entiende por “Shadow banking”?

R. Marimón

- Concreción. Dos pilares:
 - Entidades: las que aceptan fondos; o transforman vencimientos o liquidez; o utilizan apalancamiento financiero.
 - Actividades: entre otras, titulización, préstamos de valores y operaciones con compromiso de recompra (*repos*).
- Parece que los elementos nucleares son dos:
 - Que se captan fondos mediante instrumentos financieros distintos de los depósitos.
 - Que con esos fondos se lleva a cabo una labor de intermediación financiera indirecta, similar a la que llevan a cabo los bancos.

Elementos de concreción del concepto

R. Marimón

- **Banca tradicional**
- Capta ahorro mediante depósitos
- Invierte mediante sus operaciones activas
- **Shadow banks**
- Captan ahorro mediante la emisión de deuda o vendiendo activos a corto con pacto de recompra (*repos*)
- Invierten en activos a largo plazo o comprando activos bancarios para titularlos
- En ambos casos transfieren fondos de las unidades económicas excedentarias hacia las unidades económicas deficitarias o necesitadas de financiación

Función de intermediación financiera indirecta

R. Marimón

- Datos procedentes de 20 países distintos más la zona Euro como unidad, indican que el total de activos de este sistema, equivale aprox. a:
 - El 25% de los activos financieros totales en los países analizados.
 - La mitad de los activos de su sector bancario regulado.
 - El 120% de su producto interior bruto.
- En 2013 estos activos se elevaban a **75 trillones de USD**, con un **crecimiento** desde el año anterior **del 7 %**, repartido de forma desigual por países, en un rango que va:
 - Desde el crecimiento del 50% en Argentina (que sucede en la cabeza a China, con un crecimiento del 42% en 2012).
 - Hasta la disminución de un 7% en España (país éste que ya lideró el descenso en 2012 con un 11%).

Tamaño. Datos del FSB 2014

R. Marimón

- Pero las definiciones, además, suelen contener una cláusula residual: “Other shadow banking entities”:
 - Concepto abierto para flexibilizar el sistema normativo y de control que se pretende diseñar.
 - Queda abierta la posibilidad de que el proceso regulador que está en marcha acabe afectando a “otros” (cautela para limitar el *arbitraje regulatorio*).

Delimitación del concepto

R. Marimón

- ¿Por qué es necesario regular estas entidades o estas actividades propias del *shadow banking*?
 - Porque esta labor de intermediación financiera indirecta realizada por entidades no bancarias se asocia a la propia **génesis de la crisis financiera actual**.
 - Trae implícito un “**riesgo sistémico**” para el sistema financiero, por su **interconexión con los bancos regulados**.
- Para entenderlo, es necesario examinar, aunque sea de forma sucinta, el perfil operativo asociado al *shadow banking*, tal y como ha sido definido por las autoridades de supervisión.
- Para explicar este proceso, los ejemplos más representativos son:
 - Captación de recursos a corto mediante *repos*.
 - Titulización por medio de SPE.
 - Garantías complejas en forma de derivados extrabursátiles (CDS).

Necesidad de regulación Background

R. Marimón

- Una operación de *repo* es una venta de activos con compromiso de recompra a corto plazo. Se trata de una especie de negocio fiduciario, porque la finalidad es obtener un préstamo ofreciendo en propiedad una serie de activos en garantía de la devolución.
- El shadow bank:
 - Utiliza activos que tiene en cartera para financiarse, transfiriéndolos mediante operaciones a corto con compromiso de recompra (*repos*).
 - El dinero obtenido se utiliza para financiar operaciones a largo plazo, con mayor rentabilidad.
- Intermediación: transforma vencimientos y se lucra con la diferencia entre la rentabilidad que ha de pagar a los compradores en *repo* y la que producen los activos a largo plazo.

Financiación mediante repos

R. Marimón

- Problemas:
 - La diferencia de vencimientos (*mismatch*) implica que los *shadow banks* han de contratar nuevos *repos* para cumplir sus compromisos de recompra previos.
 - Pero esta cadena puede romperse en situaciones de pánico o cuando los inversores retiran la confianza en el *shadow bank*.
 - Los *shadow banks* son especialmente sensibles a estas situaciones, porque:
 - Los *repos* no están protegidos por fondos de cobertura públicos.
 - Su actividad no es transparente para los inversores.
 - Para salir del paso el *shadow bank* ha de realizar sus activos precipitadamente, lo que produce una reducción repentina de su valor, con un efecto procíclico.

Financiación mediante repos

R. Marimón

- Problema fundamental desde el punto de vista de las autoridades financieras:
 - **Interconexión** del *shadow banking* con la banca tradicional (por ejemplo, un banco compra una gran cantidad de repos a un *shadow bank*, posteriormente éste no puede recomprárselos y los activos adquiridos se deprecian).
 - **Riesgos de carácter sistémico**: si las operaciones conectadas son de un volumen importante, el incumplimiento o la insolvencia del *shadow bank* puede contagiar al banco regulado.

Financiación mediante repos

R. Marimón

- **Special Purpose Entities**: Entidades creadas para ceder activos bancarios ilíquidos (préstamos a largo plazo, normalmente garantizados con hipotecas), dentro de un proceso de titulización.
- Estructura básica:
 - Lado activo: la SPE adquiere los activos de la entidad de crédito originadora.
 - Lado pasivo: la SPE financia dicha adquisición mediante la emisión de obligaciones que suscriben los inversores.
 - Garantías: las emisiones vienen respaldadas (*backed*) por las garantías vinculadas a los activos titulizados (en un principio, *mortgages*).

Titulización a través de SPE

R. Marimón

- **Entidades de crédito originadoras:** pueden financiarse mediante operaciones fuera de balance (*off-balance sheet financing*). Con ello:
 - Obtienen financiación y reducen el nivel de riesgo;
 - Reducen la provisión de reservas de cobertura y alivian el coeficiente de solvencia.
- **SPE (¿shadow banks?):** se lucran pagando rendimientos inferiores a los obtenidos por la posesión de los activos de cobertura.
- **Inversores:**
 - Inversión a corto, alternativa a la bancaria.
 - Eluden el riesgo de insolvencia de las entidades de crédito originadoras, aunque asumen el de las SPE.
 - La bondad de la inversión depende del rating de la deuda emitida por la SPE.
- **Mercado:** Liquidez y dispersión de riesgos.

Ventajas

R. Marimón

- **Evolución negativa:**
 - **Efecto procíclico:** Titulización de activos cada vez menos seguros: Paso de la titulización de CMBS y RMBS con *skin in the game* a hipotecas *subprime*.
 - **Instrumentos contractuales** y valores cada vez más **complejos:** Colateralización de las emisiones para enmascarar una mala calificación de rating (**CDO**).
 - Opacidad:
 - Dificultad para las agencias de rating.
 - Decisiones de inversión poco informadas.
- ¿Cómo se evita el efecto disuasorio de la opacidad? Utilizando de instrumentos de garantía complementarios, pero también de carácter complejo (CDS).

Titulización a través de SPEs

R. Marimón

- **CDS:** contratos de permuta financiera (swaps). Funcionamiento:
 - El vendedor del CDS: a cambio de una prima, se obliga a pagar al comprador el valor prefijado del activo, más los intereses que normalmente debería producir, si se verifica un determinado evento (incumplimiento, rebaja del rating, etc.).
 - El comprador del CDS:
 - Paga la prima (única o periódica).
 - Si se produce el evento:
 - Recibe la contraprestación del vendedor
 - Paga el valor actual del activo o entrega el propio activo

Credit Default Swaps (CDS)

R. Marimón

- Pueden tener efectos perversos:
 - Ejercen presión sobre los *spreads* de la deuda soberana.
 - Tienen efecto procíclico, por lo que comienzan teniendo una finalidad de cobertura de riesgos y acaban teniendo una finalidad puramente especulativa (se emiten sobre valores nocionales).
- Interconexión con la banca tradicional:
 - Conectados con los procesos de titulización generan la apariencia de una mayor seguridad, cuando el *shadow bank* vendedor del CDS quizás no sea una entidad solvente ni el activo sea seguro.
 - En ocasiones reubican el riesgo en las entidades de crédito que, ante la expectativa de primas elevadas, contratan swaps como garantes de activos de *shadow banks*.
 - Pueden implicar un riesgo sistémico por su gran volumen.

Peligros de la utilización de CDSs

R. Marimón

- Éste es el perfil operativo del *shadow banking* que las autoridades financieras tienen en mente cuando deciden iniciar el proceso regulador:
 - Entidades no reguladas que realizan una función similar a la de las entidades de crédito (intermediación financiera indirecta).
 - Pero no utilizan instrumentos convencionales (depósitos-préstamos), sino otras figuras complejas con escasa regulación (repos, titulización de activos a través de SPEs, derivados extrabursátiles).
 - Generan un mercado opaco y con gran dificultad para analizar los riesgos, incluso para los especialistas y las propias agencias de rating.
 - En el pasado: han tenido un papel protagonista en la causación o el agravamiento de la crisis financiera actual.
 - Hoy: mantienen una estrecha *interconexión funcional* con el sistema bancario regulado, de dimensión sistémica.

Recapitulación: Perfil operativo de los shadow banks a regular

R. Marimón

- Dentro de este marco las autoridades reguladoras se preocupan por:
 - Conocer la interconexión entre el sistema bancario regulado y el sistema bancario en la sombra.
 - Reducir el riesgo sistémico que puede plantear esta conexión.
 - Limitar las posibilidades de arbitraje regulatorio, que impidan ejercer un control sobre el sistema bancario, por la huida de sus agentes hacia el terreno de lo no regulado.

Interés de las autoridades

R. Marimón

- Se inicia en Estados Unidos. Espita:
 - Estudios doctrinales que analizan las causas de la crisis.
 - Toma de conciencia de las autoridades financieras.
 - Primer instrumento: **Ley Dodd-Frank** (2010).
- Traslado al plano internacional:
 - Declaraciones del G 20 (2009).
 - Trabajos del *Financial Stability Board*.
- Europa:
 - Libro Verde de marzo de 2012.
 - Comunicación de septiembre de 2013, con hoja de ruta.
 - Primeros resultados de la hoja de ruta.

Movimiento regulador

R. Marimón

- Sometimiento de mayor número de sujetos a la supervisión prudencial:
 - Ampliación del paraguas de la supervisión a las entidades no bancarias vinculadas a las entidades de crédito.
 - Regulación de la titulización y de las entidades que la gestionan (aspecto crucial de la Ley 5/2015). Sumisión a la supervisión y control de la CNMV.
 - Regulación de los fondos monetarios y de los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*). Límites a la inversión de las entidades de crédito en estos fondos.
- Mayor aporte de información y de mejor calidad, para dotar de transparencia a las operaciones:
 - Registros de los derivados extrabursátiles.
 - Regulación de las agencias de rating.

Algunos aspectos sobre los que se está incidiendo últimamente

R. Marimón

- Medidas de garantía y de solvencia:
 - Establecimiento de colchones de capital para los fondos e inversión obligatoria en activos a corto plazo.
 - Mantenimiento de un porcentaje de riesgo en las entidades originadoras en procesos de titulización (*skin in the game*).
- Gobernanza corporativa: sustitución de los incentivos a corto plazo por incentivos a largo plazo para los gestores.

Algunos aspectos sobre los que se está incidiendo

R. Marimón

- Ya sabemos
 - Qué aspectos del *shadow banking* están siendo objeto de regulación.
 - Y también cuáles son las causas “oficiales” (necesidad de prevenir el arbitraje regulatorio, evitar situaciones de riesgo sistémico por interconexión).
- Es el momento de plantear la pregunta final: **¿Es necesario regular el shadow banking?**
- Parece que es razonable someter a las mismas reglas que las entidades de crédito a aquellas entidades financieras:
 - 1º) Que llevan a cabo **operaciones similares** de intermediación financiera indirecta.
 - 2º) Están **interconectadas** con el sector financiero ordinario.
 - 3º) Representan un **riesgo sistémico** para dicho sistema financiero regulado.

¿Necesidad de la regulación?

R. Marimón

- A la inversa:
 - No parece estar tan justificada la regulación de las entidades en las que no se den estas tres circunstancias, al menos potencialmente.
 - Dicha opción supondría una respuesta normativa excesiva, que podría desincentivar la inversión y reducir los beneficios que el *shadow banking* proporciona en términos de liquidez para la economía real.
- En cualquier caso, hay que tener claro que las autoridades reguladoras ya están introduciendo cambios en el sistema financiero para dar cabida a las entidades no reguladas y/o su actividad.

¿Necesidad de la regulación?

R. Marimón

- Y también hay que tener en cuenta que las definiciones de shadow banking suelen contener una cláusula residual para incluir: "other shadow banking entities":
 - Concepto abierto para flexibilizar el sistema normativo y de control que se pretende diseñar.
 - Queda abierta la posibilidad de que el proceso regulador que está en marcha acabe afectando a "otros" (cautela para limitar el *arbitraje regulatorio*).
- Por tanto, hay que estar atentos a la evolución de los acontecimientos.

Delimitación del concepto

R. Marimón

MIENTRAS TANTO...
GRACIAS POR VUESTRA
ATENCIÓN