



TRABAJO FIN DE GRADO

LA BANCA EN LA SOMBRA Y SUS ALTERNATIVAS A LA FINANCIACIÓN TRADICIONAL

Alumno: Felipe Pisonés Pérez

Tutor: Francisco Zabala Aguayo

Departamento Análisis Económico y Economía Política

Universidad de Sevilla

2020

Resumen

Este trabajo trata sobre la banca en la sombra y las alternativas a la financiación que se encuentran en dicho sector. El objetivo de este trabajo consiste en explicar el origen, desarrollo y funcionamiento de la banca de la sombra, así como en exponer las distintas actividades que funcionan como alternativa a la financiación tradicional, las cuales han conseguido un rápido crecimiento durante los últimos años debido especialmente al desarrollo tecnológico y a la disminución del crédito bancario.

La conclusión a la que llegamos es que, a pesar de que representan una parte relevante del sistema financiero y ofrecen un impulso económico a aquellos sectores que en condiciones normales no podrían acceder a la financiación, la falta de un marco regulatorio concreto que las regule puede suponer que se conviertan en un riesgo para la economía.

Abstract

This study deals with the shadow banking and the alternative ways to financing which belong to this sector. The objective of this analysis consists of explaining the origin, development and functioning of shadow banking, as well as exposing different activities that work as an alternative to traditional financing, which have obtained a quick growth during the last years, especially due to technological progress and decrease of banking credit.

Thus, we reach the conclusion that, in spite of the fact that these alternatives represent a relevant part of the financial system and they offer an economic impulse to those sectors which would not be able to access to financing in normal conditions, it may mean that they present a risk to the economy owing to the lack of a specific regulatory framework that regulate them.

Índice

1. Introducción	1
2. El sistema financiero tradicional y la crisis de deuda	2
2.1. Fuentes tradicionales de financiación	2
2.2. La crisis de 2008	3
3. La banca en la sombra	6
3.1. El proceso de creación de dinero en la banca en la sombra	7
3.2. Cómo funciona la banca en la sombra	9
3.3. El desarrollo de la banca en la sombra antes de la crisis de 2008	12
3.4. La banca en la sombra tras la crisis de 2008	15
4. Alternativas de financiación en función de la etapa de vida de la empresa	18
4.1. Capital riesgo	18
4.2. Venture capital	19
4.3. Private equity	20
4.4. Business Angels	21
5. Crowdfunding	23
5.1. Desarrollo del crowdfunding	23
5.2. Tipos de crowdfunding	25
5.3. Préstamos entre particulares	26
5.4. Regulación	29
6. Conclusiones	31
7. Referencias	32

1. Introducción

La situación actual de la financiación en la economía está evolucionando desde un sistema monopolizado por la banca hacia un mercado que permite acceder a distintas alternativas ofrecidas por nuevos agentes. Este escenario se ha visto favorecido por la aparición de avances tecnológicos, los cuales han permitido descomponer la actividad bancaria y poner en contacto directamente a ahorradores e inversores sin necesidad de intermediarios. Las nuevas alternativas a la financiación bancaria tradicional permiten una mejor asignación del ahorro y la inversión, pero también han creado nuevos e importantes riesgos.

El objetivo de este trabajo radica en mostrar una nueva parte del sector financiero surgida durante los últimos tiempos, conocida como banca en la sombra, así como las alternativas a la financiación que se encuentran en su área de actuación. La intención, por tanto, consiste en tratar de ayudar a la comprensión de su complejo funcionamiento, explicar su origen y desarrollo para conocer cómo ha conseguido llegar a tener un peso tan relevante en el sector financiero, y exponer los problemas que han ido surgiendo y los riesgos que conlleva.

Para ello, nos basaremos en datos proporcionados por instituciones oficiales, como la OCDE o el FSB, para recalcar y demostrar la información que explicamos. Además, utilizaremos artículos e informes que traten sobre los temas que vamos a exponer. En su mayor parte, estos temas son de reciente interés, ya que su estudio por parte de los autores ha surgido tras la crisis de 2008. Entre ellos, podemos destacar a Paul McCulley (2008), quien fue el primero en acuñar el término *shadow banking*. Otros autores, como Tobias Adrian o Adam B. Ashcraft, los encontramos en artículos o informes llevados a cabo por instituciones oficiales como el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. En castellano, podemos señalar el libro *Shadow banking y financiación empresarial alternativa* (Rafael Marimón Durá, 2017), el cual, al igual que este trabajo aborda las alternativas financieras de la banca en la sombra.

La estructura del trabajo es la siguiente: en el epígrafe 2, introducimos brevemente la banca tradicional y sus métodos, continuando con su crisis sistémica en 2008 y la aparición de la banca en la sombra; la explicación del funcionamiento de esta última y su evolución se desarrollan en el epígrafe 3; finalmente, en los epígrafes 4 y 5 se

describen las distintas alternativas de financiación que podemos encontrar dentro de la banca en la sombra.

2. El sistema financiero tradicional y la crisis de deuda

El origen de la banca como la conocemos hoy en día podemos situarlo en Italia a finales de la Edad Media (Kindleberger, 2005). Aunque los primeros prototipos de bancos surgieron en las primeras civilizaciones de la historia, no fue hasta el siglo XIV cuando la banca empezó a realizar funciones que se le siguen atribuyendo en la actualidad.

Con el paso del tiempo, y a la par que la economía internacional iba creciendo, el desarrollo de la banca fue propagándose por los países europeos. Así, paulatinamente, pasó a convertirse en un sistema cada vez más complejo y con mayor repercusión en la economía.

2.1. Fuentes tradicionales de financiación

Conforme el progreso económico se consolidaba, el comercio aumentaba y las empresas iban creciendo, tanto en tamaño como en número. Este escenario propició que aparecieran nuevas necesidades económicas que provocaron como respuesta el surgimiento de nuevos métodos de financiación. Algunas de estas fuentes de financiación, que podríamos considerar como tradicionales, son:

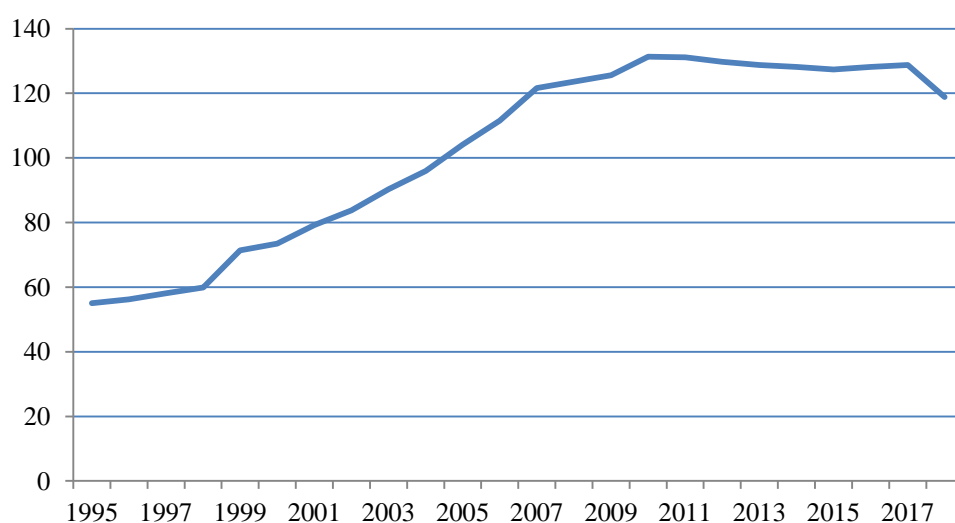
- Préstamo bancario: operación financiera por la cual una persona (prestamista) otorga mediante un contrato o acuerdo entre las partes, un activo (normalmente una cantidad de dinero) a otra persona (prestatario). Este activo tiene que ser devuelto en el plazo convenido más una cantidad a modo de interés.
- Crédito: operación de financiación en la que una persona (normalmente una entidad financiera) pone a disposición de otra una cantidad de dinero, quien a partir de ese momento deberá devolver el dinero junto con intereses de las cantidades dispuestas.
- Préstamo sindicado: tipo de préstamo concedido por varios prestatarios. Se realiza cuando el importe del préstamo es muy elevado para que, de esta manera, las distintas entidades financieras encargadas de prestar el dinero disminuyan el riesgo de la operación.
- Descuento de efectos: operación mediante la cual un banco se compromete a adelantar a un cliente una deuda debida a éste por un tercero, menos una cantidad a modo de comisión.

Durante el siglo XX, se produjeron una serie de acontecimientos que alteraron el sistema financiero. Uno de los más importantes fue la crisis de 1929, la cual trajo consigo una reforma significativa de este sector (Vallejo y Cervera, 2018). Además, la revolución tecnológica propició que surgieran más medios para la diversificación de las actividades financieras. Todo ello estimuló un crecimiento aún mayor del sector financiero, incluso fuera del marco legislativo, que las autoridades competentes no fueron capaces de controlar. Esta situación acabó desembocando en la crisis de 2008, significando un antes y un después en el sistema financiero.

2.2. La crisis de 2008

La crisis de 2008, ya conocida como Gran Recesión, tuvo varias causas derivadas del crecimiento descontrolado del sistema financiero. Uno de estos motivos está relacionado con el aumento significativo de la deuda privada que existió durante los años previos a la crisis. Como puede observarse en el gráfico 1, la evolución media de la deuda de las familias de los países de la OCDE no paró de crecer desde 1995. Este crecimiento se vio acelerado con la llegada del siglo XXI, llegando a alcanzar el nivel de deuda en 2010 el 131 por ciento de la renta disponible. En total, la deuda de las familias llegó casi a triplicarse en un periodo de 15 años, por lo que al estallar la crisis, ésta superaba considerablemente su renta.

Gráfico 1. Evolución media de la deuda familiar en la OCDE (1995-2018)
(Porcentaje del total de la renta disponible)



Fuente: Elaboración propia. OCDE

Para recalcar la magnitud de estos datos, podemos citar algunos ejemplos de países concretos, proporcionados por la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2020). Estados Unidos, país donde se originó la crisis financiera, vio cómo crecía su deuda un 50 por ciento entre 1995 y 2007. Uno de los casos más destacados es Irlanda, donde la deuda de las familias pasó de ser el 110 por ciento de su renta a comienzos de los 2000, a ser el 237 por ciento en 2009, y disminuir hasta el 140 por ciento en 2018. Otro país a destacar es España, cuya deuda aumentó en más del doble entre 1995 y 2007, pasando del 64 al 150 por ciento en este periodo.

Cuadro 1. Evolución media de la deuda familiar (1995-2018)

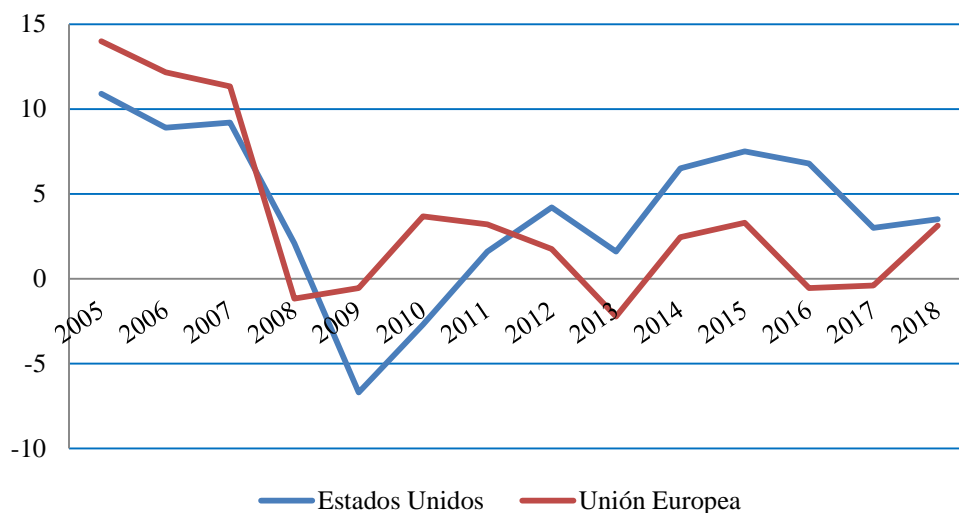
(Porcentaje del total de la renta disponible)

	1995	2000	2001	2007	2008	2009	2018
Irlanda	-	-	110,7	233,4	228,6	237,1	140,4
España	64	84,7	87,2	149,3	146,6	146,1	107
Estados Unidos	94,3	104	107,7	143,6	136,9	135,9	105,4

Fuente: Elaboración propia. OCDE

Esta situación provocó que, tras el estallido de la crisis, un enorme número de personas se encontraran en desempleo y sin ser capaces de hacer frente a sus deudas. A esto, hay que añadirle la gran cantidad de bancos que quebraron en esa época. Por tanto, ante el escenario presentado, la banca dejó de prestar dinero, tal y como demuestra el gráfico 2. Solo en Estados Unidos, la variación del crédito bancario sufrió una brusca caída justo en el comienzo de la crisis, pasando de un crecimiento del 9'2 por ciento en 2007 a una disminución del 6'7 por ciento en 2009. Esta variación experimentó un desplome aún mayor entre 2007 y 2008 en Europa, donde en algunos años concretos tras ese periodo también se llegó a sufrir una restricción del crédito. Desde entonces, ambas regiones han vuelto a incrementar su volumen de crédito (al menos, por regla general), pero no se ha regresado a las tasas de crecimiento que había antes de la crisis. De hecho, están lejos de volver a ellas, sobre todo en el caso de Europa.

Gráfico 2. Crédito bancario en Estados Unidos y Europa.
(Variación porcentual)



Fuente: Elaboración propia. Reserva Federal y Eurostat.

Para complementar estos datos, nos encontramos en un contexto económico en el que los tipos de interés, como el Euribor, estaban en mínimos históricos para intentar el incentivo del consumo y la inversión (Brusca, 2015-2016). Sin embargo, por otro lado, hay que añadir una demanda de financiación creciente, tanto por parte de las familias como de las empresas que empezaban a recuperarse de la recesión económica.

Este escenario de restricción del crédito llevó a que los agentes económicos decidieran tomar nuevas alternativas en busca de financiación. Un factor importante que también influyó en este proceso fue la innovación tecnológica, ofreciendo nuevas posibilidades a la hora de crear fuentes de financiación. Los datos recientes corroboran esta situación, como se muestra en el cuadro 2, basado en el último informe del Consejo de Estabilidad Financiera sobre intermediación financiera no bancaria (Financial Stability Board, 2019). Estas actividades se están convirtiendo en la alternativa a la banca tradicional y cada vez están teniendo un mayor peso en el sistema financiero.

En el cuadro siguiente, podemos apreciar que los créditos de la intermediación financiera no bancaria (formada por las compañías de seguros, los fondos de pensiones y Otros Intermediarios Financieros) suponen un 42 por ciento del total del sector financiero. Por su parte, los préstamos realizados por estas actividades son casi el 20 por ciento. Además, sus tasas de crecimiento han seguido un ritmo notable durante los últimos años. Por ejemplo, entre 2011 y 2017, los activos crediticios de los Otros

Intermediarios Financieros crecieron a una tasa promedio anual del 6,3 por ciento. En 2017, este crecimiento se vio desacelerado al 4,3 por ciento.

Cuadro 2. Créditos y préstamos en el sistema financiero.

	Total	Bancos	Seguros	Fondos de pensión	Otros Intermediarios Financieros
Créditos (incluyendo depósitos) (billones de dólares a finales de 2017)	183,5	112,6	17,7	8,5	44,7
Crecimiento (% en 2017)	4,6	5,2	1,8	4,4	4,3
Créditos (excluyendo depósitos) (billones de dólares a finales de 2017)	169,5	103,4	16,9	7,9	41,3
Crecimiento (% en 2017)	4,5	5,0	2,2	4,4	4,3
Préstamos (billones de dólares a finales de 2017)	97,2	78,9	2,3	0,3	15,8
Crecimiento (% en 2017)	5,1	6,2	1,9	18,1	0,2

Fuente: elaboración propia. Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation (2019)

Por tanto, a la banca tradicional le ha salido un competidor, lo que puede llevar a una mejora del sistema financiero al aumentar las alternativas de financiación de los agentes económicos. Sin embargo, esta nueva forma de intermediación financiera no es tan actual como parece y la mayoría de sus actividades se encuentran fuera del marco regulatorio, lo que ha llevado a llamarla comúnmente como *shadow banking* o banca en la sombra. Y es que este sistema conlleva una serie de riesgos que podrían desequilibrar la economía, como ya ocurrió en la crisis de 2008.

3. La banca en la sombra

El término *shadow banking* fue utilizado por primera vez en 2007 por el economista Paul McCulley durante un discurso en el Banco de la Reserva Federal de Kansas City. La banca en la sombra se define como aquel sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades financieras (total o parcialmente) que están fuera del sistema bancario tradicional (Financial Stability Board, 2011). También, para evitar la connotación negativa del término, últimamente también suele denominarse como *intermediación crediticia no bancaria*.

Como señalan Climent y Doménech (2018), son varios los factores que han impulsado el desarrollo de este canal alternativo. En primer lugar las políticas monetarias llevadas a cabo por los países tras la Gran Recesión, como los bajos tipos de interés, que han hecho menos atractivo el negocio de la banca tradicional. En segundo lugar, la estricta y severa regulación que se ha aplicado sobre el sistema bancario. Por último, las innovaciones tecnológicas que han facilitado la aparición de nuevas vías para la financiación.

Aunque la banca en la sombra parece un sector que ha surgido recientemente, lo cierto es que tiene un largo recorrido, llegando a tener un papel clave en las causas que llevaron a la crisis de 2008. Se trata de un complejo sistema que, aunque esté fuera de la banca tradicional, realiza algunas funciones que se le atribuyen a ésta, pero sin la regulación a la que está sometida. Por tanto, presenta un peligro al crecer de manera descontrolada y tener su impacto sobre la economía real.

3.1. El proceso de creación de dinero en la banca en la sombra

Como acabamos de exponer, la banca en la sombra puede realizar funciones atribuidas a la banca tradicional. La principal función que los bancos llevan a cabo consiste en la creación de dinero bancario, tarea que también pueden efectuar algunas entidades que se encuentran dentro de la banca en la sombra, aunque a través de varios medios que hacen que el proceso sea mucho más complejo (McMillan, 2018).

Para explicar el proceso mediante el cual la banca en la sombra crea dinero, es necesario explicar los agentes, técnicas y productos financieros que participan en algunas de las actividades de la intermediación financiera no bancaria e intervienen en el ejemplo que expondremos más adelante.

- **Titulización**

La titulización consiste en la transformación de un conjunto de activos en valores negociables. Normalmente, estos activos resultan ser poco líquidos, como los préstamos o las hipotecas.

Para realizar esta técnica financiera, los bancos u otras entidades financieras crean una sociedad limitada, conocida como *Special Purpose Vehicle* (SPV). La función de un SPV consiste en comprar préstamos a la entidad que la creó y emitir deuda en

forma de *Asset-Backed Securities* (ABS). De esta forma, se consigue transformar cualquier préstamo en un activo que puede ser vendido, independientemente del riesgo que contenga.

Por ese motivo, los compradores no pueden conocer cuánto riesgo posee el producto financiero que están adquiriendo. Para solucionar este problema, los bonos son estructurados en función de su riesgo, además de ser puntuados por una agencia de calificación externa para confirmar su seguridad.

Este proceso no acaba aquí, ya que los ABS también pueden ser titulizados. Así, otro SPV se encarga de comprarlos para emitir otro título conocido como *Collateralized Debt Obligation* (CDO).

- **Acuerdos de recompra**

Un acuerdo de recompra, conocido como repo, se trata de la venta de un activo, el cual será recomprado posteriormente a un precio mayor. El interés aplicado a esta transacción resulta de la diferencia entre el precio de recompra y el precio de venta. Al mismo tiempo, el activo funciona como aval, por lo que en el caso de que el prestatario no fuera capaz de pagar la deuda, el prestamista se convertiría automáticamente en el dueño del activo. Para añadirle más garantías al título, los prestamistas exigen avales con un valor superior al importe real del activo, siendo la diferencia conocida como “recorte” y expresada en porcentajes. Por ejemplo, si a un aval cuyo valor de mercado es de 100 euros, se le ha incluido un recorte del diez por ciento, su valor real es de 90 euros.

Enlazando esta operación con el ABS y la CDO, la inclusión de este tipo de aval les añade mayor seguridad a dichos productos financieros. Además, los repos tienen un vencimiento a un día y se prorrogan automáticamente, por lo que se trata de una forma de liquidez contractual. De esta manera, si el prestamista quiere conseguir dinero, no tiene más que dejar de prorrogar el repo.

- **Fondos mutuos de inversión del mercado monetario**

Los fondos mutuos de inversión del mercado monetario, conocidos en inglés como *Money Market Mutual Funds* (MMMF), son entidades cuyas participaciones apenas poseen riesgo y el dinero invertido puede ser devuelto en cualquier momento, por lo

que ofrecen liquidez contractual, además de constituir dinero interno dentro del mismo fondo.

Parte de la actividad de los MMMF consiste en prestar dinero a través de repos (McMillan, 2018); por lo que, en el caso de que ciertos inversores quisieran retirar su dinero del fondo, el gestor solo tendría que dejar de prorrogar los repos necesarios para devolver la cantidad exigida.

Al final, nos encontramos con unos préstamos que son titulizados en ABS y CDO, que a su vez son utilizados como avales en repos. Es decir, unos activos con un cierto nivel de riesgo y sin liquidez acaban siendo transformados en activos con liquidez contractual y sin apenas riesgo. Todo esto acaba resultando en un sistema complejo que resulta difícil de descifrar.

3.2. Cómo funciona la banca en la sombra

Para entender mejor el funcionamiento de la banca en la sombra, vamos a utilizar el ejemplo que expone McMillan (2018) usando los datos expuestos anteriormente:

Juan crea un banco con 80 euros como capital propio, tras lo que le proporciona a Sara un préstamo de 60 euros. Sara no guarda este dinero en una cuenta bancaria, sino que lo ingresa en una cuenta en un MMMF y compra 60 participaciones de dicho fondo con un valor de 1 euro. El gestor del fondo le asegura a Sara que le comprará estas participaciones en cualquier momento por la misma cantidad, por lo que a Sara le resulta lo mismo tener el dinero en una cuenta que tener las participaciones.

Ahora, Sara decide comprar un mueble por 60 euros a Jaime, quien también posee una cuenta en el MMMF. Como resulta más complicado vender las participaciones para utilizar dinero y luego volver a comprarlas, Sara ordena al gestor del fondo que transfiera la propiedad de sus 60 participaciones a Jaime.

Mientras, por otro lado, Ana solicita a Juan un préstamo de 60 euros. Como Juan no tiene esa cantidad, decide titulizar el préstamo de Sara mediante la creación de un SPV para transferirlo a su activo, obteniendo a cambio un ABS por parte de la entidad. Al estructurar el SPV, Juan consigue proteger a su banco del préstamo conflictivo de Sara, ya que consigue cambiarlo por el ABS, un activo con menos riesgo. Además, Juan

consigue que una agencia de calificación certifique el bajo riesgo del ABS con una buena puntuación.

Tras este proceso, Juan puede utilizar el ABS como aval en un repo para obtener el dinero del préstamo que quiere conceder. Le propone esta operación al gestor del MMMF, quien acepta, pues posee esa cantidad sin invertir en su activo. Ambos acuerdan utilizar el ABS como aval y que el plazo de vencimiento sea de un día. Así, el gestor del fondo cumple su promesa con sus accionistas, ya que solo tendría que dejar de prorrogar el repo en el caso de que decidieran retirar su dinero.

A pesar de ello, el gestor del MMMF no termina de estar convencido con la operación, ya que si Juan no pudiera pagar la deuda, el ABS perdería todo su valor. Para evitar este riesgo, añade un recorte del 10 por ciento; es decir, presta 54 euros y utiliza el valor total de 60 euros del bono como aval.

Finalmente, Juan ya tiene efectivo suficiente para conceder el préstamo de 60 euros a Ana, quien también compra participaciones en el MMMF. Este proceso podría continuar, ya que si Juan deseara seguir concediendo más préstamos, le bastaría con realizar la misma operación descrita anteriormente. Todo este desarrollo se encuentra ilustrado en el cuadro 3, el cual muestra los balances tanto del banco de Juan como del MMMF.

Como podemos observar, tras solo dos rondas de operaciones, la banca en la sombra ha conseguido crear 134 euros de dinero interno en forma de participaciones del MMMF. Sin embargo, esta creación de dinero se encuentra limitada por el riesgo y no por restricciones legales, como la banca tradicional. Por tanto, en este ejemplo, el gestor del banco solo podría pedir un repo más; es decir, utilizando las mismas cantidades y proporciones que se han expuesto, alcanzaría en su pasivo un total de 98 euros en repos. En este punto, la cantidad en repos sería superior al capital de la entidad, por lo que éste último ya no funcionaría como colchón de seguridad, y el resto de agentes dejarían de realizar este tipo de operaciones con el banco al considerarlo arriesgado. A pesar de estas restricciones, la banca en la sombra podría continuar con este proceso de creación de dinero, ya sea aumentando la cantidad de fondos propios o utilizando unos recortes más bajos.

Cuadro 3. Creación de dinero en la banca en la sombra.

1. Sara obtiene un préstamo y deposita el dinero en su cuenta de MMMF.

Activos	MMMF	Pasivos	Activos	Banco	Pasivos
60 Efectivo	Particip. Sara	60	20 Efectivo		
			60 Préstamo a Sara	Capital Juan	80
60 Total	Total	60	80 Total	Total	80

2. Sara compra un mueble a Jaime a través de los servicios de pago del MMMF.

Activos	MMMF	Pasivos	Activos	Banco	Pasivos
60 Efectivo	Particip. Sara	0	20 Efectivo		
	Particip. Jaime	60	60 Préstamo a Sara	Capital Juan	80
60 Total	Total	60	80 Total	Total	80

3. Juan tituliza el préstamo de Sara.

Activos	MMMF	Pasivos	Activos	Banco	Pasivos
60 Efectivo	Particip. Sara	0	20 Efectivo		
	Particip. Jaime	60	60 ABS Sara	Capital Juan	80
60 Total	Total	60	80 Total	Total	80

4. Juan pide prestado dinero al MMMF mediante un repo.

Activos	MMMF	Pasivos	Activos	Banco	Pasivos
6 Efectivo	Particip. Sara	0	74 Efectivo	Repo	54
54 Repo	Particip. Jaime	60	60 ABS Sara	Capital Juan	80
60 Total	Total	60	134 Total	Total	134

5. Ana obtiene el préstamo y lo deposita en el MMMF.

Activos	MMMF	Pasivos	Activos	Banco	Pasivos
66 Efectivo	Particip. Sara	0	14 Efectivo	Repo	54
54 Repo	Particip. Jaime	60	60 ABS Sara	Capital Juan	80
	Particip. Ana	60	60 Préstamo a Ana		
120 Total	Total	120	134 Total	Total	134

Fuente: Jonathan McMillan, *El fin de la banca* (2018)

Además, las limitaciones que dependen de la percepción del riesgo varían según la situación en la que se encuentra la economía, como señala McMillan (2018): “Antes de la crisis financiera de 2007-2008, los recortes de los ABS a veces llegaron a ser del 0 por ciento y los tramos con más riesgo de los ABS se retitulizaban en CDO”. Por lo tanto, en este escenario, la cantidad de dinero creado por parte de la banca en la sombra era mucho mayor que en un contexto de más prudencia y, sobre todo, de falta de regulación. Porque la principal causa del crecimiento de la banca en la sombra fue precisamente la escasa o nula normativa que regulaba este complejo sistema.

3.3. El desarrollo de la banca en la sombra antes de la crisis de 2008

Según señalan Vallejo y Cervera (2018), el germen de la banca en la sombra la hayamos en la creación en Estados Unidos de las GSE (Empresas patrocinadas por el gobierno, por sus siglas en inglés) tras el primer tercio del siglo XX. Estas compañías gubernamentales fueron las primeras en realizar la titulización al intermediar entre demandantes y oferentes de fondos, almacenando préstamos y emitiendo deuda garantizada a corto plazo para financiarse.

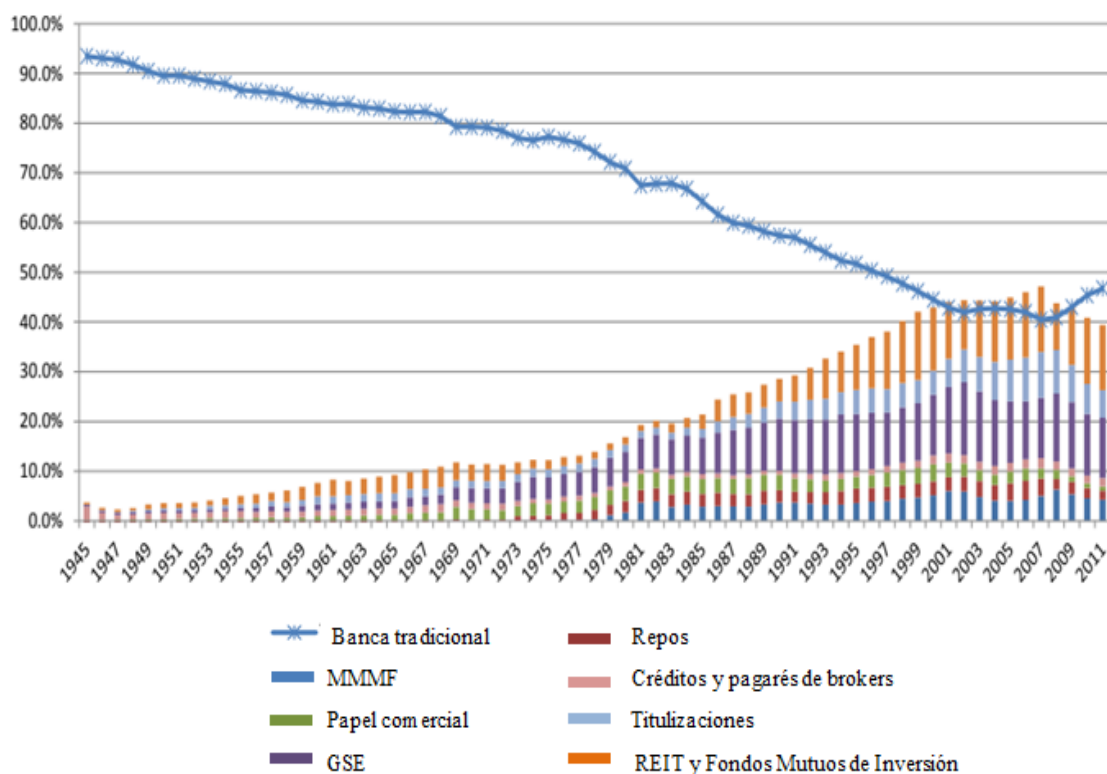
De forma paralela, una de las causas principales del crecimiento de la banca en la sombra se encuentra en la regulación a la banca tradicional, que se inició a principios del siglo XX y que incentivaba la aparición de actividades similares fuera del margen regulatorio. El primer paso en esta corriente normativa tuvo lugar en 1913 con la creación de la Reserva Federal en Estados Unidos, a la que siguió en 1933 la *Glass-Steagal Act*. Esta ley establecía la separación entre la banca de inversión y la banca comercial para evitar que se produjera otra crisis como la de 1929 (Adrian y Ashcraft, 2012).

A nivel internacional, el marco regulatorio se vio ampliado tras la creación del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en 1974 con la intención de que los bancos centrales cooperaran mejor a la hora de tomar medidas más eficaces para la supervisión de la banca. El Acuerdo de Basilea (Basilea I), aprobado por el G-20 en 1988, significó un aumento significativo de las restricciones al establecer un mínimo de requisitos de capital importante. De esta manera, la banca tradicional vio cómo disminuía tanto su competitividad, debido al aumento de costes por la nueva regulación, como su campo de actuación.

Ante este escenario, los bancos vieron una oportunidad de negocio si se introducían en el modelo de las GSE, que además no se encontraban bajo ningún marco regulatorio. Por este motivo, durante las décadas de 1970 y 1980, la banca en la sombra comenzó a crecer de manera notable.

El desarrollo de la banca en la sombra puede apreciarse en el gráfico 3, el cual muestra los pasivos del sector financiero en Estados Unidos desde 1945 hasta 2011. En dicho gráfico, además de los productos y entidades financieras explicados anteriormente que forman parte de la banca en la sombra, están incluidos los *Real Estate Investment Trusts* (REIT). Estas sociedades se dedican a invertir en activos inmobiliarios para obtener ingresos de su posterior alquiler.

Gráfico 3. Pasivos del sector financiero en Estados Unidos



Fuente: Adrian, T.; Ashcraft, A., Shadow Banking: A Review of the Literature (2012).

Como podemos ver, el sector financiero no bancario (mostrado en las barras verticales) fue creciendo con el paso del tiempo a costa de la disminución de la actividad bancaria tradicional (reflejada en la línea continua), llegando a formar casi el 30 por ciento del sector financiero estadounidense a comienzos de la década de 1990. Este proceso se vio acelerado tras la abolición en 1999 de la *Glass-Steagal Act*, permitiendo que los bancos

adquirieran entidades financieras no bancarias y transfirieran gran parte de su actividad hacia ellas. La anulación de esta ley dio paso a una nueva, la *Gramm-Leach-Bliley Act*, que liberalizaba notablemente la banca tradicional. El nuevo marco regulatorio provocó que estas entidades participaran en nuevas actividades e instituciones que se encontraban fuera del margen legislativo, aumentando considerablemente el tamaño de los grandes bancos y disparándose la creación de productos financieros, sobre todo las titulizaciones. Tal y como señalan Vallejo y Cervera:

Para entender en qué medida este hecho fue un punto de inflexión, basta con observar los datos de crecimiento de la banca en la sombra ofrecidos por el FSB, que reportan un incremento de casi el 250% entre el año 2000 y 2007 (de 26 billones de dólares a 62 billones) (2018, p. 90).

Como consecuencia, cuando alcanzamos los años previos a la crisis de 2008, ambos sectores tienen prácticamente el mismo peso, llegando la banca en la sombra a superar a la banca tradicional durante unos pocos años.

Sin embargo, las instituciones reguladoras no reaccionaron correctamente ante el crecimiento descontrolado del sistema financiero, como indica McMillan (2018): “Las normas existentes fracasaron, ya que regulaban los bancos y no la actividad bancaria”. Las medidas tomadas en el segundo Acuerdo de Basilea (Basilea II) fueron incapaces de controlar la situación. Y es que, a pesar de que Basilea II entró en vigor poco antes de la crisis de 2008, los bancos ya habían empezado a aplicar esta normativa desde su propuesta en 2004.

Finalmente, esta burbuja en el sector financiero acabó estallando en 2008, traspasándose a otros sectores económicos y produciéndose lo que ya hoy conocemos como Gran Recesión. Fue entonces cuando los organismos nacionales e internacionales parecieron darse cuenta de que existía un complejo sistema que, sin ninguna vigilancia ni marco normativo, había ido creciendo de manera significativa hasta tener un papel clave en el desarrollo de la crisis.

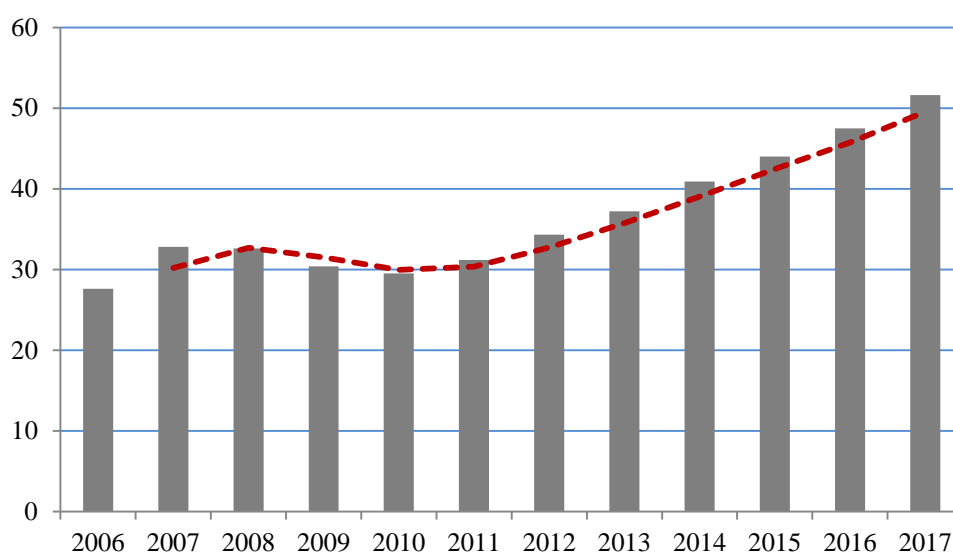
3.4. La banca en la sombra tras la crisis de 2008

A partir de la crisis de 2008 surgieron instituciones que abogaban por la regulación de un sistema que podía resultar peligroso para la economía. Así, apareció el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés), fundado tras la cumbre del G-20 en 2009 como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera, un organismo que persigue la eficacia y la estabilidad del sistema financiero internacional. Esta institución publica anualmente un informe detallado sobre la situación del sector financiero, centrandose su atención en la banca en la sombra. Dicho organismo señaló que:

Mientras dichas actividades y entidades sigan sujetas a un nivel de regulación y supervisión menor que el resto del sector financiero, el reforzamiento de la reglamentación bancaria podría empujar una parte sustancial de las actividades bancarias fuera de los límites de la banca tradicional, hacia terrenos no regulados (Libro Verde, 2012, p. 2).

Gráfico 4. Evolución de la banca en la sombra

(Billones de dólares)



Fuente: Elaboración propia. Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation (2019)

El gráfico 4 muestra el desarrollo del sistema bancario en la sombra desde 2006, según el último informe publicado por el FSB en 2019. Como puede verse, y en continuación con el gráfico 3, el crecimiento de la banca en la sombra se interrumpió en la crisis de 2008, tras lo que sufrió un ligero retroceso. Sin embargo, el sector se repuso

rápidamente, volviendo a una dinámica creciente en 2011. Desde entonces, no ha parado de incrementar su actividad, pasando de 31,2 billones de dólares ese mismo año a 51,6 en 2017.

No obstante, a pesar de estos datos, resulta complicado investigar con certeza el impacto real de este sistema. Principalmente, según indican Climent y Doménech (2018), existen dos motivos por los que es difícil evaluar este sector: por un lado, al no estar regulada la mayor parte de su actividad, muchos de estos datos no se encuentran registrados; y por otro lado, las diferencias legislativas entre jurisdicciones complican la valoración de la banca en la sombra en las mismas y el análisis comparativo entre ellas.

Para facilitar el estudio y seguimiento del sistema bancario en la sombra, el FSB realizó una división de cinco funciones económicas, cuya descripción puede verse en el cuadro 4. Este enfoque se basa en una clasificación de las entidades no reguladas en la que cada función conlleva una serie de riesgos. Para llevarlo a cabo, se valoró en términos de estabilidad financiera las posibles fuentes de riesgo en cada jurisdicción, quedando fuera aquellas entidades que no presentaran alguna de estas amenazas.

Cuadro 4. Funciones económicas de la banca en la sombra

Función económica	Definición	Tipos de entidades
FE 1	Función relacionada con la gestión de vehículos de inversión colectiva con características que los hacen sensibles a demandas repentinas.	Fondos de renta fija, fondos mixtos, fondos de cobertura de crédito y fondos inmobiliarios
FE 2	Función que corresponde con la provisión de préstamos que dependen de la financiación a corto plazo	Compañías financieras, compañías de leasing, empresas de factoring, empresas de crédito al consumo
FE 3	Función referida a la intermediación de actividades de mercado que dependen de la financiación a corto plazo o de la financiación garantizada de los activos de los clientes	Sociedades y agencias de valores
FE 4	Función que corresponde con la facilitación de la creación del crédito	Compañías de seguros de crédito, garantes financieros, aseguradoras monoline
FE 5	Función relacionada con la intermediación del crédito basada en la titulización y financiamiento de entidades financieras	Vehículos de titulización

Fuente: Global Shadow Banking Monitoring Report (Financial Stability Board, 2015)

La ventaja que puede destacarse de este enfoque es que permite a las autoridades ser más minuciosas a la hora de identificar las actividades y los riesgos potenciales. Su aplicación, sin embargo, se trata de una tarea ambiciosa que requiere tiempo para ser plenamente efectiva (Climent y Doménech, 2018).

Por otra parte, a nivel continental, la Comisión Europea publicó en 2012, como parte del Libro Verde, un análisis sobre “El sistema bancario en la sombra”. En éste, se destaca que la banca en la sombra desempeña un papel importante en el sistema financiero, pero que podría suponer una amenaza potencial para la estabilidad financiera a largo plazo (Libro Verde, 2012). El organismo europeo recoge en el documento la normativa que afecta directa e indirectamente a la banca en la sombra, así como considera que las autoridades encargadas de velar por el sistema financiero europeo poseen la experiencia suficiente para hacer frente a la identificación y control de las actividades y entidades correspondientes. Estas autoridades son: el Banco Central Europeo, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, y la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

Pese a ello, la Comisión Europea reconoce que existe la necesidad de rellenar lagunas de información relacionadas con la interconexión entre los bancos y las entidades financieras no bancarias a escala mundial. Para lograrlo, se requiere de la cooperación entre todos los organismos encargados para la puesta en marcha de recogida e intercambio de información. Como se expone en un apartado del Libro Verde (2012): “Aún queda camino por recorrer, habida cuenta del carácter evolutivo de este sistema y de nuestro conocimiento del mismo”.

Por tanto, aunque los organismos internacionales se dispusieron a encontrar una solución ante la falta de conocimiento sobre la banca en la sombra y la regulación de la misma tras la crisis de 2008, aún falta mucho para conseguir esa meta, debido al complejo sistema que representa.

Como hemos visto, este sector abarca diversas actividades, entre las que encontramos alternativas específicas a la financiación que han ido obteniendo relevancia con el paso del tiempo, especialmente entre aquellos agentes que tienen más dificultad para acceder al crédito. En el siguiente epígrafe analizaremos estas modalidades, las cuales surgieron en Estados Unidos y se han especializado en invertir en empresas según la etapa de vida en la que se encuentren.

4. Alternativas de financiación en función de la etapa de vida de la empresa

A lo largo de la vida de una empresa, ésta pasa por distintas etapas en función del nivel de desarrollo que tenga. Así, podemos diferenciar entre cuatro fases:

- Inicio: se trata de los comienzos de la empresa, cuando el proyecto empresarial está cogiendo forma o empieza a ponerse en marcha.
- Crecimiento: etapa en la que la empresa crece más rápido, aumentando sus beneficios y su relevancia en el mercado.
- Madurez: fase en la que la empresa se encuentra completamente consolidada en el mercado, sin apenas experimentar crecimiento.
- Declive: momento en el que la empresa empieza a perder importancia en el mercado debido a la aparición de sustitutivos o a cambios en los gustos de los consumidores.

Dependiendo de la fase en la que se encuentren las empresas (concretamente en las tres primeras etapas), existen distintas alternativas que están especializadas en su financiación e incluso pueden llegar a participar en su gestión.

4.1. Capital riesgo

Las entidades de capital riesgo son organizaciones cuya finalidad consiste en la participación temporal en el capital de empresas, por lo que sus socios son particulares que cobran dividendos como forma de rentabilizar su inversión. Además, es habitual que estos inversores que financian a la empresa colaboren en la gestión de la misma. Al ser temporal su intervención, una vez que el proyecto empresarial se encuentra en una fase madura, venden sus participaciones con el objetivo de conseguir beneficios e invertir en nuevos proyectos (Arango y Durango, 2014)

El capital riesgo es frecuente entre empresas de reciente creación, por lo que su importancia radica especialmente en el desarrollo de startups, empresas innovadoras y de elevado crecimiento en sus primeras etapas. Los aportes de capital son realizados por inversores individuales, agrupaciones de inversores o instituciones inversoras. El propósito de estos agentes es tratar de conseguir un rápido crecimiento mediante su participación en la dirección de las empresas en las que invierten, buscando un incremento significativo de su valor. El periodo en el que intervienen suele ser de entre cinco y diez años, tras el cual liquidan sus inversiones.

La estructura formal del capital de riesgo fue creada en Estados Unidos a mediados del siglo XX con la *American Research and Development* (AR&D), una empresa que se especializó en la inversión en compañías con problemas de liquidez y en las etapas tempranas de desarrollo (Fracica, 2009).

Aunque el término *capital riesgo* se utiliza de forma común para referirse a todas las alternativas de financiación que componen el sector, lo cierto es que existe una clara distinción entre las inversiones en función de en qué fase se encuentre la empresa. De esta forma, podemos diferenciar entre *venture capital* para las etapas tempranas y *private equity* para empresas ya consolidadas.

En cuanto a las etapas de vida de las empresas, en Estados Unidos, han surgido conceptos que permiten relacionarlas con su opción de capital riesgo al que pertenecen, ya que es el lugar donde el capital riesgo se encuentra más desarrollado. Como resultado, se manejan los siguientes conceptos, ordenados en orden cronológico: seed / start up, early stage, expansion stage y later stage. De esta manera, como señala Fracica (2009), si los relacionamos con los tipos de capital riesgo, vemos que el venture capital se encarga de financiar empresas en sus etapas de seed / startup y early stage, mientras que el private equity financia empresas en expansion stage y later stage.

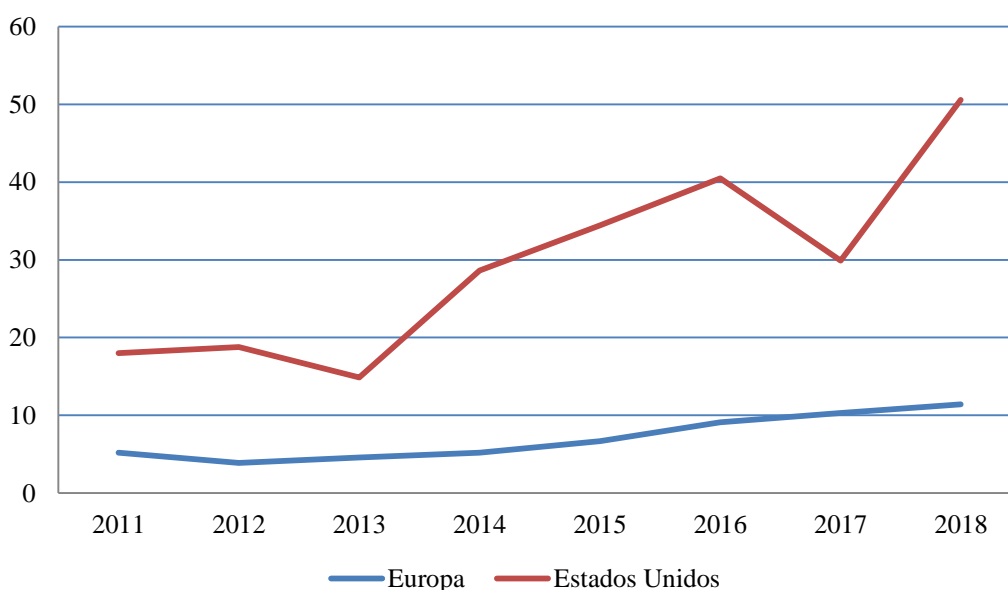
4.2. Venture capital

Este tipo de capital se ocupa de financiar empresas que se encuentran en una etapa muy temprana de su desarrollo. Se suele designar como capital semilla (seed capital), en el que están identificados los recursos de financiación externa que los emprendedores pueden obtener en los momentos de creación y comienzo de sus empresas. El término *startup* caracteriza el modelo de empresa en el que más se invierte en estos fondos, es decir, empresas de reciente creación fundadas por emprendedores con una fuerte base tecnológica, innovadora y de rápido crecimiento.

En el gráfico 5 se observa el crecimiento que han tenido los fondos recaudados para este tipo de inversiones durante los últimos años en Estados Unidos y Europa. Podemos comprobar sus diferencias, como hemos apuntado anteriormente, ya que es claramente visible que el mercado estadounidense se encuentra más desarrollado que el europeo, además de haber tenido un mayor crecimiento. Mientras que en Europa los fondos recaudados se han duplicado, pasando de unos 5 mil millones de euros en 2011 a 11'5

en 2018, en Estados Unidos el incremento de los fondos ha llegado a triplicarse en el mismo periodo, pasando de 18 mil millones a ser 50'5. A esto, hay que sumarle que las cifras del mercado estadounidense ya eran el doble que las del europeo. Por tanto, en 2018 podemos afirmar que en Estados Unidos el valor de los fondos recaudados es casi cinco veces superior al de Europa.

Gráfico 5. Fondos recaudados en Venture Capital por año
(Miles de millones de euros)



Fuente: Elaboración propia. EVCA y NCVA. Conversión de dólares a euros según el 31/12 de cada año.

4.3. Private equity

El private equity funciona mediante diversos tipos de fondos de inversión, de los cuales podemos destacar dos: los Fondos de Capital de Riesgo (FCR) y los Fondos de Capital Privado (FCP).

Los Fondos de Capital de Riesgo están orientados a la provisión de dos recursos esenciales que necesitan aquellos proyectos empresariales que están en evolución hacia una etapa expansiva y de crecimiento: fuertes inversiones de capital y directivas profesionales. No obstante, también pueden realizar inversiones de capital semilla y startups (Fracica, 2009). Estos fondos adquieren normalmente una participación inferior al 40 por ciento de una empresa y mantienen la inversión durante un periodo de máximo diez años. En dicho espacio de tiempo, se espera que la empresa logre alcanzar una

madurez suficiente para emitir acciones en el mercado o para ser vendida o fusionada. Esta es la forma en la que los inversores acaban saliendo del proyecto, junto con la consiguiente obtención de un beneficio.

En cuanto a los Fondos de Capital Privado, tienen como objetivo la realización de inversiones más orientadas al control y a la reestructuración o fusión en el caso de empresas medianas o grandes que se encuentran ya consolidadas. Además, como se ha señalado previamente, aparte del aporte económico, los inversores de fondos de private equity realizan una participación activa en la dirección de la empresa, poniendo a disposición de ésta su experiencia y conocimiento.

Aparte de estos fondos de inversión, y como otra alternativa a la financiación de empresas en función de su etapa de vida, encontramos a personas específicas que se encargan de financiar proyectos empresariales.

4.4. Business Angels

Los Business Angels son antiguos empresarios o ejecutivos con un profundo conocimiento empresarial. En Estados Unidos, lugar donde tienen un mayor desarrollo, son conocidos como *Angel Investors* o *Angels* en referencia a los empresarios que a principios del siglo XX apoyaban las producciones teatrales de Broadway.

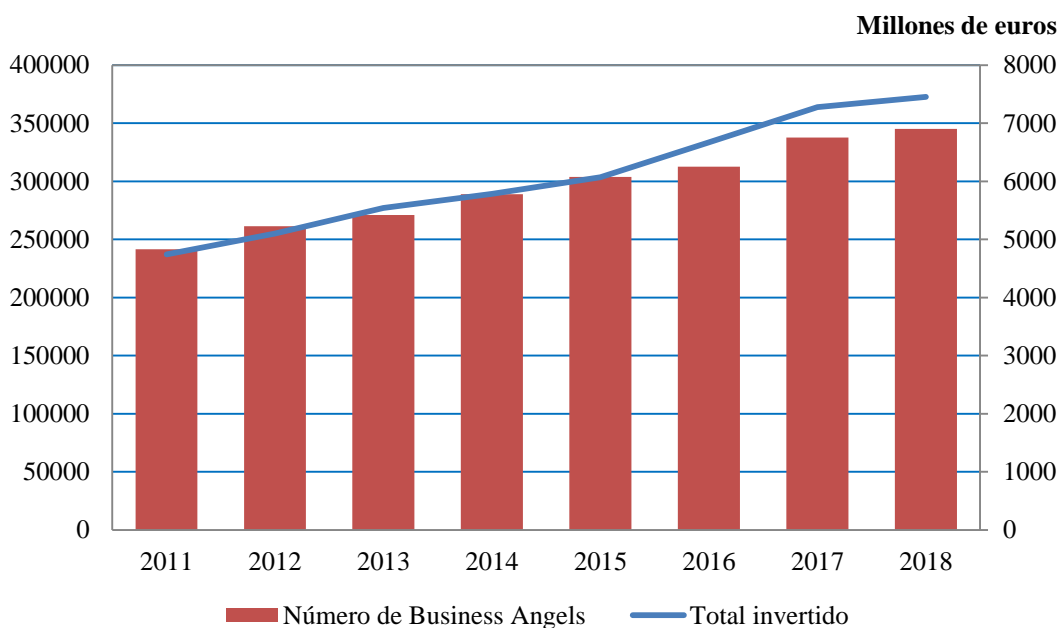
El deseo de estos inversores consiste en invertir en empresas de alto riesgo que se encuentran en sus primeras etapas de vida, de forma que le añaden valor al involucrarse activamente en el proyecto. Aunque también invierten en cualquier etapa del desarrollo, es en esas primeras fases del ciclo de vida de las empresas cuando los Business Angels desempeñan un papel fundamental (Bergareche y Moreno, 2013).

Puede decirse que estos inversores funcionan como los FCR, realizando inversiones en empresas y participando en la gestión de éstas. La diferencia entre ambos reside en que las empresas en las que generalmente invierten los Business Angels son demasiado pequeñas para atraer la atención de estos fondos. Por tanto, la actividad de estos inversores cubre aquellos proyectos empresariales cuyas necesidades de financiación no captan el interés de los fondos de venture capital. Es decir, se encargan de un mercado con importes de financiación que no son lo suficientemente altos como para atraer fondos de inversión.

En Europa, se ha realizado impulso en los últimos años, como puede observarse en el gráfico 6. Entre 2011 y 2018 se ha conseguido aumentar el número de Business Angels en algo más de cien mil, aumentando consecuentemente el total de capital invertido de forma significativa. No obstante, se estima que el tamaño del mercado europeo es unas 10 veces inferior al de Estados Unidos, según la Asociación Española de Business Angels (AEBAN, 2020).

Este tipo de inversor puede actuar de forma individual o agruparse para realizar sus inversiones a través de una red. Durante el proceso de análisis y negociación previo a una inversión, estas redes suelen ser lideradas por un miembro en nombre del resto de inversores. De esta forma, mediante las redes de Business Angels se facilita la realización de su actividad, a través de la puesta en contacto con emprendedores que necesitan apoyo para sus proyectos, favoreciendo además la inversión conjunta entre los distintos miembros.

Gráfico 6. Crecimiento de la inversión de los Business Angels en Europa



Fuente: Elaboración propia. Statistics Compendium, EBAN (2014, 2016 y 2018)

Como hemos podido comprobar, estas vías de financiación no son tan actuales, ya que tienen una base que se remontan al siglo pasado. Actualmente, sin embargo, las nuevas tecnologías han permitido que sea posible la financiación de empresa en cualquier momento de su desarrollo o incluso de cualquier tipo de proyecto gracias a Internet. En

el siguiente epígrafe, procederemos a explicar más en profundidad esta nueva actividad, conocida como crowdfunding y considerada parte de la banca en la sombra.

5. Crowdfunding

Los principales afectados por la disminución del crédito tras la crisis de 2008 fueron las pymes y los emprendedores, quienes vieron que sus posibilidades de financiación a través de los bancos (una situación ya de por sí complicada) desaparecían casi por completo. En este contexto, y para favorecer a estos sectores que siempre han encontrado dificultades para la financiación, apareció el crowdfunding.

El crowdfunding o micromecenazgo consiste en una red de financiación colectiva online mediante la cual se financian proyectos a través de donaciones económicas. A cambio, los inversores pueden obtener recompensas, participaciones o la devolución de sus aportaciones, o bien puede ser de manera altruista. Se trata de una fórmula alternativa de canalizar ahorros y financiar empresas, ya que al permitir pequeñas aportaciones, el número de inversores aumenta (Cuesta et al., 2014). De esta manera, las bajas cantidades aportadas por cada uno se ven compensadas por la mayor proporción de personas que apoyan el proyecto.

Esta vía alternativa de financiación forma parte del sector de la industria financiera que aplica nuevas tecnologías sus actividades, lo que se conoce como *Fin-Tech*, y el FSB lo ha empezado a incluir en sus informes sobre riesgos sistémicos.

5.1. Desarrollo del crowdfunding.

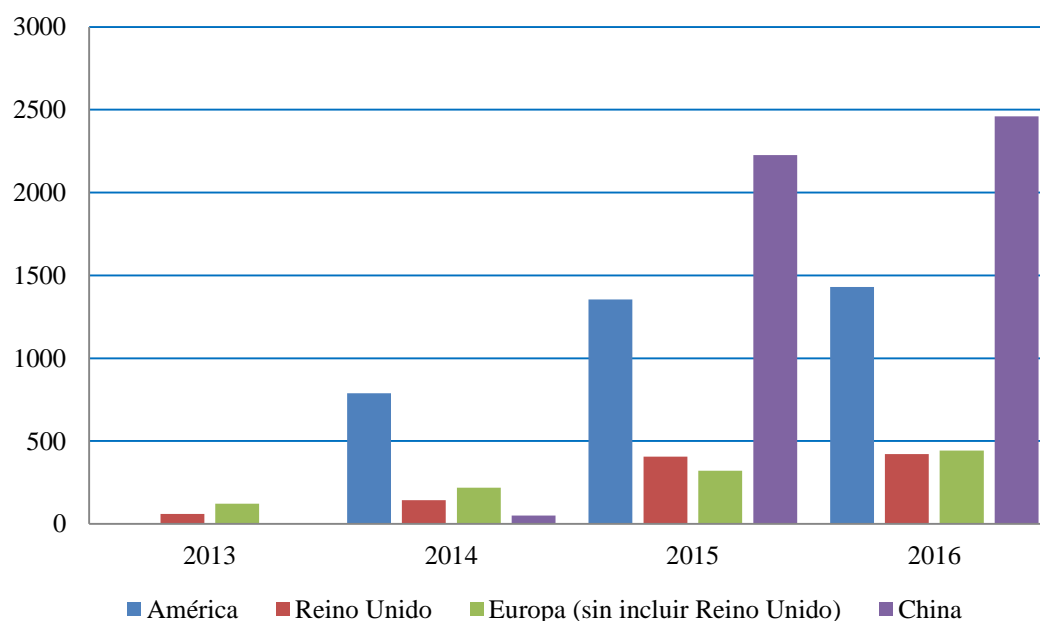
El notable desarrollo que ha tenido esta nueva forma de financiación durante los últimos años se debe a varios factores, según señala Cuesta et al. (2014). En primer lugar, como se ha comentado anteriormente, el escenario que dejó la crisis económica llevó a los agentes con necesidad de financiación a buscar nuevas fuentes alternativas para hacer frente a la escasez de crédito (principalmente para proyectos en fases iniciales o iniciativas con riesgo elevado). Por su parte, los agentes ahorradores buscaban rentabilidades superiores a las que ofrecía el sistema financiero tradicional, en un contexto de bajos tipos de interés a nivel global.

En segundo lugar, el progreso tecnológico ha mejorado las condiciones para el análisis financiero de proyectos empresariales, además de permitir el acceso a Internet a una

gran parte de la población, favoreciendo el acercamiento entre inversores y ahorradores. Por último, los vacíos legales han permitido un crecimiento gradual del crowdfunding, aunque existen importantes diferencias entre países, dándose casos donde no se permiten ciertos modelos de crowdfunding financiero.

Actualmente, una parte sustancial de los datos relativos al negocio del crowdfunding son de carácter privado (Previati et al., 2015). No obstante, los datos con los que se cuenta son suficientes para obtener una idea del alcance al que ha llegado este sistema como alternativa a la financiación tradicional. El gráfico 7 muestra la evolución del micromecenazgo, dividido en regiones, desde el año 2013 hasta el 2016. En dicho gráfico se recogen las cifras del mercado conjunto del crowdfunding de recompensas, donación e inversión. Como puede observarse, este sistema de financiación tiene una tendencia creciente, aumentando su volumen notablemente en un periodo corto de tiempo. No obstante, se encuentra más desarrollado en unos países que en otros.

Gráfico 7. Evolución del crowdfunding por regiones
(Millones de euros)



Fuente: US (Ziegler et al., 2017), Europa (Ziegler et al., 2018) y Reino Unido (Zhang et al., 2017). Conversión de dólares y libras a euros según el 31/12 de cada año.

El continente con mayor volumen es Asia, concentrado prácticamente su totalidad en China en más del 90 por ciento, siendo el mayor mercado de crowdfunding del mundo.

El crecimiento en este país ha sido explosivo, pasando de 50 millones a 2500 millones en tan solo dos años. Sin embargo, durante el último año, este incremento se ha visto disminuido notablemente, fruto del desarrollo normativo a nivel nacional (Garvey et al., 2017).

El siguiente continente por volumen es América, concentrado sobre todo en Estados Unidos y Canadá. Por último, en Europa, el mercado más desarrollado con diferencia es el británico, tal y como reflejan las cifras. Su volumen es parecido al total del mercado europeo, llegando a superarlo en 2015.

No obstante, dentro del crowdfunding encontramos diversos tipos, los cuales se han desarrollado unos más que otros dependiendo de las distintas regulaciones de cada país o del beneficio que proporcione a los inversores.

5.2. Tipos de crowdfunding

Aunque se puede diferenciar en función de la actividad económica a la que se dedica (como el crowdfunding inmobiliario), el micromecenazgo se clasifica en varias modalidades en función de la contraprestación que se ofrezca a aquellas personas que han participado en la financiación.

- **Crowdfunding de recompensa**

El crowdfunding de recompensa consiste en su mayor parte en prestar ayuda financiera a las pymes para el prelanzamiento de productos y para proyectos creativos y culturales, aunque también abarca tipos de proyectos similares que se financian mediante donaciones. Los responsables de los proyectos ofrecen a aquellas personas que han aportado en la financiación una recompensa de valor simbólico, siendo con frecuencia dicha recompensa el producto o el resultado de la actividad para la que se ha solicitado apoyo económico. De hecho, este tipo de crowdfunding se utiliza cada vez más para comercializar nuevos productos o mejorar los existentes en asociación con clientes actuales o potenciales.

- **Crowdfunding de inversión**

En este tipo de crowdfunding, el emprendedor desea atraer la inversión de un grupo de inversores con la finalidad de repartir los beneficios futuros, al igual que en cualquier iniciativa empresarial. Por lo general, los creadores de estos proyectos

financiados los conforman pequeñas y medianas empresas que ofrecen las mismas ventajas y derechos que las acciones, mientras que el inversor es un acreedor al que le asiste el derecho contractual de percibir una remuneración.

- **Crowdfunding de donación**

En esta modalidad no se busca un beneficio económico, es decir, no existe una obligación financiera que vincule al receptor con el donante. Esta es la forma más habitual de financiación que las ONG vienen utilizando para atraer donaciones, promoviéndose generalmente entre proyectos culturales, religiosos y otras iniciativas donde las personas no buscan rendimientos económicos. Además, en este tipo de crowdfunding se suele favorecer las aportaciones recurrentes en el caso de que las organizaciones mantengan informados a los donantes de los progresos del proyecto y éstos vean que sus contribuciones están surtiendo efecto.

Además de estas modalidades, existe una que ha alcanzado mayor importancia en los mercados, cuyas cifras superan con creces las de las descritas anteriormente.

5.3. Préstamos entre particulares

Esta vía de financiación consiste en préstamos realizados directamente a personas o empresas mediante plataformas en Internet, es decir, no existe la intervención de una entidad financiera. En la mayoría de casos, consisten en créditos de pequeño volumen concedidos a particulares y a pequeñas empresas (Brusca, 2015-2016). Por este motivo, se considera una modalidad del crowdfunding, llamada *crowdlending*, aunque en inglés también se le conoce como *Peer to Peer lending* (P2P).

Como señalan Previati et al. (2015), estos préstamos pueden llegar a utilizarse para fines sociales, de forma que constituyen una actividad que no genera intereses y se realizan para apoyar la puesta en marcha de proyectos sociales o de ayuda al desarrollo. Por tanto, funcionan de manera similar al crowdfunding de donación, ya que la motivación del prestamista es contribuir al cambio social y los participantes son prácticamente los mismos.

En cuanto al crowdfunding de préstamo para fines empresariales, permite a las empresas pedir una cantidad de dinero a un grupo de personas en lugar de recurrir a una entidad bancaria. En este caso, la principal motivación para el inversor es la obtención

de unos intereses en función de los riesgos específicos que presente la empresa. Este segmento de mercado existe para aquellos prestamistas que esperan percibir un rendimiento económico superior al importe que recibirían con una inversión alternativa, y para aquellos prestatarios en situación de búsqueda de préstamos en condiciones más favorables de las que les ofrecería un banco o incluso en el caso de que éste no llegara a concedérselos. Este atractivo para los inversores es señalado por Brusca (2015-2016): “Por ejemplo, en el caso de Lending Club, los inversores alcanzan una rentabilidad media de entre 4,74% y 7,98% neta de gastos, incluyendo una estimación de los impagos”.

Los prestatarios suelen ser tanto empresas que necesitan financiación para negocios o proyectos, como familias que desean conseguir un préstamo al consumo. Estas últimas son las que tienen un peso notablemente mayor en el mercado, ocupando un 72 por ciento del mercado en 2016, frente al 28 por ciento que suponen los préstamos a empresas. Estos datos pueden ser comprobados en el cuadro 5, del cual podemos sacar más conclusiones.

El mercado P2P es significativamente superior al mercado conjunto de las otras modalidades de crowdfunding expuestas anteriormente, como puede observarse si comparamos este cuadro con el gráfico 7, lo que refleja su relevancia como alternativa de financiación. A su vez, China es el mayor mercado con diferencia de nuevo, conformando el 63 por ciento del total en 2016. Le sigue en segundo lugar América (concentrado en su mayoría en Estados Unidos y Canadá) con un 29 por ciento, muy por encima del 7 por ciento que ocupa Europa. En el continente europeo se ve reflejado, al igual que en las otras clases de crowdfunding, el mayor desarrollo de estas vías de financiación en Reino Unido que en el resto de países. Por último, podemos observar el crecimiento explosivo que han experimentado los préstamos entre particulares en los años analizados, especialmente en aquellos países donde más se ha desarrollado.

En un principio, las empresas encargadas de gestionar este tipo de préstamos ocupaban nichos de mercado desatendidos por la banca tradicional. Sin embargo, con el tiempo, han ido adquiriendo relevancia y ampliando su cuota de mercado gracias a las mejores condiciones que ofrece, llegando a convertirse en un competidor más. De esta manera, hay plataformas que replican las actividades de los bancos, existiendo préstamos para

empresas exclusivamente, para el cambio de divisas en operaciones internacionales o para el descuento de efectos.

Cuadro 5. Mercado del P2P por regiones
(Miles de millones de euros)

Año	Clase de P2P	Europa	Reino Unido	América	China
2013	Préstamos al consumo	157	344	-	2.811
	Préstamos a empresas	40	167	-	1.051
2014	Préstamos al consumo	275	700	6.232	11.726
	Préstamos a empresas	93	959	820	6.593
2015	Préstamos al consumo	366	1.236	16.560	48.245
	Préstamos a empresas	212	1.198	2.484	36.460
2016	Préstamos al consumo	697	1.368	20.045	129.713
	Préstamos a empresas	350	1.441	1.425	55.271

Fuente: US (Ziegler et al., 2017), Europa (Ziegler et al., 2018) y Reino Unido (Zhang et al., 2017). Conversión de dólares y libras a euros según el 31/12 de cada año.

Por último, además de las características expuestas anteriormente, el éxito de esta fuente de financiación también reside en su rapidez y facilidad a la hora de ofrecer préstamos. Otro factor es el control del proceso por parte de los inversores, quienes pueden seleccionar personalmente a qué personas y qué proyectos financiar en vez de dejarlo en manos de un gestor financiero.

Todas estas modalidades de crowdfunding analizadas han surgido fuera de la legislación vigente, buscando reducir costes de cumplimiento normativo y ofrecer un servicio más eficiente al usuario. Esta es la razón, por ejemplo, por la que se eluden proyectos que supongan la emisión de valores negociables que constituyan oferta pública y se acude a la financiación mediante préstamos o productos que no tengan la consideración de valores negociables (Zunzunegui, 2015). Por lo tanto, las plataformas de crowdfunding ejercen su actividad dentro de lo que consideramos banca en la sombra. Sin embargo, en los últimos años, los países han tomado la decisión de regular estas iniciativas, en mayor o menor medida.

5.4. Regulación

La relevancia que ha ido adquiriendo el crowdfunding ha llevado a las instituciones a darse cuenta de la necesidad de un marco normativo para proteger tanto a las entidades que gestionan esta nueva vía de financiación como a los clientes, proporcionando así seguridad al mercado financiero en su conjunto. Como indica Cuesta et al. (2014), la menor regulación de estos mercados y la informalidad con la que se suele operar en muchas de las plataformas promueve que aumenten los riesgos de liquidez y solvencia a los que se someten los inversores. Esto es debido a la asimetría de información que existe entre emprendedores e inversores, mayor en comparación a la que podemos encontrar en otras alternativas que están reguladas, como pueden ser los préstamos bancarios.

Al principio, en aquellos países donde más se ha desarrollado esta alternativa, empezaron a surgir normativas específicas para regular dicha actividad. Estas normas buscaban, tanto la protección de los inversores, como favorecer el acceso a la financiación, especialmente a aquellas empresas que encuentran dificultades a la hora de financiarse mediante las vías convencionales. Incluso, como señala Cuesta et al. (2014): “En algunas zonas, como en el Reino Unido, fue la propia industria la que se autorreguló inicialmente a través del desarrollo de estándares de transparencia y la adopción de buenas prácticas, en un intento de crear un clima de mayor confianza”.

La regulación específica adoptada en esta materia contiene aspectos relacionados al funcionamiento de las plataformas, con el fin de conseguir una diferenciación jurídica entre las diferentes modalidades existentes. Este objetivo se consigue exigiendo transparencia y publicación de indicadores, imponiendo límites de inversión y, en algunos casos, estableciendo beneficios fiscales.

Sin embargo, existe incertidumbre sobre la aplicación de estas normas nacionales en el ámbito internacional, ya que la accesibilidad a las plataformas de crowdfunding es global gracias a Internet. A esta situación no ha ayudado la nula coordinación entre los reguladores de los distintos países para resolver este problema, impidiendo un mejor crecimiento de esta alternativa a la financiación al desarrollarse de manera diferente en cada mercado (Zunzunegui, 2015). La única iniciativa que podemos citar, al menos a nivel europeo, consiste en la realización en 2015 de un estudio para recopilar y analizar los datos sobre los mercados de crowdfunding y sus tendencias en la Unión Europea

con el objetivo de determinar el efecto que las distintas legislaciones nacionales tienen en sus respectivos mercados.

Por tanto, ante la falta de unos criterios homogéneos por parte de los organismos internacionales, los distintos países han ido resolviendo sus necesidades de regulación del crowdfunding de forma individual. Según Zunzunegui (2015), la primera respuesta la llevó a cabo Estados Unidos en 2012, tras aprobar una ley para facilitar el desarrollo de estas iniciativas y con el objetivo final de promover la financiación de pequeñas empresas. En dicha norma se incorporó un régimen aplicable para el crowdfunding de participación, el cual permitía a las empresas emitir valores. Asimismo, se incluyó el obligatorio registro en las instituciones correspondientes (concretamente la *Securities and Exchange Commission* y la *Financial Industry Regulatory Authority*) para el desarrollo de las actividades incluidas previamente, además de la presentación de toda la información referida los proyectos específicos que se ponen en marcha.

Por su parte, en la Unión Europea, Italia fue el primer país en regular el crowdfunding en 2013, concretamente estableció un marco normativo sobre el crowdfunding de inversión. Esta norma limita la financiación a las empresas consideradas “innovadoras”, quienes son las únicas que pueden emitir capital a través de las plataformas. Además, busca garantizar la protección de los inversores, incorpora ciertas normas de conducta para los gestores de las actividades, obliga al registro de las plataformas y a la revelación de información; y establece un control del cumplimiento de las ofertas realizadas.

La normativa de los dos países que hemos tratado solo regula un tipo de micromecenazgo. Sin embargo, durante 2014, Francia y España aprobaron sendas regulaciones en las que se distinguían dos clases de crowdfunding: el crowdfunding de inversión y el de préstamo. En sus normativas, se incluyen también medidas como la inscripción obligatoria de las plataformas. Reino Unido implantó igualmente en 2014 una regulación sobre estos mismos tipos de micromecenazgo.

Centrándonos puntualmente en el caso de España, el crowdfunding se encuentra regulado por la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial. Esta ley limita el rango de servicios que las plataformas pueden ofrecer, prohibiéndoles el asesoramiento en materia de inversiones y el procesamiento de pagos. Además, las plataformas están

bajo la supervisión de la CNMV, y del Banco de España en el caso de la financiación a través de préstamos (BBVA Research, 2015).

Como hemos podido comprobar, la variedad de las respuestas aplicadas en los diversos países demuestra que el crowdfunding se trata de una actividad de la que todavía no se ha investigado suficientemente, ya que quedan modalidades que siguen funcionando sin ninguna regulación. Aunque los organismos internacionales hayan dado ciertos pasos para llevar a cabo el análisis y la regulación de aquellas vías alternativas a la financiación tradicional que han surgido fuera del marco legislativo, lo cierto es que queda mucho camino por recorrer en esta dirección.

6. Conclusiones

A través de este trabajo, hemos podido comprobar la existencia de actividades más allá del sector financiero que conocemos, las cuales se han ido desarrollando sin ningún control por parte de las autoridades correspondientes y pudiendo llegar a suponer un grave riesgo para el sistema económico.

Estas alternativas apoyan y favorecen el crecimiento de empresas de todo tipo, además de ofrecer el acceso a la financiación a particulares. Por tanto, en una época en la que el crédito bancario se ha visto disminuido o estancado, han supuesto un enorme impulso económico para aquellos agentes que en otras condiciones carecerían del respaldo financiero necesario para continuar.

Aunque la aparición de dichas nuevas actividades sea beneficiosa para el desarrollo de la economía y sus agentes, no se puede negar el hecho de que es peligroso dejar que funcionen con total libertad. Por ello, es necesaria una mayor implicación por parte de los organismos internacionales y la puesta en marcha de una acción coordinada en materia de regulación. No obstante, las instituciones tienen que ser conscientes de los efectos colaterales que provocan sus medidas, así como los entes legisladores deben tener conocer la distinción entre una regulación necesaria para el correcto funcionamiento de las actividades económicas y una regulación excesiva que las limite. Porque, en este último caso, se buscarán vías alternativas fuera del marco legislativo, pudiendo resultar más peligroso para la economía.

Por tanto, se requiere de una mayor vigilancia e investigación a aquellas actividades económicas que son nuevas y desconocidas, así como de una búsqueda de soluciones

más eficiente a los problemas, adelantándose a futuros acontecimientos y evitando actuar demasiado tarde, como en la crisis de 2008.

7. Referencias

- AEBAN. (2020). Obtenido de Sitio web de AEBAN: <https://www.aeban.es/>
- Adrian, T., & Ashcraft, A. B. (2012). *Shadow Banking: A review of the literature*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.
- Arango Vásquez, L., & Durango Gutiérrez, M. P. (2014). Private equity y venture capital: Diferenciación y principales características. *Clío América*, 8(16), 173-184.
- BBVA Research. (2015). *Regulación del crowdfunding en España*.
- Bellón, C., & Ruiz-Verdú, P. (2018). El crowdfunding y la financiación del emprendimiento. *Papeles de economía española* (157), 128-150.
- Bergareche, J. M., & Moreno, L. (2012). Financiación del emprendimiento: Los Business Angels. *Boletín de estudios económicos*, 67 (205), 119-131.
- Brusca Roche, L. (2015-2016). Los préstamos entre particulares: factores explicativos de la rentabilidad. *Revista de Gestión Pública y Privada* (20-21), 5-21.
- Climent Diranzo, F. J., & Doménech Sarría, M. (2018). La Banca en la Sombra: Definición, Regulación y Evolución. *Cuadernos de Economía*, 41 (116), 151-166.
- Comisión Europea. (2012). *Libro Verde*.
- Comisión Europea. (2015). *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*.
- Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D., & Urbiola, P. (2014). Crowdfunding en 360°: alternativa de financiación en la era digital. *BBVA Research*.
- European Business Angels Network. (2014). *Statistics Compendium 2014*.
- European Business Angels Network. (2016). *EBAN Statistics Compendium 2016*.
- European Business Angels Network. (2018). *EBAN Statistics Compendium 2018*.
- Eurostat. Obtenido de <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

- Financial Stability Board. (2019). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*.
- Fracica Naranjo, G. (2009). La financiación empresarial y la industria del capital de riesgo: Estructura y conceptos. *Escuela de Administración de Negocios*, 31-66.
- Garvey, K., Zhang, B., Burton, J., Ziegler, T., & Ridler, S. (2017). *The 4th UK alternative finance industry report*.
- Garvey, K., Zhang, B., Ziegler, T., & Katiforis, Y. (2017). *The 2nd Asia Pacific region alternative finance industry report*.
- Invest Europe. (2015). *2015 European Private Equity Activity*.
- Invest Europe. (2018). *European Private Equity Activity 2018*.
- Kindleberger, C. P. (2005). *A Financial History of Western Europe*. Taylor & Francis. (Original publicado en 1984).
- McMillan, J. (2018). *El fin de la banca*. Barcelona. Taurus.
- Moreno Serrano, E. (2017). La incidencia del crowdfunding inmobiliario en el desarrollo de las formas alternativas de financiación colectiva. *Revista española de capital riesgo* (5), 119-143.
- National Venture Capital Association. (2020). *2020 Yearbook*.
- OCDE. (2020). *OCDE*. Obtenido de OCDE: <https://data.oecd.org/>
- Peña, I. (2015). Nuevo mapa de la financiación a pymes: alternativas de financiación en el contexto de la reactivación bancaria. *Cuadernos de información económica* (249), 77-86.
- Previati, D., Galloppo, G., & Salustri, A. (2015). Crowdfunding en la Unión Europea: factores impulsores y atractivo. *Papeles de economía española* (146), 104-120.
- Vallejo Martínez, A., & Cervera, I. (2018). Banca en la sombra: Origen y evolución hasta la situación actual. *Boletín de estudios económicos*, 73 (223), 77-108.

- Ziegler, T., Reedy, E., Le, A., Zhang, B., Kroszner, R., & Garvey, K. (2017). *The Americas alternative finance industry report*.
- Ziegler, T., Shneor, R., Garvey, K., Wenzlaff, K., Yerolemou, N., & Zhang, B. (2017). *The 3rd european alternative finance industry report*.
- Zunzunegui, F. (2015). Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding). En R. Marimón Durá, *La regulación del Shadow Banking en el contexto de la reforma del mercado financiero* (págs. 169-212). España. Thomson Reuters Aranzadi.