

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



LAS CONSECUENCIAS DEL RESCATE FINANCIERO

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

JUDITH ADELMINA FIGUEROA QUINTANILLA

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTRA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

MAYO DE 2012

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : INGENIERO MARIO ROBERTO NIETO LOVO

SECRETARIA GENERAL : DOCTORA ANA LETICIA ZA VALETA DE AMAYA

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

ASESOR : MÁSTER JUAN ANTONIO FLORES PLEITEZ

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER CARLOS ALVARENGA

MÁSTER JUAN ANTONIO FLORES PLEITEZ

MAYO DE 2012

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

ÍNDICE

PRÓLOGO	iv
I. ANTECEDENTES	
1. Una perspectiva histórica de las crisis financieras en el mundo	1
2. Una perspectiva cronológica de la crisis financiera	3
3. El rescate de las instituciones financieras	6
4. La prioridad del riesgo moral	7
II. APRENDIENDO DE LOS ERRORES DE LA REGULACIÓN FINANCIERA	
1. Afrontando: ¿Demasiado grande para caer?	8
2. Regulando las entidades no bancarias	9
3. Repensando el modelo de supervisión	9
4. Procurando volver más seguros los mercados financieros	10
5. Mejorando la transparencia de los productos financieros	11
6. Errores que cometen los ejecutivos al gestionar el riesgo	11
III. CASO ó RESCATE AIG	
1. Una perspectiva general	14
2. La caída de AIG	16
3. El rescate de AIG	24
4. Consecuencias después de su rescate	27
5. Como entender el riesgo sistémico y su relación con el seguro	28
CONCLUSIONES	30
REFERENCIAS	31
Bibliografía	31
Notas	33
ANEXOS	

PRÓLOGO

La presente investigación, se ha realizado para reflexionar lo que por mucho tiempo varios economistas advirtieron sobre la inminente posibilidad de una quiebra de la banca y del sistema financiero en general, la percepción de estos, era la exageración que había en los pronósticos y que la crisis financiera terminaría como todas las anteriores, sin demasiadas consecuencias visibles, y sin mayor daño para la economía, pero no fue sino hasta que los principales y más fuertes entes económicos entraron en pánico y con ellos las más grandes quiebras, justo en ese momento los políticos, los economistas y los inversores comenzaron a comprender el auténtico calado de la crisis, el gobierno estadounidense comenzó a lidiar con una crisis económica cada vez mayor con fuertes posibilidades de que muchas de las grandes instituciones financieras estuvieran al borde del fracaso, acelerando irremediamente la posibilidad del fenómeno de un rescate, dándole un nuevo significado al riesgo moral y justificándolo con la razón de evitar un riesgo sistémico que podría desatar consecuencias muchos mayores para la economía mundial.

Para muchos la regulación que existía intentaba volver más solidas a las instituciones y, sin embargo, es de recordar que los mercados y no los reguladores fueron los primeros en identificar y actuar con respecto a los problemas que se estaban suscitando ante la crisis, como también las fallas que pertenecían a las instituciones reguladas, claramente no fueron menores ante las fallas que presentaron las firmas no reguladas, volviéndolas de alguna formas más vulnerables ante una reacción en cadena por el deterioro del mercado financiero.

Por otra parte, también se le dio un nuevo significado al riesgo moral, a razón de que las grandes corporaciones financieras no tuvieron una apropiada administración y distribución de los riesgos, lo cual aumentó las perspectivas del deterioro del sistema financiero, y contribuyó grandemente al colapso del sistema, dentro de este documento se tratará de demostrar, a través de un caso real, que la regla òdemasiado grande para quebrarö es aplicada únicamente a empresas capaces de provocar un riesgo sistémico y que no importa el tamaño de estas, sino la magnitud y la gravedad que puedan ocasionar en la economía. Finalmente y se espera inducir el interés de futuras investigaciones, particularmente porque si hay algo que ha enseñado la historia económica, y es que los eventos se repiten y por lo tanto esta crisis financieras no es la primera, pero sobre todo, no será la ultima, lo que hace importante el seguimiento de esta investigación.

I. ANTECEDENTES

1. Una perspectiva histórica de las crisis financieras en el mundo.

Según el Fondo Monetario Internacional, en el mundo ha existido un creciente número de crisis financieras y entre las lecciones que se pueden aprender del pasado, está que la globalización ha incrementado su frecuencia y su propagación, pero no necesariamente por la globalización se debe la gravedad de las crisis, es difícil saber en qué momento una crisis financiera podría desatar consecuencias más graves, mientras que los reguladores de hoy en día no están lo suficientemente preparados como para entender las innovaciones en instrumentos financieros.

Existen diversas razones que menciona la historia respecto a las causas que originaron las principales crisis financieras en el mundo. Una de ellas, considerada como la primera, es el renombrado fracaso de un importante banco londinense en 1866, que condujo a un cambio clave en la forma en que los bancos centrales manejaban las crisis, se trata del *Overend & Guerney*⁽ⁱ⁾, un banco de descuento, considerado como el centro financiero más importante del mundo y que al declararse en quiebra, muchos bancos más pequeños y que eran lo suficientemente solventes se vinieron abajo ante la imposibilidad de conseguir nuevos fondos, a consecuencia de esto, el Banco de Inglaterra fue presionado para que asumiera un nuevo papel como prestador de último recurso, inyectándole liquidez al sistema financiero durante épocas de crisis e impedir que el colapso de un banco se extendiera al resto de los bancos más pequeños.

Esta nueva doctrina fue implementada durante la crisis de *Barings*⁽ⁱⁱ⁾ en 1890, cuando las inversiones de ese banco sufrieron pérdidas, las cuales fueron cubiertas precisamente para evitar que el resto del sistema bancario del Reino Unido se viniera abajo. Las negociaciones secretas entre el Banco y financieros británicos llevaron al establecimiento de un fondo de rescate de 18 millones de libras antes de que se hiciese pública la eminente magnitud de las pérdidas de *Barings*. Luego en la historia también se menciona a uno de los grandes, como lo fue el colapso de Wall Street en 1929, también conocido como "jueves negro"⁽ⁱⁱⁱ⁾, este fue un evento que hizo derrumbarse a la economía estadounidense, contribuyendo a la depresión de los años 30, que luego de un aumento especulativo a finales de los años 20, y el surgimiento de nuevas industrias, las acciones cayeron en un 13% el jueves 24 de octubre de 1929, pese a los esfuerzos de las autoridades bursátiles por estabilizar el mercado, las acciones cayeron otro 11% más el siguiente martes 29 de octubre, cuando el mercado llegó a tocar fondo en 1932 ya se había perdido el 90% del valor de las acciones y tomó cerca de 25 años lograr que el índice Dow Jones se recupera.

Para 1932, la economía estadounidense se había reducido a la mitad y una tercera parte de la fuerza laboral estaba desempleada, por lo que el sistema financiero de los Estados Unidos entró en crisis. En 1933, cuando toma posesión el presidente Franklin D. Roosevelt ordenó un cierre total del sistema, aumentando las tasas de interés para proteger el valor del dólar y preservar el patrón oro, como también aumentó los aranceles manteniendo un superávit fiscal.

Las medidas del programa de reactivación económica lanzado por el presidente Roosevelt aliviaron algunos de los problemas de la depresión, pero la economía estadounidense no se recuperó por completo, sino hasta la Segunda Guerra Mundial, cuando el gasto militar masivo eliminó el desempleo y acentuó el crecimiento económico. Luego, según la historia económica, también estuvo el gran escándalo de los bancos de ahorros y préstamos en Estados Unidos *Savings and Loans o S&L*^(iv) en 1985, las cuales eran instituciones locales que ofrecían hipotecas y recibían depósitos de pequeños inversionistas, la desregulación financiera^(v) empezó a permitir que estos pequeños bancos participaran en transacciones más complejas e intentaran competir con los bancos más grandes, sin embargo, muchos de éstos estaban cerca de la bancarrota y ocasionaron un pánico bancario en los *S&L de Ohio y Maryland*.

El gobierno estadounidense ofrecía garantías para muchos depósitos individuales de los *S&L*, por lo que estos terminaron con un gran pasivo financiero cuando los depósitos individuales se vinieron abajo, el gobierno tuvo que realizar un rescate por un valor cerca de US\$150.000 millones. Sin embargo, la crisis probablemente sirvió para fortalecer a los bancos más grandes, ya que los rivales más pequeños habían desaparecido, creándose las condiciones necesarias para la fusión y consolidación del sector bancario. Otra crisis, fue la ocurrida con las bolsas de valores estadounidenses, las cuales sufrieron la mayor caída diaria en tiempos de paz en 1987, cuando el índice Dow Jones bajó un 22%, al mismo tiempo que las bolsas europeas y japonesas sufrieron fuertes pérdidas, dicho colapso fue provocado por la creencia generalizada del manejo inapropiado de la información confidencial, y por compañías que dominaban el mercado que habían sido adquiridas con fondos proveniente de préstamos, mientras que la economía de Estados Unidos se estaba estancando. También había preocupación sobre el valor del dólar, que había estado perdiendo poder en los mercados internacionales, al igual que una creciente preocupación de posibles quiebras en los bancos, que llevó a la Fed (Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos) a bajar drásticamente las tasas de interés, sin embargo esta decisión pareció tener pocos efectos económicos y las bolsas de valores lograron recuperarse poco tiempo después, pero las bajas en las tasas de interés, especialmente en el Reino Unido, podrían haber contribuido a la burbuja que se produjo en el mercado inmobiliario en 1988-1989 y a las presiones que llevaron a la libra esterlina a una devaluación en 1992.

El colapso también demostró que las bolsas de valores del mundo estaban ahora interconectadas y que cambios en la política económica en un país y en las leyes que regulan el manejo inapropiado de información confidencial podrían afectar al resto de los mercados alrededor del mundo. Además de lo anterior, también estuvo el colapso del fondo financiero *Long-Term Capital Market (LTCM)*^(vi) ocurrido durante la etapa final de la crisis financiera mundial que comenzó en Asia en 1997 contagiando a Rusia y a Brasil en 1998. Este era un fondo creado para la compra y venta de bonos gubernamentales, que creían que a largo plazo las tasas de interés de estos empezarían a converger, de tal forma que el fondo podría comercializar con las pequeñas diferencias entre las tasas. Pero cuando Rusia dejó de pagar sus bonos gubernamentales a mediados del mismo año, los inversionistas decidieron retirarse y buscar refugio en los Bonos del

Tesoro estadounidense, inmediatamente la diferencia de las tasas de interés entre los bonos empezó a incrementar drásticamente, afectando al mercado de crédito y obligándolos a subir las tasas de interés. Ante esta situación, la Fed decidió que debía ejecutar un rescate, para lo cual reunió a los principales bancos estadounidenses, varios de los cuales habían invertido en este fondo, convenciéndolos para que invirtieran unos US\$3.650 millones más para salvar a la firma del colapso inminente, luego la Fed realizó un recorte de emergencia en las tasas para octubre de 1998 logrando de esa manera la estabilidad de los mercados.

2. Una perspectiva cronológica de la crisis financiera.

A finales de los 90, las compañías de Internet *Amazon.com* y *AOL* cautivaron las bolsas de valores, y parecía acercarse una nueva era para la economía, sin embargo el precio de esas acciones se disparó cuando se cotizaron en la bolsa Nasdaq aunque en realidad pocas de esas compañías generaban ganancias, la bonanza llegó a su punto más alto en el momento que el proveedor de Internet AOL compró la compañía de medios tradicionales *Time Warner*, por casi US \$ 200.000 millones en enero del 2000. Sin embargo la burbuja estalló en marzo de ese mismo año, el índice Nasdaq, con fuerte representación en estas empresas de tecnología, había caído casi en un 78% en octubre del 2002. Como consecuencia de esto surgieron muchas implicaciones, la inversión empresarial cayó y la economía estadounidense se desaceleró al año siguiente, empeoró aun más la situación debido a los atentados del 11 de septiembre de 2007, que llevaron al cierre temporal de los mercados financieros, por lo que la Fed se vio obligada a tomar la decisión de reducir las tasas de interés del 6.5% al 1%, con el objetivo de facilitar créditos para poder estimular a todos los sectores económicos estadounidense.

En ese momento, las instituciones financieras de Estados Unidos tomaron préstamos millonarios de la Fed, aprovechándose de la baja en las tasa de interés, y que fue repartido sobre el sistema crediticio, principalmente en el mercado de hipotecas, aparentemente todo se encontraba muy bien, y para los bancos era un buen negocio, ya que este consistía en endeudarse al 1% y prestarlo al 5%, pero no solo los bancos intentaron aprovecharse de los bajos intereses, sino que también muchos compradores de clase media solicitaron créditos a los bancos para adquirir casas y tomar ventaja del dinero barato. Lamentablemente, esto no duró mucho, luego vinieron los tiempos de gran prosperidad económica, durante los años 2003 al 2006, y fue en este momento donde la Fed normalizó nuevamente las tasas de interés, ubicándolas por encima del 5% - como medida para frenar la inflación-, lo que ocasionó que la obtención de créditos ya no fuera tan fácil, con esto la demanda de viviendas cayó y junto a ellas sus precios.

Esto significó de alguna manera que aquellos que se habían endeudado excesivamente, debían pagar el 400% más en intereses que antes; lo que condujo a que muchos deudores no pudieran pagar sus créditos, provocando que la morosidad aumentara a niveles históricos, a tal grado que les fueran embargadas sus propiedades, los bancos ya no tenían modo de sacar dinero barato de la Fed, y las pérdidas alcanzaron a las instituciones financieras, como también al mercado

inmobiliario que estaba abarrotado de propiedades embargadas, que eran rematadas a un valor por debajo de su precio original. En el 2005 los precios de las viviendas y las tasas de ventas comenzaron a descender, las ejecuciones hipotecarias o embargos comenzaron a crecer por el impago de las deudas y varias entidades financieras empezaron a tener problemas de liquidez para poder retribuirles ganancias a sus inversionistas.

Para el año del 2006, los embargos aumentaron en US \$1.2 millones llevando a la quiebra económica a muchas entidades hipotecarias, transfiriéndose la crisis inmobiliaria a la bolsa de valores provocando que para el año 2007, se encontraran con un fuerte aumento en el incumplimiento y desvalorización de los activos asociados a hipotecas de alto riesgo (*subprime*)^(vii), las cuales tenían un fuerte cuestionamiento sobre sus potenciales riesgos sistémicos, sus mecanismos de control y regulación, debido a que hasta ese momento ya existía cerca de 4.2 billones de euros en bonos ligados a estas hipotecas, de los cuales US \$424,000 millones que pertenecían ente ellos a muchos inversionistas estadounidenses.

Los derivados de crédito y los productos estructurados - son activos financieros de renta fija ligados a instrumentos derivados - vinculados a créditos inmobiliarios habían multiplicado aún más los daños, además no se sabía si los riesgos se habían diluido en un gran número de pequeños especuladores o si se concentraban en algunas carteras, lo que contribuyó a contraer el volumen de crédito y a mantener en alzas las tasas de interés para préstamos y en algunas ocasiones, fue un factor clave para desencadenar el pánico entre los inversores y provocar el estancamiento de la liquidez en los mercados interbancarios, mientras que la Fed anunciaba que las pérdidas generadas por las hipotecas de alto riesgo se calculaban entre los US\$ 50 y los US\$100 millones, al mismo tiempo las bolsas de valores de todo el mundo comenzaron a caer al recibir la noticia, que uno de los principales bancos europeos, *BNP Paribas*^(viii) había suspendido sus fondos por falta de liquidez, con este anuncio la banca de los Estados Unidos y también la de Europa empezaron a realizar inyecciones masivas de liquidez a su economía.

La Fed, el Banco Central Europeo, el Banco Central de Canadá y el Banco Central de Japón iniciaron, a finales del 2007, una acción sin precedentes inyectándole una serie de varios cientos de millones de euros en diferentes divisas y a partir de esa fecha y en adelante comienza un estado de incertidumbre en la bolsa de valores de Estados Unidos, provocando la bancarrota de muchas entidades y obligando a la Fed a rebajar en 0.5% el tipo de interés interbancario, mientras tanto el dólar comenzó a tambalearse y para poder respaldarlo la Banca Central tomo medidas severas, bajando nuevamente el tipo de interés hasta un 0.25% manteniéndose la crisis de liquidez hasta el final de ese mismo año. En el 2008, con una cartera financiera en crisis y lejos de aliviarse, los efectos comenzaron a contagiar al resto de la economía del país, y a pesar de las medidas correctivas tomadas, no se logró evitar la caída de la Bolsa de New York, el FMI, cifraba un valor de US\$ 945,000 millones en pérdidas acumuladas hasta esa fecha, en ese momento la Fed decide nacionalizar a las dos principales entidades hipotecarias norteamericanas *Fannie Mae*, y *Freddy Mac*^(ix) a un costo de US \$ 200,000 millones, luego de esto la situación se

volvió aún más caótica cuando en septiembre del mismo año, *Lehman Brothers*, el cuarto banco considerado como el más importante en inversiones norteamericano que gestionaba cerca de US \$46,000 millones en hipotecas, fue declarado en quiebra, al mismo tiempo Bank of América fue obligado a comprar *Merril Lynch* por US\$31,000 millones.

Luego de esto la Fed realizó un préstamo por US\$ 185, 000 millones para evitar la quiebra de la aseguradora más grande del mundo, AIG^(x), sin embargo al final del 2008, fue aprobado el plan de rescate de *Wall Street*, el cual incluía casi medio billón de dólares para ayudar a estabilizar los mercados financieros y poder aliviar a las bolsas de valores de la mayor crisis de incertidumbre de los últimos años. Muchos han culpado a Alan Greenspan^(xi), por mantener demasiado relajada la política monetaria y por mantener por mucho tiempo los tipos de interés en un 1% en medio de políticas fiscales expansivas^(xii); aun así, fue uno de los principales responsable de haber prestado dinero de forma sistemática a aquellos que no podían pagar, contribuyendo a un auge inmobiliario, una excesiva toma de riesgo y en consecuencia a una crisis financiera insostenible, pero no solo a él se le podría atribuir toda la culpa y la responsabilidad, sino también a las agencias calificadoras de riesgos que calificaron con ratings triple ñAñ a productos que posteriormente demostraron que no eran merecedores de ello, así como también a entidades en todo el mundo, que compraron instrumentos tan complejos sin antes analizado lo que compraban.

La Fed, en ese momento, había tomado medidas precisamente para prevenir una recesión aún más profunda, sin embargo debía de hacerlo con mucho cuidado, ya que corría el riesgo de provocar lo que ellos llamaban un bajo nivel económico - recesión económica de un país- , pero si esperaba mucho tiempo podría desatar un alza inflacionaria y en el peor escenario, perturbar los mercados que interrumpirían la recuperación económica. Para muchos, una década de desregulaciones^(xiii) permitió y alentó los excesos de *Wall Street*, lo cual desembocó en una crisis financiera, este fenómeno probablemente pudo haber servido como base para cualquier reforma financiera como también para la implementación de medidas de este tipo basadas en fundamentos igualmente defectuosos que solamente podría asegurar que las próximas crisis financieras sean más frecuentes y sobre todo más severas. Sin embargo es la calidad y el fundamento de la regulación lo que tiene que estar en el centro de cualquier debate respecto al papel de las regulaciones en la crisis financiera, si bien es cierto muchos reguladores confiaron demasiado en su habilidad de salvar del colapso a los mercados financiero mismos que eran atribuibles a la regulación, y no a la desregulación. Estos reguladores justificaron sus errores sobre la base de una desregulación y que se volvía evidente que los supuestos culpables, no habían causado la crisis por lo que para entender la crisis y evitar la siguiente deberían analizarse el fracaso de la regulación, y no el de una mítica desregulación.

3. El rescate de las instituciones financieras.

Si hoy se visitara el website de Lehman Brothers, poco después de que la banca de inversión entrara en bancarrota, aun se podría encontrar la siguiente frase: "la gestión efectiva del riesgo es una de las fortalezas claves que nos ha hecho tan exitosos". Por supuesto, hoy eso mismo suena como un epitafio amargamente irónico, pero en algún momento cuando tales expresiones eran aceptadas como verdades, no solo por Lehman sino que por todo Wall Street, lo mismo ocurrió con Bear Stearns ^(xiv) que era una firma conocida por su amplio dominio de la complicada disciplina de la gestión del riesgo. Esas firmas desaparecieron como entidades independientes y Wall Street tuvo que regresar a sus raíces, debiendo pagar los ciudadanos con sus impuestos, y responder por las extravagantes sumas con las que se pretendían resolver el problema de irresponsabilidad en la gestión del riesgo, acompañado de un insensato otorgamiento de préstamos. Sin embargo la mayor paradoja de todo esto indicaba que la estrategia de Wall Street para evitar el excesivo riesgo, fue dispersándolo, y eso terminó por empeorar el problema que precisamente era lo que se habían querido evitar.

Para impedir que el derrumbe de los mercados inmobiliarios y crediticios se hundiera a la par de la economía, los gobiernos de los presidentes George W. Bush, Barack Obama y Lawrence Summers ^(xvi), junto con la Fed, gastaron, prestaron e invirtieron más de US \$2 billones (un millón de millones) en una iniciativa después de otra. Washington le inyectó US \$245.000 millones en casi 700 bancos y compañías de seguros, además garantizó la deuda bancaria por cerca de US \$350.000 millones y concedió más de US \$300.000 millones en préstamos de corto plazo a empresas de primera categoría, mercado de bienes raíces comerciales, a la pequeña empresa y de tarjetas de crédito, finalmente dedicó otros US \$955.000 millones para reactivar la economía, si bien es cierto, los rescates "fueron diseñados para ser, y han sido, temporales", y que no han tenido intención de alterar el papel primordial del sector privado de la economía.

Pero el capitalismo siempre mantuvo al gobierno a un nivel mínimo de participación y promovió las desregulaciones lo que contribuyó a la codicia y la creación de un sistema financiero totalmente insostenible que descansaba en la falsa premisa de un permanente incremento del precio de los activos; misma que en su momento se derrumbó y se llevó de encuentro a toda la economía global. Las firmas privadas demostraron una total falta de disciplina en tiempos de prosperidad, y cuando las consecuencias de sus actividades se hicieron evidentes, los gobiernos intervinieron para rescatarlas con dinero de sus contribuyentes sin ninguna vacilación, aun sabiendo que ellos eran los culpables. Algunos, sin embargo, creen que sin esa intervención lo más probable es que todo el sistema financiero de Estados Unidos hubiese sido empujado a la insolvencia, creando un daño mayor a la economía, más que la prolongada recesión y presiones inflacionarias que el rescate pudiera haber creado.

Las evidencias incluyen a firmas que irresponsablemente intentaban levantar su propio capital para lograr su supervivencia, cubriendo sus pérdidas y aún, más indignante, pagar sus dividendos en efectivo erosionando su propio capital hasta el punto de ser rescatadas; y en algunos casos todavía permitiéndoseles siempre declararse en quiebra. Estos mismo rescates crearon una permanente amenaza ética, por lo cual se requiere que esas empresas gigantes sean reguladas de manera muy especial y que a su vez sean gobernadas por una agencia reguladora especial que las controle de conformidad a los riesgos económicos creados por el conjunto de sus actividades, de tal forma, que todas las instituciones bajo el ámbito de esa regulación se les exija que tengan al menos un regulador en su *board* - comité directivo -, es decir, quienes le impongan costos a la sociedad, o externalidades negativas, deberán de ser forzados a pagar por ellas y eso no quiere decir de que se trate de un problema de equidad, sino de un problema de eficiencia económica.

Generalmente la recapitalización ^(xvi) debió de haber sido de tipo condicional, que incluyera el reemplazo de la gerencia, con límites a las compensaciones a los bonos de los ejecutivos, así como también derechos de votos adicionales para el gobierno, y aquellas instituciones que habían sido consideradas como insolventes fueran liquidadas o nacionalizadas. A esas firmas también se les debió haber exigido pagar por el riesgo sistémico ^(xvii) que estas estaban aportando a la economía, a través de un tipo de impuesto especial, el cual hubiese servido como fondo para este tipo de riesgo y finalmente haberlas obligado a que compraran pólizas de seguros ofrecidas por el regulador designado para monitorear sus riesgos y de los correspondientes análisis que estos hicieron de sus *exposure* ^(xviii), podrían haber determinado los premios para cada entidad regulada, y como también sus posibles contribuciones al riesgo de la economía.

4. La prioridad del riesgo moral.

La desaparición de Bear Stearns mediante su adquisición por J.P. Morgan había confirmado la percepción de que existían entidades financieras que se consideraban demasiado grandes para caer. Los acreedores habían recuperado su dinero y los únicos castigados habían sido los accionistas, los cuales recuperaron menos del 10% del valor que un año antes tenían las acciones; de esa manera, se reducía el riesgo sistémico y evitaba el riesgo moral de sus accionistas; pero la situación cambio con la liquidación de Lehman Brothers y otras firmas que aun irresponsablemente intentaron levantar su capital para lograr su supervivencia, o hasta para cubrir sus pérdidas financieras, y otras aún más indignante, pagar sus dividendos en efectivo erosionando su capital propio hasta que fuesen rescatadas; y en algunos casos, permitiéndoseles irse a la quiebra. Esos rescates de alguna forma crearon un nuevo significado para el *δRiesgo Moral* ^(xix) en el que tuvieron que ver las instituciones e inversionistas que se comprometieron con esas conductas tan riesgosas con la única intención de anticipar la ayuda económica del gobierno para su rescate. Pero de dónde sacaron esos fondos para poder realizar esa intervención, pues el gobierno había puesto billones de dólares de los contribuyentes para poder recapitalizar a las instituciones financieras más grandes del país y a otras industrias, las cuales se encontraban haciendo fila para recibir también el apoyo gubernamental. El primer y más evidente efecto de

estos rescates fue un aumento dramático en la magnitud y el costo de los préstamos que el gobierno había otorgado, mismo que contaba cerca de un trillón de dólares para desembolsar, y quizás hasta más, justamente en el momento que la recesión se encontraba golpeando los ingresos fiscales. Entonces surge la pregunta, ¿De dónde vendría todo ese dinero?, nadie esperaba que el gobierno elevara los impuestos, lo cual significaba que se debería conseguir el dinero necesario para esos rescates vendiendo más bonos del Tesoro, sin embargo, mientras durara la recesión, y se redujera la demanda de préstamos por parte del sector privado, no podría ser del todo posible que el mercado absorbiera algo de esas nuevas emisiones, pero entonces quién los compraría, y en qué términos, la Fed, sabía que su impacto en la economía sería menor comparado con lo que podría suceder si esos rescates lograran reducir la aversión al riesgo.

Pero la realidad es otra, la sobreprotección por parte de los funcionarios del gobierno, sólo sirvió para estimular la toma de riesgos imprudentes. En respuesta argumentaban diciendo que el peligro de ese riesgo moral era menor que el riesgo que la economía tendría si el gobierno no hubiese hecho nada, como también decían que el gobierno debía de pagar un precio para que el sistema lograra sobrevivir, aunque esto significara rescatar a los culpables, cuyos errores de juicio crearon esta burbuja, y que fueron rescatados sin ninguna vacilación, casi impunemente y sin costo para ellos, pero con un elevado costo para los contribuyentes, sin embargo vale la pena evaluar cuán desastrosas fueron esas consecuencias, mismas que incrementaron los rescates, mientras que la aversión al riesgo no se redujo por los efectos de la crisis.

II. APRENDIENDO DE LOS ERRORES DE LA REGULACIÓN FINANCIERA.

1. Afrontando: ¿Demasiado grande para caer.

Las fallas de una gran institución bancaria también es un riesgo para las demás empresas, para el sistema financiero y como también para la economía, es por ello que los reguladores insisten en proteger no solo los ahorros del público, sino también a los acreedores y algunas veces hasta los accionistas de las pérdidas que eventualmente los bancos puedan enfrentar, y por ende sujetos a una posible intervención del gobierno, y que son los mismos considerados como demasiado grandes para caer. Ese tipo de protección podría resolver el problema, pero también podría incrementar el riesgo sistémico a largo plazo, debido a que los acreedores e inversionistas tienen menos justificaciones para supervisar esas entidades que disponen de más incentivo para tomar mayores riesgos y que, inevitablemente, estos se sobrepone a las regulaciones. Por ello, deberían de adoptar medidas que eviten que el tamaño de esas entidades lleguen a provocar un riesgo sistémico utilizando regulaciones antimonopolios, mismas que en el pasado se utilizaron para evitar altas concentraciones de mercado, como también cargarles un precio de mercado adicional debido al riesgo de su naturaleza y mayor regulación para sus subsidiarias, manteniendo una separación entre la banca de inversión y respectivamente la banca comercial.

Además de estas medidas de carácter preventivas, es necesario un remedio más radical, un sistema para liquidar esos grandes bancos de tal forma que se pueda controlar ese riesgo sistémico y al mismo tiempo que asegure que los inversionistas, los acreedores y los gerentes asuman la suficiente responsabilidad o cuota de castigo en cuanto al riesgo moral.

2. Regulando las entidades no bancarias.

Una importante mejora debería haber sido el extender la supervisión a las instituciones que llegaron a configurarse como, òel sistema bancario ocultoö, que incluían a los fondos de capital privado, las compañías de seguro, las entidades para propósitos especiales, o instrumentos fuera de balance, pero esas iniciativas debieron tomarse con sumo cuidado, primero, porque la regulación impone costos reales a la sociedad y segundo, porque son pocos los entes económicos los que podrían presentar realmente un riesgo sistémico. Particularmente, una regulación prudencial, crea ineficientes economías, deteriora la innovación, agrega costos, contribuye a preservar a las gerencias y modelos de negocios ineficientes o débiles, y les transfiere traumas a los contribuyentes cuando esas instituciones fallan. Por otro lado los bancos y algunos de sus instrumentos fuera de balance presentan muchos de sus pasivos que deben ser repagados a la vista, y que cualquier falla que exista seguramente tendría un efecto dominó o riesgo sistémico. Virtualmente todas las otras instituciones tienden a financiarse estableciendo términos de pago bien definidos, o presentando las correspondientes garantías, por lo tanto, si fracasan, los inversionistas y los acreedores pierden algún dinero pero no el acceso inmediato al efectivo. Por tal razón, no es apropiado establecer el mismo nivel de supervisión para ambos tipos de instituciones. Finalmente, si realmente la regulación hace que las instituciones se vuelvan más sólidas y seguras, es de recordar que fueron los mercados, y no los reguladores, los primeros en identificar y actuar respecto a los problemas observados a raíz de la crisis, y que las fallas de las instituciones reguladas claramente no eran menores a las presentadas por las firmas no reguladas.

3. Repensando el modelo de supervisión.

En los modelos fue precisamente donde estuvo del problema, Wall Street fundamentaba sus movimientos en los análisis matemáticos complejos que indicaban el riesgo en los instrumentos financieros. No obstante esos modelos adolecían de tres falacias fundamentales. Primero, dado que solo habían existido una limitada experiencia con ese tipo de titularizaciones, en donde los modelos se diseñaron con base a una data referida a hipotecas de alta calidad, las que obviamente se comportaban diferente; segundo, la correspondiente data que existía era muy limitada y además estaba mal concebida y finalmente el tercera donde los modelos tampoco percibieron que el sector inmobiliario que en ese entonces estaba en auge, capturaba completamente las correspondientes interconexiones propias de las finanzas modernas y asumieron que temporalmente podrían haber algunos impagos, pero que no lograrían afectar el mercado inmobiliario en su conjunto y que al respecto confiadamente decían que òjamás ha existido una recesión provocada por el mercado inmobiliarioö y esto fue uno de sus mayores errores.

Para muchos era difícil regular y supervisar la banca, y más cuando se trataba de riesgos sistémicos que ocurren en los buenos tiempos, cuando es más fuerte el apoyo político a la industria y cuando la supervisión se vuelve menos popular o atractiva para el sector, pero no debe limitarse a contratar más reguladores y pagarles mejor, sino que debe repensar el modelo de supervisión desde sus propios cimientos. La nueva formulación de este modelo de supervisión debería incluir una supervisión aún más estrecha, restringir los dividendos, el pago de los bonos, o exigir la conversión de deuda patrimonio hasta que se restauren los ratios apropiados, además de establecer una total transparencia, y considerar el hecho que las instituciones financieras revelen sus actividades a los inversionistas después de la ocurrencia de los hechos en sus informes, los cuales no son suficientemente detallados para ser comprendidos. Cuando se redujo la liquidez del mercado a finales del 2007 nadie sabía cuáles instituciones mantenían activos tóxicos en sus carteras, por lo que para ello, algunos proponen también explotar la sabiduría de las multitudes forzando a las empresas a informar datos más detallados *online* y en tiempo real, e identificando uniformemente y conforme a su importancia, de tal forma que puedan ser migrados en *spreadsheets* para su adecuada exploración y análisis que contribuiría a sobrellevar mucha de la supervisión que se requiere.

4. Procurando volver más seguro los mercados financieros.

Cualquier discusión sobre la crisis financiera y la gestión del riesgo implica teorizar sobre los instrumentos derivados, los cuales fueron una parte importante, pero para algunos no fueron necesariamente la causa, porque estos solamente constituyeron una herramienta que fue usada de manera funcional para reducir el riesgo, o disfuncionalmente, de manera que lo incrementaran sin una compensación correspondiente en un beneficio. La crisis explicaba por qué el riesgo que enfrentaban los bancos crecía tanto y tan rápidamente, y continuaban haciéndolo aún después de que ellos dejaron de otorgar nuevos préstamos, obviamente se necesitaban profundos cambios en el sistema regulatorio, tanto en las reglas, la estructura, y sobre todo en su ejecución.

A medida que se amplía el alcance regulatorio se ponen mayores exigencias sobre la responsabilidad de los reguladores para que apliquen su criterio sobre temas que técnicamente son muy complejos. Por tanto, si ellos están llamados a actuar efectivamente deben establecerse medidas para capacitarlos y formarlos adecuadamente. Sin embargo, existen algunas regulaciones, como por ejemplo, las orientadas a las operaciones con derivados, que se podrían promulgar enseguida, y que probablemente otorgarían más del 90% de protección contra el tipo de riesgo sistémico. A las instituciones financieras se les debería exigir ofrecer explícitos márgenes colaterales contra sus pasivos derivados OTC - *Over The Counter* ^(xx), debido a que esas instituciones pueden gestionar los colaterales a bajo costo. También se requirieron que todas las entidades financieras reportaran sus exposuras al valor de mercado, y no contablemente, de tal forma que sus colaterales cubran el verdadero valor de sus pasivos, ajustados al *exposure* que soportan los derivados. Por otra parte, no se debió recomendar imponer requerimientos de colaterales a las firmas no financieras, ya que eso haría más costoso para el uso de derivados para

reducir los riesgos que enfrentaban en sus negocios. Otra medida muy útil pudo haber sido, según Robert Merton ^(xxi) crear una *clearing house* ^(xxii) para los derivados transados OTC de contratos que pueden ser adecuadamente estandarizados. Cuando dos o mas empresas están haciendo transacciones bilaterales, el resultado es que el exposure de los contratos se contabiliza a nivel bruto, y no neto. Una clearing house que funcionara como la contraparte centralizada que pudo facilitar el neteo de esos exposures, reduciendo los efectos asociados a la quiebra de una firma. Para los derivados diseñados a la medida, o para las firmas no financieras que no desean gestionar colaterales, las regulaciones pudieron establecer límites a las posiciones para evitar esos contratos no compensados centralmente, producto de haber creado un riesgo sistémico, y para animar el uso de esa clearing house. Y un tercer paso, requeriría que los equipos de alta gerencia, los boards, y los reguladores de las entidades financieras demostraran una suficiente comprensión de la tecnología financiera innovadora y de la gestión del riesgo necesario para mejorar de manera efectivamente su rol como supervisor de esos productos financieros.

5. Mejorando la transparencia de los productos financieros.

Las propuestas para gestionar el riesgo sistémico conducen hacia una más vigilante supervisión del sistema financiero global y más estrecho control de las instituciones que se consideren importantes en términos de ese tipo de riesgo. En el centro de la crisis habían muchas clases de instrumentos financieros, pero que no eran comprendidos ni por quienes los habían diseñado como tampoco por quienes los habían comprado, estos productos envenenaron el sistema financiero, difundiéndose, mutando, y alcanzando un gran tamaño pero sin llamar la atención. Los reguladores se rehusaron a interferir en el desarrollo de ellos, temiendo que al hacerlo podrían reducir su dinámica en el mercado de capital, para muchos la innovación financiera es sinónimo de evitar la regulación, además de que estos eran considerados como innecesarios y demasiados complejos, muchos decían que la mejor forma de gestionar el riesgo sistémico del sector financiero era impidiendo la proliferación de esos instrumentos y exigir que todos los productos por encima de cierto nivel sean transados en una bolsa poder crear un caja central obligatoria de compensación, clearing house, para esos instrumentos. Este enfoque pudo haber hecho que esos productos pudieran haber sido más simples, más estandarizados, pero sobre todo mucho más transparentes, habiendo reducido el latente riesgo de crédito, de la contraparte y el de liquidez que es lo que siempre aparece por delante de cualquier crisis financiera.

6. Errores que cometen los ejecutivos al gestionar el riesgo.

La crisis fue empeorada por los denominados ñmodelos de gestión de riesgo bancariosö, los cuales indujeron a ese tipo de instituciones a incrementar su exposure, en lugar de mitigar el riesgo, por lo que condujeron al sistema económico global a una fragilidad que nunca antes se había visto. La gestión de riesgo debería consistir en reducir el impacto de aquellos eventos que no se puedan comprender, en lugar de un inútil intento por desarrollar técnicas altamente sofisticados, que perpetúen la ilusión de que son capaces de comprender y predecir el ambiente

socio-económico próximo o más lejano. Consecuentemente, para cambiar la manera en que se ha conceptualizado el riesgo, se deben evitar cometer los siguientes errores que suelen cometer los altos ejecutivos al gestionar el riesgo, aquí se detallan algunos:

a. Pensar que podemos gestionar el riesgo prediciendo los eventos extremos.

Crear que ñse puede gestionar el riesgo prediciendo los eventos extremosö seria quizás el peor error que se pueda cometer, por dos razones, primero porque los seres humanos normalmente no son muy competentes tratando de predecir ese tipo de eventos, y segundo porque el enfocar la atención en unos pocos escenarios extremos podrían estar negando otras alternativas y en ese proceso se volverían muy vulnerables, por ello que es mejor enfocarse en las consecuencias, es decir, evaluar el posible impacto de esos eventos, por lo tanto se debe predecir no solamente el evento en sí, sino que también su verdadera magnitud.

b. No escuchar un consejo que diga qué es lo que no deben hacer.

Los consejos en relación a lo que no deben hacer normalmente resulta más valioso y consistentes que los de otro tipo, en el mismo sentido, si los bancos hubiesen prestado mayor atención a las sugerencias dirigidas a evitar sus grandes y riesgosas posiciones, exposure, aunque con baja probabilidad de que ocurriese algo catastrófico, quizás no se hubiese experimentado lo que todos conocen, aunque hubiesen tenido que conformarse con menores beneficios que los deseables. Lo que deberían de hacer las corporaciones es integrar las actividades correspondientes a la gestión del riesgo dentro de los mismos centros de beneficios y tratarlos como actividades generadoras de ganancias, particularmente si las firmas son muy sensibles a los eventos extremos.

c. Que los ejecutivos no puedan diferenciar lo que matemáticamente equivalente no necesariamente debe ser psicológicamente equivalente.

Existen muchas investigaciones que demuestran que la forma en que se representa el riesgo influye en la manera en que se percibe o se entiende, por ejemplo si se le ofrece a una persona un escenario más positivo, normalmente incrementaría su propensión por el riesgo, en consecuencia se debe de estar atentos a las distintas maneras en que se pueda representar un riesgo determinado, y asegurarse de que no se está siendo engañados por la forma en que se ha hecho, o por las famosas estadísticas. Por ello, es fundamental que se tenga una visión estratégica de todos los riesgos con los que se podría enfrentar, esto significa que se deben determinar cuáles son los riesgos principales, medir su probabilidad y sus efectos en los factores que impulsan cada negocio, y a partir de ahí desarrollar ideas sobre qué medidas deben tomarse. Sin embargo, la credibilidad de un gerente de riesgos no solamente surge de su habilidad para comprender los negocios que son objeto de sus análisis, sino también de su consistente disposición para distanciarse, o hasta objetar firmemente las opiniones y criterios de los tomadores de decisiones a quienes le sirve, aunque esto no significa que tenga que decir ñnoö todo el tiempo, sino todo lo contrario. Por ello, un gerente de riesgos creíble también tiene que ser excelente tomador de

riesgos; ya que si siempre pasa diciendo que no, lo mejor es que ya no ejerza esa actividad y finalmente deben de ser capaces de extraer lo positivo de diferentes talentos, agregando que siempre se necesitan de todos ellos, con sus distintos puntos de vista, ya que no existe una sola persona que por sí sola, ofrezca el panorama completo.

d. No cambiar las métricas que miden el desempeño.

Existe un amplio consenso sobre la idea que si la paga que se les otorga a los CEOs equivaliese, por ejemplo, a cinco años de rendimientos de las acciones, eso contribuirá a reducir algunas de las imprudentes decisiones que originaron la recién crisis financiera. Sin embargo aunque se pudiese diseñar un sistema adecuado de compensaciones, eso no garantizaría solucionar el problema. Por mucho tiempo los CEOs, han estado atados a la motivación obtenida mediante el indicador tradicional para medir su desempeño considerado como arbitrario y caprichoso como lo es el precio de las acciones. En efecto, si se supone que los CEOs ya cuentan con las suficientes remuneraciones, entonces ¿porqué les preocupa el valor de las acciones y la compensación que eso les produce y no les interesa las formas de motivación?, es porque simplemente ellos siempre se han enfocado en ese valor, por lo tanto si deseamos cambiar su énfasis, lo que hay que cambiar en realidad es la forma de como son medidos, el punto es que simplemente mientras el CEO trabaja para aumentar el valor del precio de la acción, los analistas de valores lo mantendrán vigilado o elogiándolo cuando el indicador suba o criticándolo cuando baje, ocasionando que los CEOs terminen haciendo hasta lo imposible para asegurar que este indicador no baje. Por tanto, no se trata de cambiar el comportamiento de los CEOs, lo que se debería de hacer es cambiar los indicadores con los que son evaluados, con el diseño de una métrica más innovadora para orientar verdaderamente la atención de cada uno de los gerentes hacia los auténticos impulsores del éxito sostenible.

III. CASO ó RESCATE DE AIG.

La crisis de incertidumbre fue designada por muchos, como "la crisis económica más grande desde la gran depresión", que había comenzado a finales del 2008, a pelear con una crisis cada vez mayor con posibilidad de que muchas instituciones financieras estuvieran al borde del fracaso, haciendo inquietante el fenómeno del rescate. Una de los entes rescatadas por el gobierno fue la aseguradora norteamericana *American International Group*, de la cual dependían empresas y mercados financieros, su situación era sumamente delicada en cuanto a respaldo económico se refería. La regla del *demasiado grande para caer* se le había aplicado al caso de AIG, como sucedió con las hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac, evidenciando que no importa el tamaño de las empresas ante la magnitud y la gravedad de la crisis económica.

1. Una perspectiva general.

Para el año de 1919 en Shangai, un joven americano, abre una pequeña agencia de seguros, llamada "American Asiatic Underwriters AAU", esta brindaba coberturas de Incendio y Marítimos, no mucho después vislumbra nuevas oportunidades de negocios y comenzaba a operar en el mercado de seguros de Vida para la población china, diez años más tarde, las compañías AAU y "Asia Life Insurance Company" contaban con agencias y oficinas en todo el territorio chino. En 1926, abrió la primera oficina en los Estados Unidos "American International Underwriters (AIU)"^(xxii), con sede en Nueva York, su objetivo era brindar coberturas de seguros a los negocios americanos fuera del país, la cual fue la primera gran diversificación de los negocios de esta empresa. Para el año de 1952, American International da un paso importante en el mercado local americano, adquiriendo la mayoría accionaria de *Globe & Rutgers Fire Insurance Company*^(xxiv) y sus subsidiarias, para los años '60 resultaba clara la necesidad de un cambio de administración y bajo la dirección de su presidente, Maurice R. Greenberg, modifico radicalmente su estrategia y comenzó a comercializar sus productos a través de agentes, ganó credibilidad en el mercado entre los *brokers*^(xxv) y los clientes, facilitando el terreno para su crecimiento dentro del mercado de los Estados Unidos.

La estrategia de Greenberg dio resultados sorprendentes, se habían incrementado los ingresos y las utilidades produciéndose adquisiciones y fusiones con otras compañías locales. Así, en 1967 se forma "American International Group, Inc.", bajo la presidencia de M.R. Greenberg. AIU y el resto de las compañías afiliadas se convirtieron en subsidiarias de AIG en 1970, quedando establecido su estructura y para 1984 las acciones de esta ingresan a la *Bolsa de Nueva York*, donde esta obtiene la más alta capitalización entre todas las compañías de seguros y organizaciones de servicios financieros. Bajo el liderazgo de M.R. Greenberg, las décadas de 1970 y 1980 marcaron un período de excepcional crecimiento para AIG, transformándose en una de las organizaciones de seguros líderes a nivel mundial, su capital sumado a su fuerte relación con los canales de venta, le permitió suscribir riesgos importantes y convertirse en la más grande operadora en aquellos nuevos mercados que requerían alta capacidad y conocimiento especializado para la suscripción de riesgos.

Productos, servicios y su participación en el mercado.

Para AIG, el énfasis estaba puesto en el desarrollo de productos y servicios "a la medida" para segmentos y mercados específicos, así como en suscripción, ingeniería, "risk management" y otros servicios, sus entidades suscribían una amplia gama de productos de seguros comerciales y personales a través de diversos canales de distribución en aproximadamente 130 países y jurisdicciones de todo el mundo. Sus pólizas de seguros presentaban un considerable riesgo menor, debido a la manera en que la compañía estaba estructurada y regulada, además eran emitidas por filiales independientes de AIG, supuestamente altamente reguladas en los Estados

Unidos, los activos no podían ser trasladados fuera de las filiales sin la respectiva aprobación del ente regulador, que también era estrictamente regulado en el extranjero.

Ciclo del ranking de AIG

Año	Ranking	Ventas	Ganancias	Activos
• 2007	• 18	• 113.90	• 14.0	• 979.41
• 2008	• 60	• 110.06	• 6.20	• 1,060.50
• 2009	• 968	• 11.10	• -99.29	• 860.42

(En US\$ Miles de Millones)

Fuente: Tomado de revista Forbes año 2007,2008 y 2009.

También figuraba en la lista de las 2000 empresas más grandes del mundo según la revista *Forbes*, tal como se muestra en el cuadro "Ciclo del ranking de AIG". En Estados Unidos fue la número uno en suscribir seguros comerciales, industriales, de vida y era la mayor emisora de rentas vitalicias en todo el país. En el mundo tenía la más extensa red de seguros contra accidentes personales, daños a la propiedad y siniestros. Con respecto a su administración de activos era la segunda mayor inversora de bonos corporativos en Estados Unidos, ubicándola en el top cinco de las mayores administradoras de activos institucionales en el mundo, con el mayor número de *bróker-dealer*^(xxvi), y la mayor gestora de activos de capital privado que administraba el mayor fondo de clientes a nivel mundial.

Filiales o subsidiarias.

AIG Financial Products Corp, fue considerada como la empresa clave en la crisis financiera mundial de 2008-2009, debido a que no era una compañía de seguros, por lo mismo no estaba siendo regulada por normas de seguros, sin embargo su actividad principal era operar derivados financieros en los mercados OTC, centrandó su negocio en productos estructurados como CDS^(xxvii), que incluían clientes como empresas, gestores de inversión, fondos de pensiones, bancos de inversión, fondos de cobertura, fundaciones y donaciones, así como individuos con grandes patrimonios, para el 2009 reportó un ingreso operativo de US \$1.4 mil millones comparado con una pérdida operativa de US\$ 8.3 mil millones en el 2008 y que se entregaron CDS por US \$441 mil millones de estos, US \$234.4 mil millones habían sido respaldados por préstamos de alto riesgo. También había otra importante, *American General Financial*, esta filial fue considerada como un proveedor de préstamos de consumo e hipotecarios, con aproximadamente dos millones de clientes y 1.200 sucursales en Estados Unidos y que al 30 de junio de 2008, alrededor del 83% ó US \$7.7 mil millones de los préstamos hipotecarios correspondían a prestatarios de alto riesgo, y que a finales del 2008, habían alrededor de US\$ 1.4 mil millones en ingresos, perdiendo casi US \$63 millones cuando los costos se contabilizaron y que al 30 de septiembre de 2008 la compañía tenía pérdidas de alrededor de US \$ 535 millones.

2. La caída de AIG.

En el 2004 AIG tuvo que ajustar sus cuentas a los resultados reales, rebajando su capital social neto en US \$2.7 mil millones equivalente al 3.3% de su patrimonio neto, obligándola a pagar una multa de US\$1.6 mil millones más cargos criminales por parte de sus ejecutivos, este anuncio, resulto un efecto desastroso, para lo cual hundi6 el precio de las acciones en m6s de un 11%, para el 2005, los reguladores de Nueva York interpusieron una demanda civil por maquillar ante inversores y reguladores sus cuentas, a pesar que la salud de estas era buena, sin embargo estas transacciones le permitieron a la firma estadounidense que ocultara problemas como la falta de reservas y p6rdidas registradas en sus actividades en los pa6ses de Taiw6n y Brasil, entre otros. Despu6s de la salida de Greenberg, AIG aument6 sus apuestas por el mercado inmobiliario al suscribir p6lizas de seguros sobre valores derivados financieros respaldados por hipotecas de alto riesgo -CDS- creados para conservarlos o venderlos a inversionistas.

El mercado de CDS creci6 mucho m6s que los mercados de valores hipotecarios y de los bonos del tesoro, lo cual representaba en sus inicios un buen negocio para AIG, sin embargo fueron los CDS el origen de los problemas para la aseguradora, la crisis lleg6 a un punto que cuando los fondos monetarios dejaron de aceptar papel al descuento, las compa6as que lo hab6an emitido se vieron en dificultades para amortizar la deuda y muchas de ellas empezaron a tener problemas de solvencia, lo relevante, por tanto, no era si los cr6ditos vencer6an a muy corto plazo, sino que si el deudor podr6a amortizar su deuda sin necesidad de volver a endeudarse.

Sin embargo, los mayores problemas se produjeron en los mercados financieros, que se tensionaron de manera muy considerable, lo que se manifest6 especialmente en el incremento de los spreads de los CDS, el mismo d6a que Lehman anunci6 su bancarrota, los CDS experimentaron la mayor subida de su historia. Dado que los CDS representaban de alguna manera compromisos de pago por parte de sus emisores -bancos, hedge funds y aseguradoras financieras-, un incremento de su valor provocar6a, un deterioro de las perspectivas de repago del bono que aseguraba que equival6an a un aumento de sus pasivos, lo que provoc6 una doble consecuencia: por un lado, si el balance estaba ajustado mark-to-market^(xxviii), el aumento de los pasivos podr6a disparar las p6rdidas; adem6s, en las cl6usulas contractuales de los CDS se les conced6a a los compradores de los mismos una serie de privilegios que van desde poder terminar anticipadamente el contrato hasta exigir que los emisores incrementaran el colateral que respaldaba cada uno de esos valores, en ambos casos los emisores ten6an que captar en un plazo muy breve de tiempo grandes cantidades de fondos. Lo primero se comprob6 comparando los resultados de las principales aseguradoras financieras en el tercer trimestre del 2008 y m6s a6n, con el valor de las acciones de AIG era que guardaban una fuerte correlaci6n negativa con el spread de los CDS, se muestra a continuaci6n:

Valor de las acciones de AIG vrs. Spreads de CDS.



Fuente: Tomado de yahoo finance

Para el caso de AIG fue bastante particular, el *rating* de los emisores desempeñaba un papel fundamental que por lo general los emisores de CDS que contaban con un *rating* triple A disfrutaban del privilegio de no tener que respaldar sus emisiones con ningún tipo de colateral (o, en todo caso, con muy poco colateral), y que no consideraron que las agencias calificadoras podrían degradar a los emisores (*ratings triggers*^(xxix)), siendo este el momento en el que pierden el privilegio y se ven obligados a aportar el colateral tanto por el posible incremento del spread de los CDS, como también por su menor *rating*.

Para entonces AIG ya había tenido que hacerle frente a algunas aportaciones de colateral derivadas del incremento del spread de sus CDS, sin embargo, el mismo día en que quiebra Lehman Brothers recibe el informe tanto Moody's como Standard and Poor's donde le era recortado su *rating* de triple A, de este modo, no sólo tuvo que hacerle frente al incremento del colateral requerido por su menor calificación crediticia, sino también se vio sometida con mayor intensidad a las variaciones de precios de los productos que esta aseguraba. Para tener una idea, se estima que sólo el mismo día que quebró Lehman, los emisores de CDS tuvieron que aportar US \$140.000 millones para hacerle frente a los márgenes de las calls, de los que una buena parte le correspondían a AIG, este es un ejemplo claro de cómo las estrategias financieras basadas en explotar la iliquidez de los agentes terminan al final colapsando y provocando una crisis en todo el sistema. Pero en la práctica, AIG actuaba como un banco, sólo por sus mecanismos para captar dinero que luego reinvertía, es decir, era ligeramente distintos a los típicos depósitos a la vista, uno de sus métodos de captación eran las emisiones de CDS que servían para garantizar todo tipo de obligaciones y que en el 2008 alcanzaron los US \$441.000 millones.

El segundo método para captar fondos, de bastante menor importancia (unos US \$20.000 millones) era la emisión de Gis^(xxx) similar a los certificados de depósito que emiten los bancos pero con la salvedad de que su valor siempre es positivo, ya que el emisor tiene que aportar el colateral de acuerdo con su depreciación. Por último, AIG también llevaba a cabo operaciones de préstamo de valores, cuya cuantía sí era más relevante ya que alcanzaba los US \$94.000 millones

a mediados de 2007, estas operaciones se articulaban de la siguiente manera: AIG prestaba sus inversiones a largo plazo a los bancos, a cambio estos aportaban un colateral cercano al 100% del importe del valor y le pagaban un determinado tipo de interés, obviamente, AIG nunca debió de haber utilizado para ninguna finalidad el colateral que le aportaban los bancos, ya que su cometido era asegurar la devolución de los valores prestados, y en todo caso, AIG debió haberse limitado al invertir - como hacen otros agente económicos inmersos en estas operaciones- el colateral en activos muy líquidos y de muy corto vencimiento, sin embargo, solamente un 15% de su inversión se encontraba en este tipo de activos al 30 de junio de 2008.

El problema con la emisión de los CDS era que se habían considerado no como un mecanismo para asegurar inversiones, sino como un instrumento para captar capital garantizando deudas que se consideraba que era imposible que resultaran impagadas, pese a que a la mayoría de estas habían sido emitidas en plena burbuja crediticia. Por este motivo, todos los fondos que se obtenían de su rama financiera eran reinvertidos en activos a largo plazo - que generalmente también eran fruto de la burbuja crediticia - en lugar de haber utilizado una parte muy relevante de ellos para provisionar los futuros desembolsos que debería efectuar la compañía como consecuencia del impago del subyacente asegurado.

Además en el caso de AIG se unía un evidente riesgo de iliquidez derivado de sus obligaciones para aportar el colateral en caso de que perdiera su rating de triple A y aumentara el spread de sus CDS, dado que sus inversiones eran escasamente líquidas, AIG podría verse forzada a liquidar parte de su cartera de activos para poder incrementar el colateral de los CDS. Dicho de otra manera, AIG también debería de haber aportado un fondo o mantener activos suficientemente líquidos para hacer frente a esos eventuales desembolsos que no necesariamente implicaban que el subyacente asegurado resultara impago. Por supuesto, esta última situación pudo parecer altamente improbable, ya que se necesitaba una triple coincidencia: a) que AIG perdiera su triple-A, b) que aumentaran los spreads de los CDS, y c) que el mercado crediticio estuviera tan seco que sólo descontara los activos a largo plazo de AIG a enormes descuentos, obviamente el que sucedieran todos estos eventos a la vez se consideraba algo casi imposible o como metafóricamente se conoce como *ōcisnes negrosō*^(xxxii) que casi es imposible de predecir, de la misma forma, los modelos que utilizaba AIG para emitir sus CDS, no tomaban en cuenta los riesgos que podrían derivarse si se tuviera que incrementar las obligaciones que derivaban de los CDS o que se viera forzada a aportar más colateral.

Por consiguiente, su apalancamiento en CDS fue excesivo debido a una distorsionada medición del riesgo que no consideraba el deterioro de los subyacentes asegurados y además de haber invertido a largo plazo los fondos que necesitaba a corto para incrementar el colateral de cada CDS. El problema de los Gis era similar, estos eran instrumentos de captación de pasivo; en la medida en que esa deuda se destinó a financiar inversiones que vencían a un plazo mayor, obviamente AIG estaba incurriendo en un primer descalce. Como vemos, US \$11.200 millones en Gis vencían a 30 de junio de 2008 antes de un año, mientras que la mayoría del activo se

encontraba invertido a largo plazo. Pero además, en la medida en que los tenedores de GICs podían reclamar nuevas aportaciones de capital ante las degradaciones de *rating* de la compañía, eran fuente de obligaciones adicionales a corto plazo para las cuales no se contaba con los pertinentes activos líquidos. Finalmente, la estrategia de invertir a largo plazo el colateral que habían obtenido por sus préstamos de valores también los empujaba a una problemática de iliquidez. Desde finales de 2005, AIG estuvo invirtiendo el 75% de todo el colateral que recibía a un plazo medio de 30 días en titularizaciones de activos, es decir, estaba invirtiendo un fondo a muy corto plazo y que deberían haber permanecido en caja -pues actuaban como garantía y no como préstamo- en activos a muy largo plazo que además empezaban a presentar valores inflados en la burbuja crediticia. La caída en el precio de su acción espantó a potenciales inversionistas que podrían haber suministrado capital a AIG, las agencias calificadoras de riesgo como Moody's y S&P rebajaron la calificación de crédito, debido a la remota posibilidad que pudiera atraer capital privado, llegando a valer US \$10,080 millones, mientras que un año atrás valía \$178,030 millones, tanto que el 22 de septiembre de 2008, AIG fue retirada del índice Dow Jones. Para poder fundamentar la anterior aseveración, a continuación se presenta un análisis de AIG, referente a como se encontraba está en su estructura financiera, y el valor sus acciones en el mercado de forma comparativa para los ejercicios 2004 antes de su caída hasta el 2008, que es exactamente donde se ve el mayor efecto de los CDS en la aseguradora.

Análisis de la estructura financiera.

Los activos estaban compuestos principalmente por los no corrientes, que a finales del 2008 representaban el 95.18% contra el 4.82 de los activos corrientes, además estos reflejan estabilidad en relación al margen de inversión del 2004 al 2008, y las inversiones de largo plazo eran los rubros más importantes (66.34% en promedio para 2004-2008) con un monto de US \$ 5,720 millones, para el ejercicio 2008, sin embargo estas habían obtenido una pérdida de aproximadamente de US \$ 25,000 millones, por bonos respaldados en hipotecas subprime. Estas inversiones de largo plazo se encontraban concentradas en bonos gubernamentales de largo plazo, bonos privados, depósitos a plazo (para el 2008 US \$ 572,497 millones), e inversiones en acciones, todo esto por efectos de la crisis global y decisiones tomadas con el objetivo de concentrar el riesgo, según se muestra en el anexo 1.

Los pasivos no corrientes mostraban una gran concentración en los depósitos según los contratos de los asegurados, (Contratos de inversiones garantizados con un valor al 2008 de US \$ 226,700 millones), instrumentos que eran utilizados en inversiones de largo plazo, cuyos vencimientos era de 1 a 5 años. Por otro lado las pólizas de seguros de vida, accidentes y de saldos mostraban saldo de US \$ 142, 334 millones, así mismo un 9% de pasivo corrientes estaba reflejado por un monto de US \$ 55,536 millones, con facilidad de financiamientos en papeles comerciales, según lo mostrado en el anexo 2. El patrimonio de AIG mostraba una tendencia constante para los años 2004-2007, aunque su capital de US\$ 95,801 millones para el 2008 reflejaba un decremento de 45% (US\$43,091 millones), esta disminución en su capital provenía de una reducción de las

utilidades retenidas (-114%) por pérdidas del ejercicio 2008, así mismo este reflejaba un incremento en su capital debido a las cuotas adicionales por US \$ 77,276 millones que provenían de la compra de acciones preferentes por parte de la Fed, según lo mostrado en el anexo 3.

Las ventas habían mostrado un aumento por lo menos al 2006, para el año 2007 y especialmente el 2008, reflejaron un decremento exorbitante de sus ingresos (-120%) debido a las pérdidas de capital generado en los mercados financieros. Las ventas (excluyendo las pérdidas de capital que forman parte de los ingresos), estaban conformadas por los siguientes productos: ingresos por primas de seguros, ingresos por inversiones, otros ingresos y las pérdidas de capital. A partir del 2007 y 2008, las ventas mostraron un decremento (US \$ 99,150 millones), originados por las operaciones realizadas en los mercados financieros. Los ingresos por primas de seguros presentaban un aumento promedio del 6.5% del 2004 al 2008, debido al incremento por el otorgamiento de seguros. En los años 2007 y 2008 hubo pérdidas de US\$ 99,150 millones, resultado de los problemas en los mercados financieros, a razón de la extremada concentración de riesgo por parte de la aseguradora, según se muestra a detalle en el anexo 4.

El origen de la pérdidas de capital en operaciones financieras reflejadas en el 2007 y 2008 fueron el resultado de las operaciones de ventas de derivados financieros como lo fueron los CDS a otras instituciones financieras, los cuales eran para brindar protección ante incumplimientos crediticios. Los títulos valores fueron calificados en un principio como AAA, la calificación más alta posible, llegando en el año 2008 a calificarse en BBB, según se muestra en el anexo 5. Los gastos operacionales estaban compuestos por gastos de administración (65%), gastos de ventas (27%) y otros gastos (7%), los cuales mostraban un comportamiento creciente del 2004 al 2008. El total de los gastos se habían mantenido constante en relación a las ventas para los periodos del 2004 al 2007, sin embargo, en el 2008 los gastos se mostraron un leve incremento (6%), no así con las ventas que disminuyeron (90%) y que terminaron provocando pérdidas operacionales de (US \$ 99,289), como se muestra en el anexo 6.

Las pérdidas netas del año 2008 ascendían a US \$99,289 millones, es decir una disminución de 894% en relación al total de los ingresos, lo cual se debió principalmente a las pérdidas en operaciones financieras en las filiales AIGFP por los instrumentos financieros CDS, según como se muestra en el anexo 7. Finalmente con la rentabilidad de AIG, y su capacidad de generar utilidades en sus resultados netos obtenidos se comprobó que en la etapa de mayor fragilidad tuvo su mayor caída de su rentabilidad (ROE) en casi un -188% para el 2008 y que su margen bruto fue de casi -819%, como resultado de su incursión en mercados con contratos altamente riesgosos y complejos que implicaban un alto grado de concentración de riesgos y que obviamente no contaban con la suficientes coberturas liquidas para cubrir sus deudas de corto plazo, según se muestra a detalle en el anexo 8.

Análisis bursátil de la acción de AIG.

Ante el nerviosismo por la falta de capacidad de AIG para reunir recursos necesarios para cubrir sus obligaciones y evitar la degradación de su calificación y como una de las mayores compañías de seguros del mundo, entró en caída libre y su acción perdió 89% , seguido por el 97% desde comienzos del 2008, se perfilaba como la siguiente víctima de la crisis del crédito, sin embargo para poder medir la magnitud de su caída era importante saber que AIG era una de los 30 valores que componen el índice Dow Jones y para mitigar la venta desahogada de las acciones el gobernador de Nueva York; David Paterson, le permitió autoprestarse US \$ 22.000 millones a través de una subsidiaria, el llamado día lunes negro en Wall Street, el índice Dow Jones, después de 7 años, cayó más de 500 puntos luego de la quiebra de Lehman y la compra de Merrill Lynch, el mismo día, en la noche, la calificación crediticia de AIG fue efectivamente degradada.

Con activos valorados en US \$1.1 billones y 74 millones de clientes repartidos en más 130 países, los inversionistas temían que el colapso de la aseguradora afectara severamente a los consumidores y restringiera aún más el ya ahogado crédito, como se muestra en el anexo 9. Luego del desplome, los mercados financieros continuaron recibiendo duros golpes por el descenso del precio de las acciones, los analistas indicaban que el comercio de acciones en general se mantendría volátil debido a la inestabilidad financiera, la aseguradora para el 2008 su beta ^(xxix) o riesgo de su acción, llegó hasta 4.02 es decir altamente riesgosa comparada con el sector de seguros y reaseguros al final de ese año, según el anexo 10.

Las posibles causas de su quiebra.

a. Por la desregulación.

La aseveración más común que se hicieron al momento de culpar a la desregulación es como los reguladores ignoraron las múltiples advertencias acerca de los riesgos involucrados en los instrumentos derivados, particularmente en las garantías por incumplimientos de obligaciones (CDOs), y eligiendo no imponer la regulación requerida. En 2003, Warren Buffet llamó a los derivados ñarmas de destrucción financiera masivaö, y advirtió que la concentración de riesgo de los derivados en unos cuantos actores constituía ñserios problemas sistémicosö. La sugerencia era que los instrumentos derivados fueran negociados a través de un intercambio regulado por una contraparte central. En esa época la mayoría de los derivados eran negociados como contratos individuales entre dos partes, cada uno siendo una contraparte del otro, con cada parte asumiendo el riesgo del que el otro pueda que no sea capaz de cumplir con sus obligaciones contractuales. Una contraparte central se colocaría entre los dos lados de un contrato de derivados, garantizando el desempeño del uno con el otro. Los que proponía este método era que una contraparte central habría prevenido la concentración de riesgo de derivados en unas pocas entidades, tales como AIG, y hubiera prevenido el riesgo sistémico que surgió de los lazos entre AIG y sus diversas contrapartes, por lo que resulto el defecto más básico de tener una contraparte centralizada, es que no reducía en nada el riesgo, simplemente lo concentra, sin embargo para algunos el

propósito era permitirles a los usuarios de los derivados separar el riesgo del contrato de un derivado en caso de mora por parte del emisor de dicho contrato en los casos que el emisor no esté en capacidad de cumplir con sus obligaciones, dicho arreglo pudo haber aumentado la demanda y el uso de los derivados. Los que proponían una mayor regulación para los derivados también ignoraban el hecho de que gran parte del uso de éstos, fue el resultado directo de la regulación, en lugar de la ausencia de ésta misma.

Para el caso de AIG mostró que el modelo de seguros mantenía un mínimo de regulación, pero sobre todo una deficiente regulación aplicados a los derivados y su filial AIGFP no operaba bajo ninguna norma eficiente de regulación con respecto a sus derivados y permutas de incumplimientos crediticios, los cuales constituyeron la principal causa de la catástrofe de liquidez y el casi colapso de AIG, a razón de haberse alejado a los reguladores de seguros de estos productos para los cuales no se contaba con un marco regulatoria que rigiera este tipo de operaciones financieras complejas. En la historia, cada suceso catastrófico del pasado ha contribuido a la evolución de la regulación de seguros.

Durante muchos años de historia de la regulación de seguros, cada crisis resultó en un fortalecimiento del marco regulatorio. Esta crisis también llevará a un fortalecimiento similar, en tanto se haga sin obstruir la viabilidad económica y no deje vacíos regulatorios a cargo de organismos de supervisión de otros campos distintos del seguro. El imperio corporativo de AIG tenía más de un billón de dólares en activos, pero la mayor parte de los activos líquidos, incluyendo fondos disponibles, estaban en manos de subsidiarias de seguros reguladas por autoridades de control que no permitieron su libre flujo hacia la empresa controlante, y mucho menos hacia subsidiarias con problemas como AIGFP. Antes de 2008, AIG operaba un exitoso negocio de seguros globales sobre el que se basaban las estelares calificaciones crediticias de la empresa. Mediante el uso de esta buena reputación y su amplio alcance global, AIG permitió a innovadores financieros crear nuevos productos financieros que funcionaban fuera del alcance de la mayoría de los organismos de regulación y supervisión. AIG creó una empresa -AIG Financial Products Corp. (AIGFP)- que le permitió operar fuera del sector asegurador y su estructura regulatoria en EE.UU. con sus 200 años de experiencia AIGFP tenía por fin administrar estos nuevos productos financieros bajo su sociedad controlante.

Esta sociedad era regulada por la Oficina de Control de Cajas de Ahorro y Préstamo, y no por los supervisores de seguros, estos últimos admitieron su falta de idoneidad y capacidad para regular una unidad tan compleja. AIGFP comenzó vendiendo CDS, un producto no regulado que constituyó la raíz de la crisis de liquidez que causó el desplome de la empresa. También se citaron otras causas del problema que exacerbaban la falta de liquidez: actividades de préstamo de títulos valores e inversiones en títulos con respaldo hipotecario (MBS según su sigla en inglés). Es probable que por sí solos, sin los CDS, estos dos factores no hubiesen provocado la caída de AIG, aun cuando AIG tuvo una política agresiva en ambas actividades, las exigencias de garantizar los CDS con fondos disponibles fueron claves en el derrumbe de la empresa cuando

colapsaron los mercados de viviendas y se redujo la calificación de AIG. Estas exigencias de efectivo como garantía arrojan luz sobre el defectuoso diseño de los contratos de CDS y la evidente falta de supervisión de este producto. Las demandas de garantías en efectivo agotaron la liquidez de AIG dañando su reputación y la confianza de todas las contrapartes.

b. Por el fracaso de un modelo matemático.

En esencia, AIG vendió seguros sobre miles de millones de dólares de valores de deuda respaldados por toda clase de instrumentos, desde préstamos a empresas a créditos hipotecarios de alto riesgo, o subprime, hasta préstamos automotrices y cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, tanto que les prometió a los compradores de estos seguros que si los valores de deuda entraban en cesación de pagos, AIG los compensaría. Los ejecutivos habían decidido cuáles seguros vender y a qué precio, estos dejaba a AIG expuesta a tres tipos de complicaciones. Si los valores de deuda entraban en cesación de pagos, AIG tenía que pagarle a los compradores de los seguros, es decir las "contrapartes" o socios que tenían derecho de reclamar sus compensaciones, si los instrumentos asegurados disminuían su valor, o si se rebajaba su calificación de riesgo, además estaba obligada a dar cuenta de los contratos en sus libros en base a los precios actuales de mercado, si esos valores caían, AIG debía asumir rebajas contablemente. Según opiniones, el problema para AIG es que no aplicó modelos efectivos para valorar los seguros y los riesgos asociados a las garantías hasta el segundo semestre de 2007, mucho después de que los seguros hubieran sido vendidos, indican documentos de AIG que la firma quedó expuesta a pedidos de garantías potencialmente grandes porque había accedido a asegurar mucha deuda sin protegerse adecuadamente con las suficientes coberturas.

c. Por los perversos incentivos financieros.

El contagio de este fracaso financiero hace que el resultado económico, sea devastador; y en lo que solamente puede ser descrito como una verdadera injusticia, donde los contribuyentes están siendo forzados a dedicar billones de dólares al rescate de las mismas instituciones causantes de esta crisis. El desastre con las hipotecas Sub-prime, fue también por el resultado de la ausencia de adecuados y sanos incentivos que permitieran originar créditos de buena calidad inherentes al modelo, desafortunadamente eso condujo al deterioro de los estándares asociados a la adecuada suscripción de los créditos otorgados, y que no logró distribuir el riesgos adecuadamente en aquellos más capaces de gestionarlos. Los incentivos perversos, que por tanto tiempo han premiado a la industria financiera y contaminando las acciones de los individuos e instituciones involucradas, también se responsables de la reciente oleada de rescates gubernamentales, los cuales crearon un nuevo significado para los incentivos perversos, tal es el caso de AIG, la cual fue una de las principales compañías que recibió fondos del gobierno, y que después de haber realizado su rescate, lo que le siguió fue lo que en su momento le llamaron la "indignación", ya que cerca 73 ejecutivos de la cuasi quebrada AIG habían recibido en promedio más de un millón de dólares en bonos, por lo que esta estuvo por mucho tiempo en el ojo de la crítica ya que financio esos bonos con parte del millonario rescate que le había otorgado la Fed, dichos bonos

fueron cerca de US\$ 160 millones en premios dados a los ejecutivos, al mismo tiempo 11 de esos ejecutivos tomaron su dinero e inmediatamente renunciaron a la aseguradora.

3. El rescate de AIG.

Es discutible que mientras la crisis avanzaba, nadie esperaba que Bear Stearns, se encontraba bajo sospecha de quiebra; pero sobre todo, existían dos empresas en el mercado que había certeza que iban directo a la quiebra, las cuales eran Freddie Mac y Fannie Mae, lo cual no impidió que fuesen rescatadas, mientras que a Bear Stearns se le denegó el acceso a este mecanismo de financiación por motivos poco claros y, sin embargo a Merrill Lynch sí contaba con él y se forzó a Bank of América para adquirirlo. Es más, ¿Por qué no se creó un mecanismo de financiación ad hoc ^(xxx) para Freddie Mac y Fannie Mae y así eliminar la necesidad de que fueran rescatadas con dinero de los contribuyentes? Tampoco parece posible justificarse de que Lehman era demasiado grande para ser rescatado, ya que los pasivos de Merrill al 30 de junio eran en un 50% superior a los de Lehman. No parecía haber una base lógica que justificara el rescate de Bear Stearns, de Merrill Lynch o de Freddie Mac y Fannie Mae y no el de Lehman Brothers. Es cierto que podría haberse sostenido que el primero adolecía de un problema de iliquidez y Lehman padecía uno de insolvencia (siendo éstos términos tremendamente difusos en el contexto de un negocio bancario donde todos sus activos tienen muy reducido su valor liquidativo), pero las dos agencias hipotecarias también eran consideradas insolventes.

Por consiguiente, la hipótesis más simple y probable - dejando de lado que se argumentaba que se había forzado la quiebra de Lehman para poder recapitalizar por la puerta de atrás a JP Morgan- era que la posición del Secretario del Tesoro era de detener el desplome de todo el sistema bancario y que rescatando a Bear Stearns ayudara a, por lo menos, contenerlo y sin embargo este estaba consciente de que por algún lado tenía que estallar todo; y aun así, por qué prefirió dejar estallara por Lehman Brothers y no por Merrill Lynch aún eso asunto está muy poco claro. Conforme se fue avanzando la contracción crediticia, a la aseguradora AIG, le fue resultando más complicado atender sus obligaciones sin liquidar sus activos a precios de mercado anormales, obviamente, cuando cayeron en impagos los arriesgados activos en los que había invertido los colaterales recibidos, no tuvo más opción que asumir las pérdidas y revender parte de sus propios activos para poder retribuirle rendimientos a sus propietarios, sin embargo, lo peor se produjo, cuando la debilitada situación financiera de AIG convenció a la mayoría de sus prestatarios de finalizar definitivamente sus contratos, por lo que la compañía se vio obligada irremediamente a liquidar su cartera de activos a largo plazo.

Debido a las anteriores circunstancias, cuya gravedad ya se preveía desde mediados del 2007 volviéndose aún más crítica en el momento en que se produjo la rebaja del rating el 15 de septiembre de 2008, AIG intentó conseguir un préstamo con JP Morgan y Goldman Sachs por un importe de US\$70.000- US\$75.000 millones, sin embargo, ambas entidades se negaron a concedérselo, fue entonces que la aseguradora anuncia, que sin duda constituiría su única

esperanza para sobrevivir: AIG se declararía en bancarrota el 17 de septiembre, siempre que no consiguiese los fondos necesarios para atender a sus necesidades financieras de corto plazo. Pero con el fin de salvar a la compañía de entrar en insolvencia, como también de mejorar su situación de liquidez y evitar todavía más bajadas de rating, las autoridades reguladoras le permitieron acceder a US \$20 mil millones provenientes de activos de sus propias filiales y usar estos fondos como colateral para poder tener acceso a préstamos, no obstante, la Fed, un día después de anunciar la quiebra de Lehman Brothers decide realizar el rescate de AIG y puso a su disposición varias operaciones de rescate para su supervivencia.

AIG necesitaba US\$14,500 millones para cubrir sus obligaciones y ganar tiempo con el que evitaría la liquidación, sin embargo sus compromisos era muchos mayores, debido a que necesitaba una inyección más grande de dinero para poder seguir operando y poder hacerle frente a sus pérdidas futuras, mientras que el sector privado se encontraba renuente a involucrarse sin que existiera respectivas garantías por parte del gobierno debido al riesgo que sería demasiado alto y costoso para ellos. En un inicio el secretario del Estado, Henry Pauslson, había dicho que tras el colapso de Lehman Brothers, le parecía una decisión inapropiada financiar los rescates con el dinero de los contribuyentes, sin embargo, también dijo que los fondos públicos serían utilizados en función del mismo país y dentro éste estaba incluido AIG.

Las agencias calificadoras mientras tanto, habían rebajado su valoración de AIG, lo que lo hacía más dificultoso realizar la operación de rescate, entonces fue ante esta situación que la Fed se alzó como la única que tenía la llave o la medicina para poder sanar a AIG y a la vez poder evitar un colapso financiero. El presidente de AIG Maurice Grenberg, consideraba que era de interés nacional realizar el rescate de la aseguradora por los riesgos sistemáticos que podrían resultar de su banca rota que ocasionaría consecuencias mucho peor que los de Lehman Brothers. A punto de la quiebra, finalmente la Fed cedió a las presiones el 16 de septiembre, otorgándole un préstamo de US \$ 85.000 millones a un tipo de interés anualizado de LIBOR + 8,5 puntos durante dos años a cambio de un *warrant* ^(xxxii) sobre el 79,9% de su capital - al precio de mercado en el momento en el que quiera ejercerse dándole el derecho de suspender el dividendo al resto de los accionistas, al igual que dándole control sobre las decisiones financieras, derecho al veto y además habiéndose comprometido a realizar una limpieza y desprenderse de sus activos para hacerse de capital lo más pronto que le fuera posible.

Sin embargo, parece que los US \$ 85.000 millones fueron insuficientes y apenas medio mes más tarde, el 9 de octubre, tuvo que solicitar un crédito adicional de US \$37.500 millones. En ese momento, la facilidad permanente de crédito se redujo a US \$60.000 millones; el tipo de interés se redujo al LIBOR + 3 puntos para los fondos dispuestos y al LIBOR + 0,75 puntos para los no dispuestos, luego AIG tuvo que emitir US\$ 40.000 millones en nuevas acciones que fueron adquiridas por el Tesoro, una parte para repagar el préstamo a la Fed, sin embargo, estos fondos tampoco fueron suficientes, ya que a lo largo del cuarto trimestre del año la Fed creó dos fondos

a imagen y semejanza del que había constituido con JP Morgan para adquirir los activos más arriesgados de Bear Stearns (Maiden Lane I), estos eran el Maiden Lane II y el Maiden Lane III.

Pese a los nombres, el primero en crearse, el 14 de octubre del 2008, fue el Maiden Lane III cuyo propósito era adquirir los CDS en manos de terceros que habían sido asegurados por AIG, dado que los spreads de esos CDS no paraban de aumentar, se consideró que era preferible adquirir directamente los subyacentes, sin embargo a este mismo fondo se le otorgo un préstamo de la Fed por US \$15.100 millones a los que AIG añadió US \$5.000 millones y posteriormente, en diciembre, la Fed concedió un préstamo más adicional de US \$ 9.200 millones para seguir adquiriendo más CDS. También el fondo Maiden Lane II se creó el 12 de diciembre para adquirir las titularizaciones hipotecarias en las que AIG había invertido los colaterales de su programa de préstamo de valores, sus fondos procedían de un préstamo de US \$19.500 millones de la Fed más US \$1.000 millones que procedían del pago aplazado a AIG por la venta de esos colaterales, con todo esto lo que intentaban de alguna manera era de proceder a la liquidación ordenada de sus activos y evitar mas descuentos mayores en sus precios.

Con apenas unos meses de funcionamiento, Maiden Lane III arrojó a 31 de diciembre pérdidas de US\$2.198 millones y Maiden Lane II de US\$1.333 millones. A pesar de que se estaba apoyando a subsanar esta situación, los mercados internacionales, sobre todo los bursátiles se vieron ante la inestable situación de las instituciones de seguros y financieras en todo el mundo. Si no hubiese sido por ese rescate sin precedentes, AIG, la cual con base en su calificación AAA fue capaz de vender más de US \$447,000 millones en protecciones sin contar con las suficientes coberturas, y que en otras circunstancias pudieron haber tenido que ser canceladas contablemente, con los siguientes graves perjuicios para las contrapartes, el monto del rescate de AIG ascienda a la cuantiosa y millonaria cifra de US \$182,500 millones.

No es de sorprender entonces que la gran mayoría de esos fondos hayan ido directamente a esas contrapartes, también se revelo que US\$ \$93,200 millones de esos fondos se canalizaron a las entidades financieras contrapartes, incluyendo a *Goldman Sachs*, *Société Générale*, y *Deutsche Bank*. Los informes también sugieren que aún después del rescate, y de los correspondientes acuerdos, AIG aún tiene deudas que soportar. Sin que lo anterior pudiese aclarar el pánico financiero, esta suma de circunstancias produjo una crisis de liquidez que se trasladó de inmediato a la economía real, donde las empresas se endeudaron a corto plazo e invirtieron a largo, colocando a los fondos monetarios en una situación de iliquidez debido a sus deudas y pese a que sus créditos vencían al corto plazo. Con el pánico que se produjo sobre los fondos, éstos dejaron de renovar las deudas al corto plazo de aquellas compañías -por falta actual o futura de liquidez- de modo que las empresas se vieron desprovistas del capital que necesitaban para seguir operando. Todo el dinero fue a protegerse rápidamente en las Letras del Tesoro Americano, dejando desprovista a la economía real y al resto de intermediarios financieros.

4. Consecuencias para AIG después de su rescate.

Durante la crisis, surgieron muchas interrogantes alrededor de AIG, entre ellas, ¿Qué hace una compañía de seguros tan prestigiosa y exitosa, vendiendo exóticos derivados a la vista de todo el mundo? Simplemente preparando el escenario para un rescate de muchos millones por el gobierno de Estados Unidos, convirtiéndose en el protagonista de la crisis. AIG se encontraba frente a la insolvencia y los contribuyentes se encontraron con la obligación de pagar la cuenta por los errores cometidos, sin embargo era necesario resaltar que esta no salió bien librada de estos problemas, tanto que los CDS, la dejaron expuesta a muchos riesgos comerciales como operativos, de los cuales se mencionan los siguientes:

Es así que AIG pronosticaba devolver toda la ayuda estatal dentro de 3 a 5 años si el ambiente de mercado se recupera y permanecía estable; sin embargo la economía mundial aún se encuentra inestable y podría sufrir nuevas pérdidas vinculadas al deterioro de su cartera de garantías contra impagos de crédito (CDS), ya que esta cartera alcanzaba los US \$171.7 mil millones como valor nominal y US \$31 millones como valor razonable de la responsabilidad derivada de los CDS al 30 de septiembre de 2009 en su filial AIGFP. También estaba obligada a ejecutar y completar un plan de reestructuración ordenadamente, caso contrario sus calificaciones crediticias podría verse rebajadas aún más, la ya desvalorizada acción de la aseguradora.

Como se ha dicho era indispensable el apoyo del gobierno ya que podrían existir importantes dudas sobre la capacidad de AIG para continuar como negocio en marcha, además de que tenía una significativa porción de las inversiones consideradas como ilíquidas y difíciles de vender, lo cual aumentaría en gran medida el riesgo de liquidez para la aseguradora. La ocurrencia de eventos catastróficos de la naturaleza podrían afectar negativamente la situación financiera de AIG sus activos se devalúan cada día que pasa, la compañía valía US \$174.47 mil millones en el año 2007 y para el año 2009 su valor se desplomó hasta US \$1.13 mil millones, por consiguiente su valor en Bolsa cayó drásticamente. Los repartos de bonos, US \$165 millones en el año 2009 y US \$100 millones por entregar en el año 2010 dejaron a AIG con muy mala reputación frente a los contribuyentes que eran los mismos clientes de la aseguradora así como también frente a los ojos del resto de los mercados, así como también la ya muy desgastada imagen de agentes independientes, brokers y bancos, a seguir ofreciendo productos y servicios de AIG como la pérdida de credibilidad que podrían haber provocado una fuga de los clientes y proveedores.

En julio de 2009 AIG crea Chartis, como una sociedad instrumental para distanciarse de los problemas de la casa matriz, sin embargo el cambio de nombre no garantizaba recuperar la confianza en su clientela. La Fed les pidió a los bancos de inversión Goldman Sachs y JP Morgan Chase el establecimiento de una línea de crédito para AIG de US \$70.000 millones; sin embargo, AIG deberá afrontar varias desinversiones para poder volver a reestructurar sus negocios. También existían otros riesgos importantes, entre los cuales podemos mencionar:

É Riesgo de crédito de la posible pérdida derivada de la incapacidad de un deudor o falta de voluntad para cumplir con sus obligaciones, este mismo asociado al riesgo de mercado por las posibles pérdidas derivadas de fluctuaciones adversas en las tasas de interés, divisas, inversiones y precios de los productos básicos.

É Riesgo operacional por la pérdida potencial resultante de procesos internos inadecuados o fallidos de las personas, y los sistemas, o de acontecimientos externos y riesgo de liquidez, por la incapacidad potencial para satisfacer todas las obligaciones de pago a su vencimiento.

É Riesgo de seguros generales por las posibles pérdidas resultantes de primas inadecuadas, e insuficientes de reservas ante exposiciones catastróficas y finalmente daños a la reputación de la empresa, posibles conflictos de interés, problemas legales y reglamentarios; así como cuestiones de ética y prácticas comerciales.

La explosión de esos instrumento lograron amplificar las amenazas sistémicas debido a la gran concentración del riesgo en unas pocas pero muy grandes contrapartes, y su transferencia a terceros, quienes no contaban con la suficiente capacidad, o capital, para poder encararlos adecuadamente. Sin embargo el mayor peligro de estos instrumentos, y que la crisis revelo con claridad era el riesgo de quiebra de las contrapartes, por lo tanto se decía que la quiebra de un importante vendedor puede desatar efectos catastróficos en el valor de las coberturas, requiriendo enormes rebajas contables. Una gran proporción de los fondos destinados al rescate, se dirigieron a evitar los efectos subsecuentes de la quiebra de una de las mayores contrapartes de CDS; es decir, AIG, la cual administraba esas actividades sin contar con las suficientes coberturas, convirtiéndose como el principal ejemplo de los daños que los CDS pueden provocar al sistema a través de la extrema concentración del riesgo.

5. Como entender el riesgos sistémicos y su relación con el seguro.

La crisis sacudió los cimientos de una industria diseñada para fomentar estabilidad y absorber riesgos. El seguro ha sido y seguirá siendo un impulsor de desarrollo económico y no un obstáculo para la economía. La caída de AIG no fue una falla de la actividad aseguradora y no debe utilizarse como ejemplo de la industria aseguradora mundial ni del modelo asegurador cuando el verdadero culpable fue su subsidiaria AIG Financial Products quien arrastró consigo a este conglomerado. Las normas regulatorias de seguros, tienen más de 200 años de existir en los Estados Unidos, mismas que tienen un probado historial en la salvaguarda contra riesgos sistémicos, siempre han fomentado la estabilidad y le han dado impulso al crecimiento económico y que lo ocurrido con la aseguradora no signifique que le pudiese pasar al resto de las aseguradoras. Sin embargo, AIG era más que una corriente, las empresas aseguradas y otras instituciones financieras y funcionarios del gobierno estaban muy preocupados de que el fracaso podría tener un efecto catastrófico en el sector financiero, debido a que esta era un coloso mundial, con operaciones en más de 130 países a la vez de estar interconectado con otras empresas financieras y que sus problemas tienden a causar un efecto dominó, tanto en los

Estados Unidos como en el extranjero y que de alguna forma elevaría los ya significativos niveles de fragilidad del mercado financiero. AIG fue empujada al borde de la quiebra al rebajarle su calificación de crédito por culpa de los contratos CDS, que eran considerados un tipo de seguro de deuda corporativa muy complejos, sin embargo la Fed acudió al rescate en ese momento para evitar el fracaso, que podría haber provocado miles de millones de dólares en pérdidas a otros bancos y firmas financieras, es por ello que para muchos le surgen dudas, en el hecho del porque el gobierno decide salvar algunas empresas y a otras no, del porque hubo dinero para AIG, pero no lo hubo para Lehman Brtohers? El gobierno tiene su argumento y este es una palabra que genera mucho temor en la comunidad económica y que incluso algunos analistas prefieren evitar y es el *ōRiesgo sistémicoö*, este concepto en pocas palabras se refiere a un riesgo del sistema como un efecto dominó, si se dejara caer una empresa, ocasionaría también el hundimiento la economía y ente tras ente económico hasta terminar de repercutir en el consumidor.

En el caso que la aseguradora más grande del mundo hubiese caído, esto hubiese ocasionado que se hubieran hecho efectivas todas sus pólizas, provocando un colapso completo del sector de seguros. ¿Pero por qué la reacción anterior?, la razón, es que AIG hacía las veces de reaseguradora, es decir, cubría las pólizas de seguros de las pólizas de seguros que se vendían en el mercado, otro problema también relacionado eran los bonos, en el caso de que las compañías entraran en pánico y quisieran cobrar sus pólizas, AIG tendría que buscar efectivo, y para ello tendría que vender los bonos que tiene para responder sus obligaciones y debido a la cantidad de bonos que tiene, podría hacer colapsar a Wall Street, al colapsar el mercado de bonos se afectaría directamente a las firmas que generaron esas deudas y estas firmas están en todo tipo de industrias, finalmente sin AIG, las empresas que tenían seguros contratados perderían sus respaldo y en todo caso esto hubiese aumentado sus deudas y limitando también sus posibilidades de financiamiento, por lo que correrían el riesgo de quebrar y obviamente los efectos se volverían contra la población, los que se quedarían sin empleo, así que es por ello que el gobierno prefirió que esto no pasara y por lo tanto decidió inyectarle dinero que salió de los contribuyentes.

CONCLUSIONES

A lo largo de este documento se ha tratado de mostrar que la estrategia financiera de endeudarse a corto plazo e invertir a largo, ha sido la principal causante de los mayores errores económicos, los entes financieros, al afectar negativamente su liquidez, distorsionan la estructura productiva de la economía, forzando una necesidad de reconversión descontrolada que termina llevándolos a la quiebra, incluso a aquellos entes considerados más líquidos y solventes.

La crisis de iliquidez se concentró en el sector financiero, el cual se vio sometido a un creciente aumento del crédito a corto plazo permitiéndoles refinanciar sus deudas, ocasionando el aumento de los impagos y afectando directamente su solvencia. En los inicios de la crisis, tuvieron que haberse preocupado por subir los tipos de interés para disminuir la burbuja y evitar que empeorara el descalce a corto plazo, además, formular políticas que apuntaran a reducir impuestos, gasto público y liberalización de los mercados, sin embargo luego de la quiebra de Lehman Brothers, del colapso de AIG, y del pánico financiero originado, debieron haber dado soluciones al mercado, a la economía y sólo de manera pausada inyectarle liquidez. Al final ninguna de estas medidas se hicieron en su momento, tanto los políticos como los economistas tuvieron que aprender de sus errores, de las políticas económicas que sólo atacaban algunos síntomas de la crisis a un costo demasiado elevado. Sin embargo como consecuencia de esta crisis, el mayor temor no era simplemente la perspectiva de que muchas entidades estuvieran al borde de una quiebra empresarial, sino que habían empresas con miles de millones en valores que podían provocar un riesgo sistémico a la economía, por lo cual el gobierno de los Estados Unidos de América tuvo que intervenir, para evitar el colapso, conteniendo la fuga de liquidez y más posibles pérdidas dentro de la economía global.

Para los que aceptan este enfoque, es importante interpretar las consecuencias que resultaron luego de estos rescates, como lo es, disminuir los posibles efectos catastróficos subsecuentes de la quiebras provocadas por la extrema concentración del riesgo, y que a razón de éste, se originó cambios en la gestión y en la inclusión de una filosofía de inversión más conservadora, la realización de operaciones con mayor transparencia, cambios importantes en la regulación que controla a los mercados y a las empresas financieras de conformidad a sus riesgos económicos, con el objeto de evitar o al menos disminuir el riesgo sistémico y el riesgo moral, obligando a las compañías a cambiar sus estrategias en la gestión del riesgo y su aversión a este, evitando que puedan provocar un daño mayor en el futuro a la economía mundial. Si hay algo que ha enseñado la historia de los mercados es que aquellos que ño recuerdan el pasado, están condenados a repetirlo y si bien es cierto, el futuro nunca se ha podido predecir a ciencia cierta, pero lo que no tienen que olvidar los analistas y asesores, es que siempre deben de estar preparados y tener un plan de acción ante distintos escenarios ya que en esta etapa de la globalización nadie es inmune a las crisis mundiales, por más remoto o lejano que sea el lugar de origen.

BIBLIOGRAFÍA

- Ariely, *Dan* . (2010).Dime como te miden y te diré como te comportasö. Harvard Business Review, Junio 2010.
- *Brett, R.* (2008).A short history of modern financeö. The economist edition. October 2010.
- *Bernstein, Peter L.* (2009).öThe Moral Hazard Economyö. Harvard Business Review, Julio-Agosto 2009.
- *Buehler, Kevin, Andrew Freeman, Ron Hulme.*(2008).öThe New Arsenal of Risk Managementö. Harvard Business Review September 2008.
- *Cogman, David y Richard Dobbs* (2009). öFinancial Crises, past and presentö. The Mckinsey Quarterly, December 2008.
- *Champion, David , Robert S. Kaplan, and other* (2009). öManaging Risk in the New Worldö.Harvard Business Review. Octubre 2009.
- *Ferguson, Niall.* (2009).The Descent of financeö. Harvard Business Review, Agosto2009.
- *Management Review.* Vol. 49,no. 4. Summer 2007 öReinterpreting the causes of corporate performanceö. The halo effect and other business delusions, California.
- *Merton, Robert.* (2009).Procurando volver más seguros los mercados financierosö. Harvard Business Review,Octubre 2009.
- *Prins, N.* (2008).The risk fallacyö.Fortune Magazine. Octubre 2008.
- *Perverse Incentives: Risk Taking and Reform. Banking & Financial Services Policy Report.*Volume 28. Junio 2009
- *Randle, Raggio.* (2008). ö¿Should we thank the taxpayers pay our ransom?ö. The Mckinsey Quarterly,Junio 2008.
- *Rafashieri, Luis Alberto y José Alberto López Rafashieri.* (2008). öLa Crisis Financiera de Estados Unidos 2008: Origen, acción gubernamental e implicaciones ideológicasö. Septiembre de 2008
- *Taleb, Nassim N. , Daniel G. Goldstein, and other.*(2009). öThe Six Mistakes Executives Make in Risk Managementö. Harvard Business Review. Octubre 2009.

NOTAS

^{i.} Overend & Guerney era un banco de descuento que ofrecía fondos a bancos comerciales y de ahorros en Londres y que al caer en iliquidez en 1866 fue directo a la quiebra junto con el resto de los bancos más pequeños.

^{ii.} Barings Bank (de 1762 a 1995) fue la compañía bancaria comercial más antigua de Londres hasta su colapso en 1995 después de que uno de los empleados, Nick Leeson, perdiera 827 millones de libras (más de mil millones de euros) fundamentalmente especulando en contratos de futuros.

^{iii.} El Jueves Negro tuvo lugar el 24 de octubre de 1929, día en el que dio comienzo la caída en la Bolsa de Nueva York y con ella el Crack del 29 y la Gran Depresión. El desplome de la Bolsa de Valores de Nueva York el Jueves Negro produjo una situación de verdadero pánico que provocó la posterior crisis bancaria en Estados Unidos. (NewDeal).

^{iv.} La crisis de S & L, fue el fracaso de alrededor de 747 de las 3.234 asociaciones de ahorro y préstamo en Estados Unidos, esta era una institución financiera que aceptaba depósitos de ahorro y hacía préstamos hipotecarios a los miembros de una cooperativa conocida en el Reino Unido como una sociedad inmobiliaria. Se estima que el costo total para las 747 instituciones fue \$ 87.9 mil millones y que el resto del plan de rescate fue pagado por los cargos en cuentas de ahorro y préstamo, lo que contribuyó al déficit presupuestario de la década de 1990.

^{v.} La desregulación difiere de la liberalización porque un mercado liberado, si bien permite un número arbitrario de ofertas, puede ser regulado para proteger los derechos de los usuarios, especialmente para prevenir los oligopolios garantizando precios máximos o una calidad mínima.

^{vi.} Long-Term Capital Market (LTCM), fondo creado por los ganadores del premio Nobel Myron Acholes y Robert Merton, él fue creado para la compra y venta de bonos, misma que fue liquidada en el año 2000.

^{vii.} Hipotecas de alto riesgo (subprime). Es un crédito subprime es una modalidad crediticia del mercado financiero de Estados Unidos que se caracteriza por tener un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos.

^{viii.} BNP Paribas es uno de los principales bancos de Europa y Francia y fue creado el 23 de mayo de 2000 por la fusión de la Banque National de Paris (BNP) y Paribas. Junto con la Société Générale y Crédit Lyonnais forma el llamado grupo de los "tres viejos" bancos de Francia. Forma parte del CAC 40. La sociedad de Nadhmi Auchi, General Mediterranean Holdings (Gen Med), es su mayor accionista. Según el abogado de Auchi, desde 2001 Gen

Med ha reducido su participación en BNP Paribas alrededor de un 0.4 por ciento del total de las acciones del banco, cerca de la mitad del patrimonio que poseía anteriormente.

^{ix.} Fannie Mae y Freddie Mac eran compañías que cotizaban en Bolsa y que están patrocinadas por el Congreso para brindar financiamiento en el mercado de la vivienda. su nombre Fannie Mae significa Asociación Nacional Federal de Hipotecas; mientras que Freddie Mac significa Corporación Federal de Hipotecas para Viviendas.

^{x.} AIG -*American International Group*.

^{xi.} Alan Greenspan, fue presidente de la Fed entre 1987 y 2006, el cual decía que los CDS son capaces de beneficiarse de las transacciones asociadas a los préstamos, pero además, el transferir el riesgo de crédito que constituye una bendición para los bancos y otros intermediarios financieros, quienes para lograr una tasa adecuada de rendimiento sobre el equity tienen que apalancar fuertemente su hoja de balance, aceptando obligaciones de depósito e incurrir en deudas.

^{xii.} Las políticas fiscales expansivas son cuando el objetivo es estimular la demanda agregada, especialmente cuando la economía está atravesando un período de recesión y necesita un impulso para expandirse. Como resultado se tiende al déficit o incluso puede provocar inflación.

^{xiii.} La desregulación es el proceso por el cual los gobiernos eliminan algunas regulaciones específicas a los negocios para, en teoría, favorecer la operación eficiente del mercado. La teoría es que menos regulaciones conllevan un aumento en el nivel de competitividad, conllevando una mayor productividad, mayor eficiencia y en últimas a menores precios.

^{xiv.} Las compañías de Bear Stearns, Inc, este era un banco de inversión global que realizaba negociaciones de valores en la bolsa, hasta su venta a JP Morgan Chase en 2008, durante la crisis financiera mundial y la recesión. Sus principales áreas de negocio, basado en las distribuciones de ingresos netos, fueron los mercados de capitales (acciones, renta fija, banca de inversión, casi un 80%), gestión de patrimonios (menos del 10%) y servicios globales de compensación (12%). También estuvo involucrado en la titularización y emitió grandes cantidades de valores respaldados por activos, que en el caso de las hipotecas, cuando las pérdidas de los inversores aumentaron en 2006 y 2007, la empresa aumentó su exposición, especialmente los activos respaldados por hipotecas que fueron el centro de la crisis de las hipotecas subprime. En marzo de 2008, el Federal Reserve Bank de Nueva York otorgó un préstamo de emergencia para tratar de evitar un colapso repentino de la empresa, pero al final no pudo ser salvada vendiéndola a JP Morgan Chase a un precio muy por debajo de su pre-crisis.

^{xv.} Lawrence Summers, era el principal asesor económico de la Casa Blanca. su objetivo era "rescatar a una economía que estaba cerca del abismo, donde una depresión parecía una posibilidad real".

^{xvi.} La recapitalización es un término que hace referencia al proceso por el que una empresa aumenta su capital como consecuencia de una mayor necesidad de garantizar su estructura y responder de sus obligaciones a corto o medio plazo. Se realiza generalmente cambiando la propia estructura del capital de la empresa, canjeando bonos o deuda por acciones. Dentro de estas empresas, la recapitalización bancaria hace referencia al mismo proceso en entidades financieras, en donde la estructura precisa también un ajuste, aunque en estos casos es necesario que se acompañe de medidas complementarias que garanticen, en el saneamiento, que el flujo de ingresos no derive en la concesión de créditos sin las debidas garantías.

^{xvii.} En finanzas, riesgo sistémico es el riesgo común para todo el mercado entero. Puede ser interpretado como "inestabilidad del sistema financiero, potencialmente catastrófico, causado por eventos idiosincráticos o condiciones en los intermediarios financieros". Se refiere a los movimientos de la economía entera y tiene una gran gama de efectos.

^{xviii.} Los exposures son la proporción de una cartera de acciones en situación de riesgo en un área determinada o también es el riesgo que se corre cuando una empresa presta dinero, que es garantizado por un activo tangible, acciones, maquinaria, comercio de acciones, etc. y que estos bienes no pueden cubrir el riesgo (cantidad prestada) si el prestatario no cumple con los pagos. Otro ejemplo si una persona tiene la mitad de su cartera invertida en acciones de alta tecnología, tiene un 50% de exposición a ese mercado.

^{xix.} El riesgo moral es, en la actualidad, un concepto económico que describe una situación en la que un individuo -aislado de la consecuencia de sus acciones- podría cambiar su comportamiento del que habría tenido si hubiera estado expuesto completamente a las consecuencias de sus acciones.

^{xx.} La negociación Over The Counter (OTC) negocia instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, swaps o derivados de crédito) directamente entre dos partes. Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados organizados. Un contrato OTC es un contrato bilateral en el cual las dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento. Normalmente es entre un banco de inversión y el cliente directamente. La mayoría de las veces a través del teléfono o computador. Los derivados OTC negociados entre instituciones financieras suelen tomar como marco las cláusulas del International Swaps and Derivatives Asociación (ISDA). Entre instituciones españolas o entre instituciones españolas y particulares suele firmarse el contrato CMOF.

^{xxi.} Robert Merton, el conocido experto financiero, profesor de la Harvard Business School y ganador del premio nobel de economía 1997 y fue galardonado en reconocimiento a su contribución al desarrollo de un nuevo método para valorar instrumentos financieros.

^{xxii.} El clearing house es una entidad encargada de la liquidación de las operaciones entre los participantes del mercado de derivados. Las operaciones están garantizadas ante posibles incumplimientos de una de las partes. La Cámara de Compensación se interpone entre éstas, actuando como comprador para todas las posiciones vendedoras y como vendedor para todas las posiciones compradoras.

^{xxiii.} Los Brokers es un término anglosajón para definir a un intermediario en cualquier mercado; a diferencia de un òdealerö, nunca compra para sí mismo, sino que simplemente ejecuta las órdenes de sus clientes. Se puede aplicar a las agencias de valores en la bolsa; el término òdealerö sólo es aplicable a las sociedades de valores.

^{xxiv.} Los CDS o Credit Default Swaps, son instrumentos financieros que aseguran una deuda en caso de impago del emisor. Son por lo tanto un excelente termómetro para medir el riesgo de crédito y asegurarse contra quiebras o impagos. Son por lo tanto una especie de seguros para cubrirse del riesgo de impago. Los CDS cotizan de forma diaria y sirven para calibrar la calidad del prestatario, utilizándose para cubrirse del riesgo país, cuando se toman deudas sobre compañías extranjeras. Por lo tanto son un producto que revela la visión que tiene el mercado sobre el emisor de deuda y en particular sobre entidades financieras. Un aumento de cotización de los CDS implican mayor riesgo y mayores posibilidades de quiebra o impago por parte del emisor. La cotización de los CDS no es pública ya que cotiza en el mercado OTC y hay que estar suscrito.

^{xxv.} En finanzas mark-to-market, es el ajuste de un valor (acciones, bonos, etc.) para reflejar el cambio diario del precio, inclusive la ganancia o la pérdida del valor, es decir ajusta el precio del valor al precio actual. Si usted posee una cuenta de corretaje, al fin del día, su corredor marca sus posiciones para reflejar exactamente el valor verdadero de su cuenta. Si usted tiene 1000 acciones de que valen \$5 al principio del día, con un valor de cuenta de \$5,000, y las acciones aumentan a \$5.50, la correduría marcará sus acciones al mercado para reflejar el nuevo valor de su cuenta a \$5,500.

^{xxvi.} Los ratings triggers son una cláusula del contrato de préstamo que se inicia una acción específica en el caso de un cambio en la calificación crediticia de una empresa. Por ejemplo, una rebaja en la calificación crediticia de una empresa podrá compensar pago de la deuda se aceleró en una línea de crédito de respaldo.

^{xxvii.} Guaranteed Investment Contracts (GICs), son similares a los certificados de depósito que se pueden comprar en los bancos, sin embargo, que son vendidos por las compañías de seguros. Al igual que los fondos del mercado monetario, que son inversiones

muy seguras, y como todas las inversiones que se consideran "muy segura", no le hacen mucho dinero. También conocido con otros nombres - fondo de renta fija, fondos de valor estable, fondo de capital de conservación, o de un fondo garantizado, por ejemplo - por lo general, pagar los intereses de uno a cinco años. Al igual que los CDs, una GIC valor se mantiene estable, no fluctuante hacia arriba y abajo puede la acción forma y precios de los bonos. Cuando el GIC finalice el plazo, que pueden ser renovados a tasas de interés vigentes en ese momento.

^{xxviii.} Nassim Nicholas Taleb es estadístico y escritor, especializado en temas relacionados con la incertidumbre, en su libro titulado *“The Black Swan”* expone qué es un *“ōcisne negro”* el cual lo define como un *hecho fortuito* que satisface estas tres propiedades: gran repercusión, probabilidades imposibles de calcular y efecto sorpresa. En primer lugar, su incidencia produce un efecto desproporcionadamente grande. En segundo lugar, tiene una pequeña probabilidad pero imposible de calcular en base a la información disponible antes de ser percibido el hecho. En tercer lugar, una propiedad nociva del *ōcisne negro* es su efecto sorpresa: en un momento dado de la observación no hay ningún elemento convincente que indique que el evento vaya a ser más probable. Desde luego, estas propiedades no son ajenas a las crisis financieras que vivió el autor cuando se ganaba la vida como operador bursátil.

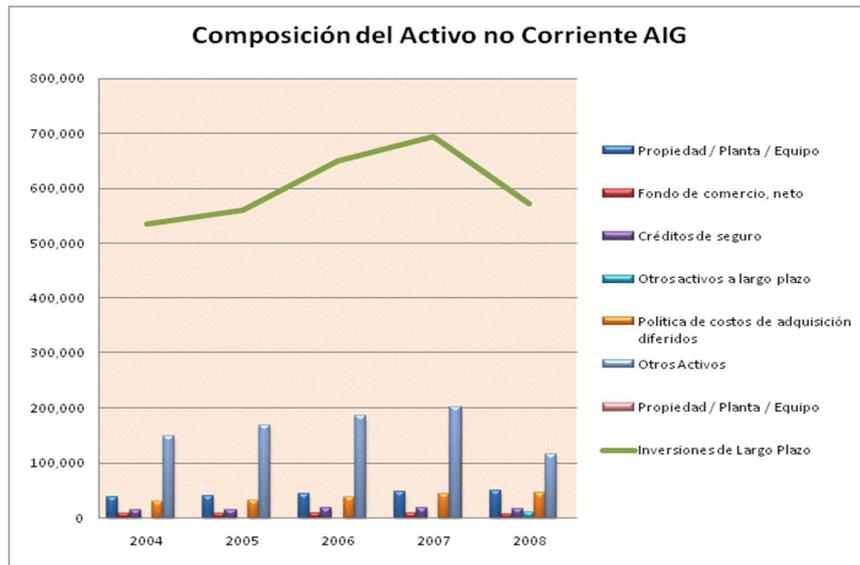
^{xxix.} La beta es una medida de la volatilidad de un activo (una acción o un valor) relativa a la variabilidad del mercado, de modo que valores altos de Beta denotan más volatilidad y Beta 1.0 es equivalencia con el mercado.

^{xxx.} El efecto Ad hoc es una locución latina que significa literalmente «para esto». Generalmente se refiere a una solución elaborada específicamente para un problema o fin preciso y, por tanto, no es generalizable ni utilizable para otros propósitos. Se usa pues para referirse a algo que es adecuado sólo para un determinado fin. En sentido amplio, ad hoc puede traducirse como *“específico”* o *“específicamente”*.

^{xxxi.} El warrant es un contrato o instrumento financiero derivado que da al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar/vender un activo subyacente (acción, futuro, etc.) a un precio determinado en una fecha futura también determinada. En términos de funcionamiento, los warrant se incluyen dentro de la categoría de las opciones. Si un warrant es de compra recibe el nombre de call warrant. Si es de venta será un put warrant. El warrant, al igual que las opciones, dan al poseedor la posibilidad de efectuar o no la transacción asociada (compra o venta, según corresponda) y a la otra parte la obligación de efectuarla. El hecho de efectuar la transacción recibe el nombre de ejercer el warrant.

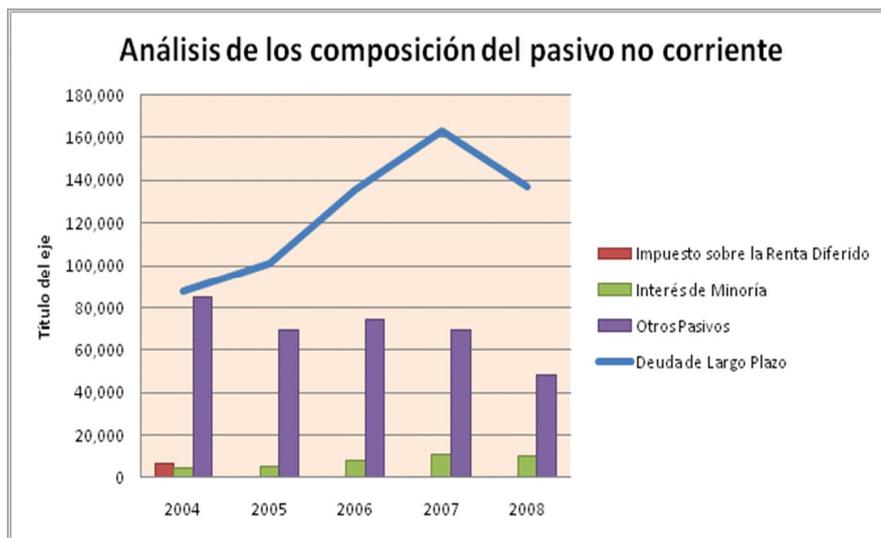
Anexos

Anexo # 1: Estructura del Activo no corriente



Fuente: Estados financieros ejercicios 2004 ó 2008

Anexo # 2: Estructura del Pasivo no corriente



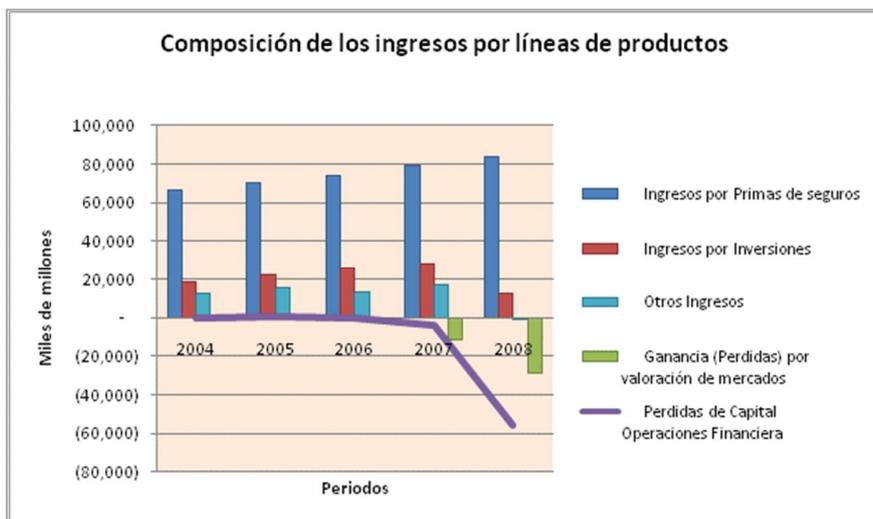
Fuente: Estados financieros ejercicios 2004 ó 2008

Anexo # 3: Estructura del Patrimonio



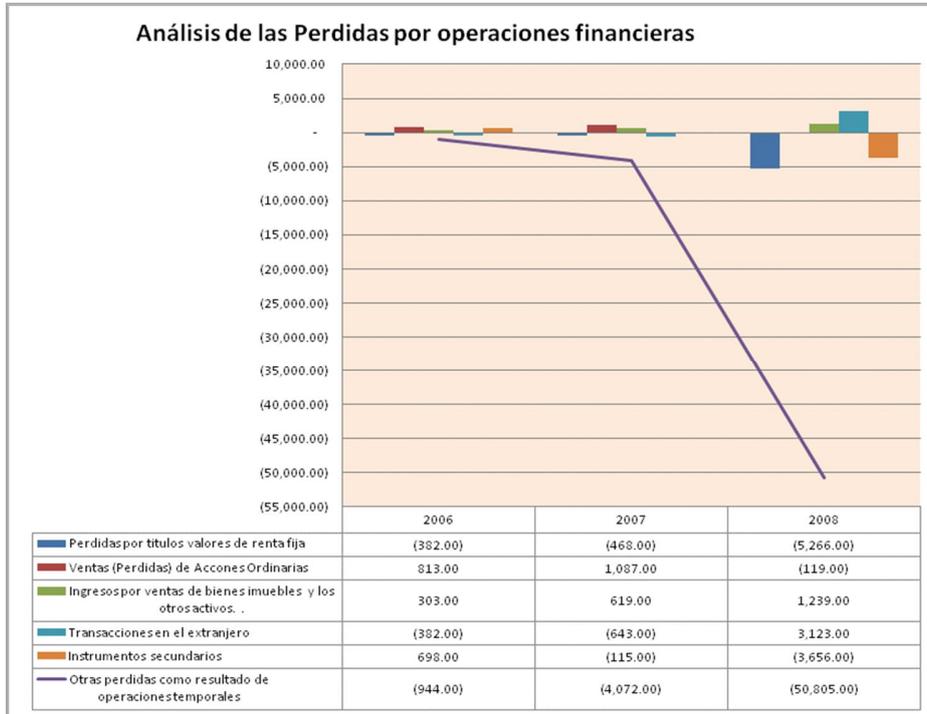
Fuente: Estados financieros ejercicios 2004 ó 2008

Anexo # 4: Composición de los Ingresos



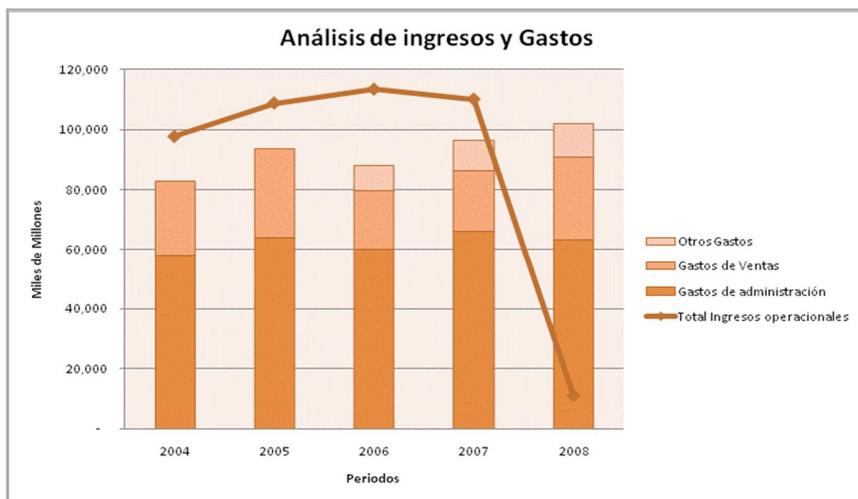
Fuente: Estados financieros ejercicios 2004 - 2008

Anexo # 5: Composición de las Pérdidas Financieras.



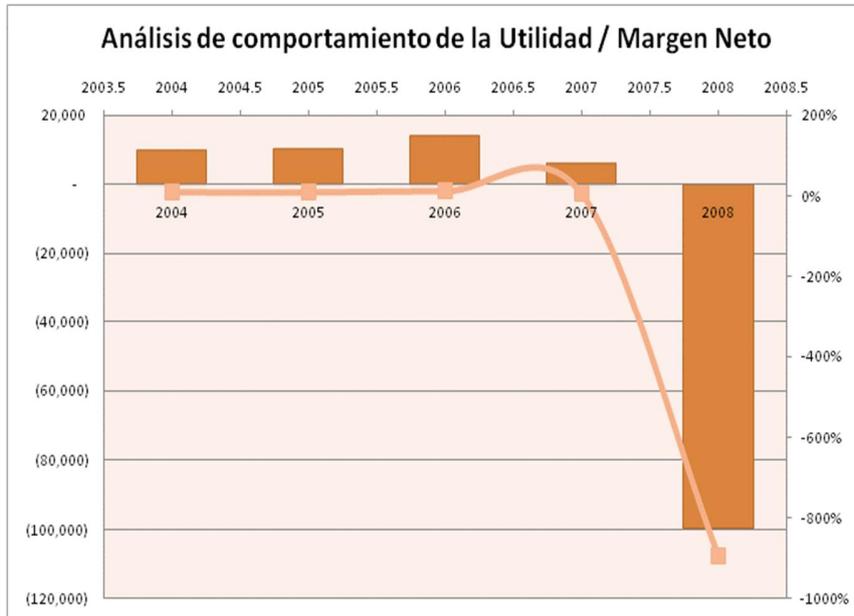
Fuente: Estados financieros ejercicios 2004 - 2008

Anexo # 6: Composición de Ingresos y Gastos.



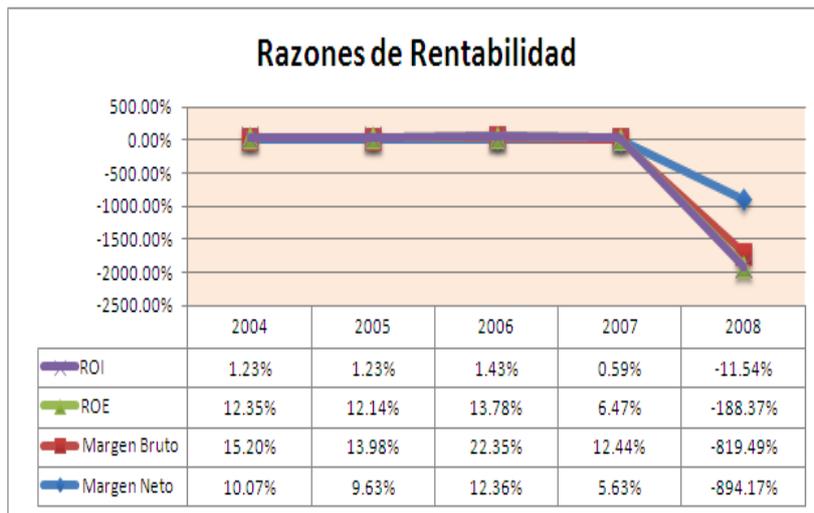
Fuente: Estados financieros ejercicios 2004 - 2008

Anexo # 7: Comportamiento de la utilidad neta vrs. Margen Neto



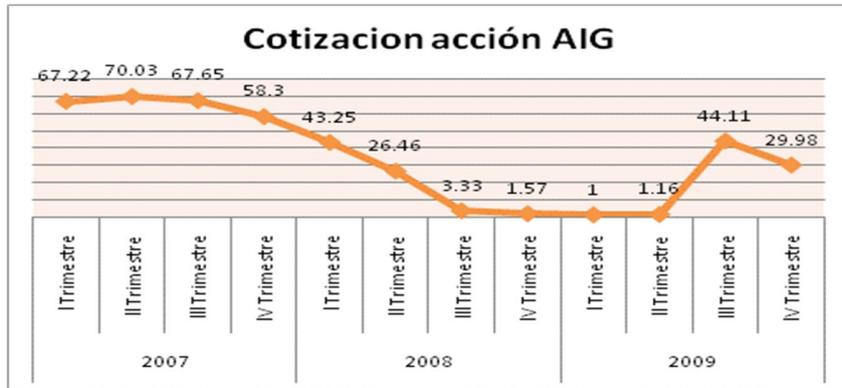
Fuente: Estados financieros ejercicios 2004 - 2008

Anexo # 8: Razones de Rentabilidad.



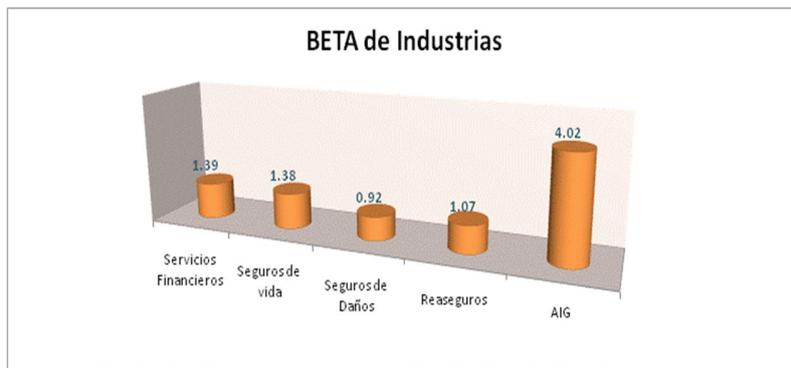
Fuente: Estados financieros ejercicios 2004 - 2008

Anexo # 9: Cotización del precio de la Acción de AIG.



Fuente: Tomado de Yahoo Finance

Anexo # 10: Comparativo de Betas de la Industria.



Fuente: Tomado de Yahoo Finance

Anexo # 11: Resumen de factores macro internos y externo del colapso de AIG.

En el siguiente cuadro se resumen los factores macro internos y externos que condujeron al colapso de AIG

FACTORES EXTERNOS DEL COLAPSO	FACTORES INTERNOS DEL COLAPSO
La dependencia de las agencias calificadores condujo a una ðconfianzað defectuosa en los mercados.	La solida operación de seguros de AIG brindo una calificación estelar. La alta calificación condujo a innovadores financieros muy avanzados a crear AIG financial Products Corp. (AIGFP) bajo la protección de la sociedad controlante AIG. AIGFP vendió CDSs y otros derivados.
La burbuja del mercado de vivienda lleo a hipotecas de baja calidad (suprime) y el crecimiento de MBSs (titularización) de préstamos tóxicos.	AIGFP respondió a las mayores necesidades de que los CDS brindaban ðseguridades aparentesð. Los CDS se convirtieron en actividades del crecimiento en la actividad bancaria de titularización y apalancamiento. El movimiento circular llevó a AIGFP a cubrir las hipotecas subprime a pesar de sus propios pautas más estrictas. Al explotar la burbuja de viviendas AIGFP era quien sostenía las ðaparente red de seguridadð de muchos bancos. La crisis de liquidez estalló.
La poca estricta regulación sobre bancos y cajas de ahorro y préstamo lleo a los bancos a utilizar CDS de proveedores con elevadas calificaciones. No había normas sobre derivados, los reguladores de seguros no fueron parte de las operaciones no aseguradores de la sociedad controlante AIG ni de AIGFP.	En 2008, la exposición de AIGFP a CDS superaba los US\$ 500.000 millones. No había controles ni contrapesos sobre las operaciones de la unidad. Los reguladores reconocieron su falta de pericia. Sin normas para derivados, los CDS carecían de transparencia. El diseño de los contratos de CDS era defectuoso con demandas de garantías en efectivo cuando bajo la calificación de AIG. No hubo tiempo suficiente para que la crisis de liquidez de AIGFP fuese evidente en todo el conglomerado. Sus modelos financieros defectuoso omitieron justificar algunos supuestos importantes. Los CDS no eran ni son contratos de seguro y por lo tanto, carecían de las ðválvulas de seguridadð con que cuentas los contratos de seguro.
Fue solida la regulación de seguros sobre las unidades y productos de seguros de AIG.	Las actividades de préstamo de títulos valores de las unidades de seguro de AIG y las inversiones en MBS fueron más agresivas que las pautas regulatorias. AIG debió aportar dinero de distintas fuentes para ajustarse a las normas de seguros. Las empresas no vendieron los activos tóxicos que acababan de adquirir. Estas actividades continuaron al tiempo que AIGFP se quedaba sin dinero, exasperando así la crisis crediticia. Los reguladores de seguros no permitieron que utilizara el billón de dólares en activos de las aseguradoras para ayudar a AIGFP, una entidad no aseguradora.
Hizo erupción la crisis de los mercados financieros, y se dejó que Lehman Brothers colapsara. El gobierno de E.E. U.U. reconoció la interconexión entre las actividades de la unidad AIGFP en todo el mundo.	Fracasaron los esfuerzos por encontrar soluciones en los mercados de capital y el gobierno de EE.UU. suministro el salvataje de US\$ 182.5 billones.

Fuente: The Geneva Association Asociacion