

# Lecciones regulatorias de la quiebra de Lehman Brothers

William Black \*

## Resumen

La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 marcó un parteaguas en la actual crisis financiera y económica mundial. La decisión de las autoridades estadounidenses de no rescatar el banco ha sido objeto a un gran debate público y académico, pero casi siempre carente de una discusión a profundidad sobre el comportamiento del banco. Este trabajo ofrece al lector una visión de los negocios turbios de Lehman Brothers que le llevaron a su colapso. Con el respaldo de documentación pública, Black describe y analiza como Lehman Brothers actuaba como un “vector de fraude”, creando y recreando un ambiente criminal en el sector financiero que castiga al comportamiento honesto y premia el crimen financiero. Ese tema, central al entendimiento de la crisis, a la vez poco reconocido, se expone con la maestría de quien es uno de sus mejores conocedores.

**Palabras Clave:** Crisis Financiera, Regulación Financiera, Bancos de Inversión

## Abstract

The bankruptcy of Lehman brothers on September 15, 2008, marked a watershed in the current global financial and economic crisis. The decision by US authorities not to rescue the bank has been subject to intense public and academic debate, but one that has almost always lacked any in-depth discussion of the bank itself. This article offers the reader a vision of the unsavory business dealing of Lehman Brothers that lead to its collapse. With the backing of public documentation, Black describes and analyzes how Lehman Brothers acted as a “vector of fraud”, creating and benefiting from the criminal environment in the financial sector that punishes honest behavior and rewards financial crime. This subject, key to the understanding of the crisis, yet rarely recognized, is exposed with the mastery of one of its foremost experts.

**Key Words:** Financial Crisis, Financial Regulation, Investment Banks

## Introducción

Este artículo busca avanzar en el debate público sobre la quiebra de Lehman Brothers. Principalmente se trata de responder algunas de las preguntas más apremiantes para enfrentar los desafíos de la regulación que se emprende en el Congreso de Estados Unidos

---

\* Universidad de Missouri, Kansas City, Estados Unidos. Correo electrónico: blackw@umkc.edu. Profesor Asociado de Economía y Leyes. Además, ha sido Director de Litigios del Federal Home Loan Bank Board, Segundo Director de la Federal Saving and Loan Insurance Corporation. Es un especialista en crímenes financieros. Este ensayo es una versión revisada de la declaración efectuada ante el Comité de Servicios Financieros de la casa de Representantes el 10 de abril de 2010. La traducción del inglés al español fue realizada por Wesley Marshall y Eugenia Correa.

(US). Entre otras, el segmento en que el gobierno corporativo debe ser reformado para un manejo apropiado del riesgo. Así, se trata de examinar el papel que la Securities and Exchange Commission (SEC) tuvo como regulador principal de Lehman en la vigilancia, examen y aplicación de las normas, con anterioridad a la quiebra de Lehman Brothers y el papel de otras agencias gubernamentales incluyendo el Banco de la Reserva Federal de Nueva York (FRBNY), que estuvieron monitoreando a Lehman durante la crisis.

Se trata de establecer, con la información pública al alcance, especialmente el informe Valukas, los elementos que apuntan a prácticas financieras fraudulentas y el posible origen de éstas. La presentación realizada en este trabajo difiere ampliamente de la manera en que las autoridades federales se comportaron en relación con Lehman Brothers, como se documentó en el Informe Valukas. La investigación bancaria del Senado sobre WaMu y la investigación del Inspector General del Tesoro (Treasury IG), y de sus reguladores, de igual manera revelaron una alarmante indiferencia por el interés público y los juramentos de oficio de los reguladores.

### **Gobierno corporativo y administración del riesgo en la quiebra de Lehman.**

El informe Valukas <sup>1</sup> sobre la quiebra de Lehman muestra la evidencia de por lo menos tres de las más grandes deficiencias en el gobierno corporativo de Lehman que necesitan ser enfrentadas de forma integral. Primero, señala que Lehman, y muchas otras corporaciones de Delaware, ha eliminado la obligación fiduciaria del “cuidado”. Este cambio estatutario es el producto de una ingenua teoría legal corporativa que este autor trata en otro artículo (Black, 2003). El juez Easterbrook y el Profesor Fischel son los mayores promotores de esta teoría. Ellos ven a los administradores

---

<sup>1</sup> Informe Valukas fue realizado por el despacho legal Jenner & Block a petición de la Corte de quiebras de Nueva York a principios de 2009 como resultado de la quiebra de Lehman. Se trata de un documento de 2200 páginas y fue publicado siguiendo las instrucciones de la corte el 13 de marzo de 2010. (N. del T.)

tan puros que “una regla contra el fraude no es ni esencial ni necesariamente un ingrediente importante en el mercado de títulos” (1991: 283). Alan Greenspan ha admitido que él tenía una visión similar y que los eventos han cambiado esta visión inocente. Es insano retirar la responsabilidad por negligencia de los directivos, pues hacerlo la alentaría. El congreso debe ordenar que las autoridades corporativas y los directores estén sujetos a obligaciones de cuidado y lealtad. Ellos continuarán teniendo, por supuesto, la muy importante protección de la regla de juicios de negocios.<sup>2</sup> Segundo, la misma persona no debería desempeñarse como CEO y como Presidente del Consejo de Administración de una gran corporación. El CEO imperial es un problema consistente en esta crisis y en las anteriores. Tercero, Lehman ignoró los límites de “riesgo” establecidos y simplemente los incrementó retroactivamente para arreglar las violaciones a sus límites. En lenguaje llano, eso significa que no tienen significado los límites. Las instituciones con riesgo sistémico (SDI por sus siglas en inglés) (o demasiado grandes para quebrar) debe requerirse que tengan, y cumplan con, los límites de riesgo prudencial.

Tengo una visión diferente al informe Valukas acerca del estado total del gobierno corporativo de Lehman. Primero, la estructura nominal del gobierno corporativo de Lehman era una farsa. Lehman estuvo deliberadamente fuera de control con relación al “riesgo en sus operaciones dominantes –haciendo préstamos mentirosos.<sup>3</sup>” Lehman no “administraba” el riesgo de hacer estos préstamos mentirosos. Se comprometía en transacciones masivas y fraudulentas como si fueran “cosa segura” (Akerlof & Romer, 1993). El informe Valukas testimonia las consecuencias de esas transacciones. El informe proporciona otras pruebas de la exactitud

---

<sup>2</sup> La regla de juicios de negocios es una regla legal estadounidense. De acuerdo con juicios anteriores, la corte presume que la conducta de los directores de las corporaciones está motivada de buena fe en atención a los intereses de la corporación que han sido encargados por los accionistas de defender. (N. Del T.)

<sup>3</sup> Se trata de préstamos con poca o nula documentación. (N. del T.)

del famoso artículo de Akerlof y Romer “Saqueo: Quiebra para ganar.” George Akerlof, premio Nobel de Economía 2001, y Paul Romer, profesor de economía de Stanford, de manera que su trabajo es un componente importante de la moderna economía para la comprensión de los fraudes de elite que pueden causar crisis económicas. El “saqueo” que Akerlof y Romer identifican es una “cosa segura” en ambas direcciones. Las empresas que saquean por medio del engaño contable reportarán magníficos ingresos (ficticios) en el corto plazo y catastróficas pérdidas en el largo plazo. (El título de mi libro refleja el mismo concepto *La Mejor Manera de Robar un Banco Es Tener Uno*).

Las ideas de Akerlof y Romer estaban basadas en la investigación de los reguladores de las Sociedades de Ahorro y Préstamo (S&Ls, por sus siglas en inglés). Estas investigaciones han sido confirmadas por criminólogos especializados en delitos de cuello blanco. Lehman fue un “fraude controlado” Ese es el término en criminología que refiere una situación en la que las personas controlan una entidad de manera aparentemente legítima usándola como un “instrumento” (Wheeler y Rothman 1982) para el fraude (Black 2005). El arma preferida para el saqueo por parte de los fraudes financieros controlados es la contabilidad.

La principal fuente de ingreso (ficticio) de Lehman y de las pérdidas reales fue la creación (y venta) de lo que el mercado llamó precisamente, los préstamos mentirosos, a través de su subsidiaria, Aurora. (El nombre eufemístico de estos préstamos mentirosos fue “Atl-A”). Los préstamos mentirosos son “criminogénicos” (que pueden crear epidemias de fraudes hipotecarios) porque pueden crear fuertes incentivos a otorgar información falsa en las solicitudes de préstamo. El FBI empezó a advertir públicamente sobre la epidemia de fraude hipotecario en 2004 (CNN). Los préstamos mentirosos también producen una intensa “selección adversa” –incluso los prestatarios que no son

fraudulentos tenderían a parecer menos solventes. La combinación de estos dos incentivos significa que los préstamos mentirosos, en la jerga económica, tienen un elevado “valor esperado negativo” para el acreedor. En lenguaje llano eso significa que el dólar promedio prestado en un préstamo mentiroso crea un rango de pérdida de entre 50 y 85 centavos. El valor de la tenencia de valores hipotecarios Alt-A cayó 60% durante los pasados 6 meses a 5.9 mil millones de dólares (mdd), reportó la firma la semana pasada.<sup>4</sup>

Jugar contra el casino crea un valor esperado negativo, pero hacer préstamos mentirosos crea, inevitablemente, pérdidas catastróficas. Esas pérdidas, sin embargo, pueden no ser reconocidas en muchos años, particularmente si los préstamos mentirosos son tan grandes que ellos ayudan a la hiperinflación de la burbuja financiera. En el corto plazo, volúmenes masivos de préstamos mentirosos crean una matemática garantía de producir ingresos contables record (así sean ficticios). Mientras la burbuja se infla, los préstamos mentirosos pueden ser refinanciados, creando ingresos ficticios adicionales y retrasando (pero al mismo tiempo aumentando) las eventuales pérdidas. Durante la quiebra de las S&Ls, en la industria financiera se decía que estas prácticas representaban: “un préstamo revolvente que no causa ninguna pérdida.”<sup>5</sup>

El problema subyacente de Lehman que le condenó fue que era insolvente porque hizo demasiados préstamos e inversiones malas. Lehman ocultó su insolvencia a través de medios tradicionales y se rehusó a reconocer sus pérdidas honestamente. No pudo resolver su crisis de liquidez porque era insolvente y sus fuentes primarias de ingreso contable ficticio se colapsaron con la caída del mercado

---

<sup>4</sup> [http://www.denverpost.com/headlines/ci\\_10473057](http://www.denverpost.com/headlines/ci_10473057) “Local Lehman arm led in Alt-A loans”. By [Greg Griffin](#) *The Denver Post*. Posted: 09/16/2008 12:30:00 AM MDT

<sup>5</sup> “A rolling loan gathers no loss” - un juego de palabras del dicho “a rolling stone gathers no moss”. Nota de la T.

secundario de préstamos de baja calidad. Si Lehman vendía sus activos para obtener efectivo, hubiera tenido que reconocer pérdidas masivas e informar que era insolvente. Los inversores sabían que Lehman estaban brutalmente inflados los valor de sus activos, de manera que ellos estaban, en general, poco dispuestos a comprar acciones de Lehman o a adquirirlo. No hay manera de “administrar” el “riesgo” al hacer masivos préstamos mentirosos. Lehman fue el líder mundial en hacer préstamos mentirosos. Quedaba claro que los más altos administradores de Lehman sabían que su principal fuente de ingreso era hacer préstamos fraudulentos. Fue necesario, por lo tanto, que Lehman no documentara que sus préstamos mentirosos, fueran frecuentemente fraudulentos. Lehman, en su lugar, clasificó sus masivos fraudulentos préstamos mentirosos, como préstamos de “primera calidad”. En su información financiera no revelaba en que medida sus préstamos de primera calidad eran verdaderamente préstamos mentirosos. Incluso el personal de Lehman que señaló el fraude de los préstamos mentirosos fue atacado, e incluso despedido por la administración. Los administradores de verdad honestos, por supuesto, hubieran estado encantados si los empleados identifican fraudes.

El mismo patrón de conciencia indiferencia administrativa, al omnipresente fraude hipotecario y contable, fue la norma entre otros participantes del mercado de hipotecas de baja calidad, como ha sido investigado. Me refiero a ello como la política financiera de “no preguntes, no digas”. He aquí un ejemplo clásico de Standard and Poors. El contexto es que el especialista profesional en calificación de riesgo preguntó a su jefe por una copia de las “cintas” que contienen los archivos de los préstamos de baja calidad que estaban como subyacentes respaldando una obligación de deuda colateralizada (CDO). El profesional planea revisar una muestra de los archivos de los préstamos de los acreedores, para que él pueda evaluar la calidad de sus créditos. He aquí la respuesta que recibe (la puntuación es del original). Cualquiera

solicitud sobre las cintas con el nivel de préstamo es TOTALMENTE NO RAZONABLE!!! Muchos inversores no la tienen y no puede otorgarse. [N]osotros DEBEMOS producir una estimación crediticia. Es su responsabilidad ofrecer esta estimación crediticia y su responsabilidad encontrar algún método para hacerlo.<sup>6</sup>

Hacer préstamos mentirosos no es riesgoso –¡es suicida! Es por ello que cada significativo prestamista especializado en préstamos mentirosos quebró. El fraude omnipresente no puede ser admitido - el modelo entero de negocios de Lehman estaba planeado sobre la venta masiva de préstamos mentirosos a otros. Si Lehman admitió que sus préstamos mentirosos eran frecuentemente fraudulentos, no los pudo vender, cortando así una de sus mayores fuentes de ingreso. Peor aún, podía estar atado con una cartera llena de préstamos fraudulentos y tener que reconocer (o esconder a través del fraude contable) que era insolvente. Y peor aún, si admitía que sus préstamos mentirosos eran frecuentemente fraudulentos se arriesgaría a tener que pagar compras pasadas de sus préstamos mentirosos y estaría en la mira de la SEC por posibles procesos criminales. Es por ello que la “administración de riesgos” es siempre engañosa en una firma con préstamos mentirosos. La administración de riesgos se presume opera honestamente, con datos honestos y administradores honestos. La honestidad es fatal para las entidades que hacen o compran grandes montos de préstamos mentirosos.

Segundo, el correcto control interno y la integridad y la ética que prevalezca entre las más altas autoridades son esenciales para el gobierno corporativo efectivo. Los administradores de Lehman también frecuentemente crearon una actitud no ética. El informe

---

<sup>6</sup> [E-mail from Frank Raiter to Richard Gugliada et al., March 20, 2001](mailto:Frank.Raiter@Lehman.com)  
<http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250>

Valukus contiene un ejemplo de este problema. Cuando un funcionario denunció los abusos contables, como le fue requerido a hacerlo bajo las políticas de empleados de Lehman, la administración respondió despidiéndole. Se alega que Lehman había tratado a otro denunciante de la misma manera. La responsable de Recursos Humanos empujó a Michael Walker dentro de una oficina y le dijo que estaba despedido. La razón: hablar con el FBI. Fue una violación de la política de privacidad de la compañía. “Me quede estupefacto”, me dijo Walker. “No podía creerlo. Pero fue lo que ella dijo”. Walker, un “especialista en alto riesgo”, fue sacado del edificio como si él fuera el riesgo. Su trabajo en Aurora Loan Services LLC, Littleton, Colo., terminó el 4 de septiembre de 2008.

Aurora era una subsidiaria de Lehman Brothers, el gran banco de inversión de Wall Street que no fue rescatado. Una semana después de que Walker fue despedido, Lehman pasó a ser el mayor expediente de quiebra de la historia. Su trabajo fue descubrir el fraude hipotecario. Pero él dice que fue despedido por hacerlo. En un proceso legal clasificado recientemente en la corte del Distrito de Denver, él reclama que la subsidiaria hipotecaria de Lehman quería mantenerse rentable sin importar el fraude. Aurora hizo sus préstamos a través de intermediarios hipotecarios independientes, que frecuentemente no tenían que cumplir ningún criterio para ser intermediarios; incluso en algunos casos no se verificaban sus antecedentes criminales. Inevitablemente, algún porcentaje de las solicitudes hipotecarias que tomaban podrían estar llenas de fraude. Pero como cualquier otro, ellos obtenían un pago por el volumen de préstamos, no por la calidad.

Consecuentemente, Walker y sus colegas buscadores de fraudes estaban siempre ocupados. “Ellos absolutamente nos llenaban de trabajo”, dijo. “No había manera de que pudiéramos acabar con él. Y eso era lo que querían.” “Ellos fueron poniendo los préstamos



dentro de un fondo de inversiones” Walker explicó. “Cuando ese dieron cuenta del fraude, ellos tenían que comprar esos préstamos y sacarlos del fondo. Lo que termino costándoles dinero” ¿Qué posibilidad tenía Bob’s Fly-By-Night Mortgage Co. de regresar los fondos que había obtenido de Aurora? ¿Cuáles fueron las posibilidades de que las pérdidas pudieran ser recuperadas a través de la ejecución hipotecaria? Una mejor opción fue seguir la apuesta. Pero Walker no podría jugar este juego. Un “informe de actividad sospechosa” que él recopiló en 2006 llevó a una entrevista con el FBI y la Internal Revenue Services (IRS) en 2008, y entonces finalmente con su bizarro despido.<sup>7</sup>

Walker puso en peligro el esquema de fraude que yace en el corazón de la rentabilidad (ficticia) de Lehman, porque él violó la regla “no preguntes, no digas” y trajo al FBI a las oficinas de Aurora. El fraude controlado vuelve perverso todo lo que es normalmente bueno en mercados financieros. Se crea una dinámica “Gresham” en la que la mala ética expulsa a la buena ética en el mercado.<sup>8</sup> El caso Walker es contundente, pero es importante para regresar y ver el contorno del bosque. Cualquier firma que se especialice en hacer préstamos mentirosos que se compran de otros (que son pagados sobre la base del volumen y no realizan ningún estudio serio sobre la solvencia del prestatario) y los vende a otros sin ningún estudio serio sobre la solvencia del prestatario, tendrá un amplio tono corrupto. Los altos directivos de Lehman concientemente eligieron tomar el camino no ético porque ellos vieron una rentabilidad extraordinaria.

---

<sup>7</sup> <http://www.foxbusiness.com/story/markets/al-lewis-privacy-policy-hides-mortgage-fraud/>  
(December 31, 2009).

<sup>8</sup> Se conoce como Ley Gresham a la consideración señalada por Thomas Gresham, financiero inglés del siglo XVI que el mal dinero expulsa al bueno, refiriéndose al dinero mercancía. N. Del T.

Hibbert era el vice-presidente de Lehman Brothers y fue enviado a entrevistarse con Brian Chisick el fundador de First Alliance para ver si Lehman podría tener alguna clase de relación con el prestamista hipotecario. “Éste es un extraño lugar”, escribió más tarde en un memo interno. Mientras que observó que la “eficiente compañía usa sus instrumentos para crear su propio nicho”. Él también señaló que “hay algo realmente poco ético en este tipo de negocios en los cuales (First Alliance) se compromete.” El señor Chisick se había convertido en uno de los grandes jugadores en los préstamos de baja calidad. El ingreso anual de First Alliance se duplicó en 4 años a cerca de 60 millones de dólares (mdd) y sus ganancias se habían multiplicado por tres a 30 millones. En su detallado informe describe las operaciones de publicidad como un “trabajo artístico” y se maravilla del margen de ganancia, flujo de efectivo, prácticas de captación, y perspectivas de crecimiento de First Alliance. Pero el señor Hibbert también tenía algunas preocupaciones. La compañía intentaba captar demasiados consumidores de avanzada edad; él había visto varios préstamos a 30 años otorgados a personas con setenta años. “Es un departamento de sudor”, él escribió. “Ventas de alta presión para personas que están en una situación débil”. First Alliance es “el vendedor de carros usados de préstamos de baja calidad. Es necesario dejar su ética en la puerta... Hasta ahora ha habido poca intervención oficial dentro de este sector del mercado, pero si una firma fuera identificada por la acción gubernamental, está posiblemente lo sería.”

A pesar de la advertencia, los dirigentes de Lehman recomendaron un préstamo de 100 mdd para First Alliance. El señor Chisick lo rechazó pero estuvo de acuerdo en tomar una línea de crédito de 25 mdd y contratar con Lehman para trabajar con Prudential en varias titulaciones. First Alliance ya estaba listo. Se convirtió en pública un año más tarde en Nasdaq a 17 dólares la acción, manteniendo el señor Chisick el 75% del control. La acción subió a 27 dólares al

final del año y llegó a su punto más alto de 36.25 dólares muy poco tiempo después. El señor Chisick abrió dos docenas de oficinas a lo largo de US, e hizo otros planes de expansión. Para 1997, First Alliance estaba en el curso de arreglar más de 500 mdd de préstamos, por arriba de los 324 mdd del anterior año. En esta coyuntura, varios abogados generales del estado empezaron a demandar a First Alliance por fraude al consumidor. Prudencial terminó sus relaciones con este prestamista. Pero Lehman saltó a la oportunidad de entrar. El vicepresidente Frank Gihool propuso al señor Hibbert a hacer una revisión de First Alliance por el equipo de administración de riesgo crediticio de Lehman. Hibbert nuevamente se maravilló de las operaciones de la compañía y de la perspectiva financiera. Pero él también dijo que las demandas planteaban serios problemas. El alegato acerca de las prácticas engañosas “es ahora más que un tema legal, se ha convertido en un tema político; serán dolores de cabeza para las relaciones públicas”, escribió él.

No obstante, el 11 de febrero de 1999, Lehman aprobó una línea de crédito de 150 mdd y se convirtió en el único encargado de ofrecer títulos respaldados por activos. Lo que le importaba a Lehman quedó claro en otro informe interno: La firma esperaba ganar al menos 4.5 mdd en comisiones. Pero al cabo de un año, el peso de las demandas ahogó a First Alliance. El 23 de marzo de 2000, la compañía demandó la protección de la ley de bancarrota. El señor Chisick consiguió salir con más de 100 mdd en compensación total y ventas de acciones por más de cuatro años. Lehman, a quien le debía 77 mdd, recuperó la cantidad completa, más intereses. First Alliance eventualmente resolvió los juicios de las demandas planteadas por los abogados del estado, estando de acuerdo con pagar 60 mdd. En California en el caso de una demanda colectiva, un jurado encontró a Lehman parcialmente responsable por la conducta de First Alliance y ordenó a la firma pagar 5 mdd.

Lehman adquirió Aurora para ser su especialista en préstamos mentirosos. Aurora estaba substancialmente en el negocio de comprar y vender préstamos fraudulentos, puso su tono ético en niveles subterráneos. Mark Golan se frustró cuando se entrevistó con un grupo de auditores de Lehman Brothers. Era la primavera de 2006 y el señor Golan era un administrador de Aurora Loan Service LLC con base en Colorado, especializado en préstamos Alt-A, considerados un escalón arriba de los préstamos de baja calidad (*subprime*). Aurora se había convertido en uno de los mayores participantes en ese mercado, originando 25 mdd de préstamos en 2006. Era también el mayor proveedor de préstamos a Lehman para la titulización. Lehman había adquirido una participación en Aurora en 1998 y había tomado el control en 2003. Para mayo de 2006, algunas personas dentro de Lehman estaban preocupadas por las prácticas de préstamos de Aurora. La industria hipotecaria estaba enfrentando el escrutinio sobre miles de millones de dólares de hipotecas Alt-A, también conocidas como “préstamos mentirosos” –porque estos fueron otorgados a personas con poca o sin ninguna documentación. En algunos casos, los deudores demostraban nada más que el “orgullo de ser propietarios” para obtener la hipoteca. Esa primavera, de acuerdo con informes de la corte, un grupo de auditores internos de Lehman analizó algunos préstamos de Aurora y descubrió que más de la mitad contenían material distorsionado. Pero el mercado hipotecario estaba creciendo muy rápido y el apetito de Lehman por préstamos era insaciable. El señor Golan salió de la reunión alegando a gritos al auditor principal: “Su gente encuentra demasiados fraudes”.

La alta administración de Lehman, sin embargo, respondió a los problemas de fraude con un comportamiento no ético al elevar el volumen de préstamos mentirosos de Aurora y la hipotecaria BNC (que estaba especializado en préstamos *subprime*). Lehman se

había convertido en el único participante en la industria integrado verticalmente, haciendo todo, desde préstamos hasta la titulación para venderlos a los inversores. Lehman fue un participante dominante en todos los lados del negocio. A través de sus subsidiarias –Aurora, Hipotecas BNC, y Finance America- fue uno de los 10 más grandes prestamistas hipotecarios en US. Las subsidiarias dieron casi todos sus préstamos a Lehman, haciéndole uno de los mayores emisores de títulos respaldados por hipotecas. En 2007, Lehman tituló más de 100 mdd de hipotecas residenciales.

Pero las demandas trajeron un problema mucho mayor: el contagio. Porque estos CDOs fueron negociados cuidadosamente, muchos de ellos todavía no reflejaban la pérdida en el valor implicado en sus tenencias hipotecarias que se estaban desmoronando. Así, si Bear Stearns o sus acreedores empezaron subastando esos CDOs y nadie quería comprarlos, los precios podrían caer en picada, requiriendo que todos los bancos con exposición en hipotecas empezaran a ajustar sus libros con las masivas pérdidas de valor en sus carteras. Lehman, a pesar de su gran exposición, parecía menos preocupado que otros. El señor Fuld fue premiado con 35 mdd en compensación total al final del año.<sup>9</sup> El volumen de préstamos mentirosos y de baja calidad era lo único –mientras que Lehman podía vender los préstamos mentirosos a otros participantes. El volumen creó pérdidas reales inmensas, pero también maximizó la compensación del señor Fuld. Aurora estaba originando más de 3 mdd por mes de tales préstamos en la primera mitad de 2007. El negocio hipotecario de Lehman ayudó a que las ventas de la unidad del mercado de capitales aumentaran en 56% de 2004 a 2006, más rápido que la banca de inversión o la administración de activos, la compañía lo

---

<sup>9</sup> <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/article703526.ece>

dijo en un reporte regulatorio. Lehman reportó ganancias record en 2005, 2006 y 2007.<sup>10</sup>

### **El papel de la SEC y del Banco de Reserva Federal de Nueva York**

El programa de supervisión de entidades consolidadas (CSE, por sus siglas en ingles) nunca permitió que la SEC fuera un “regulador principal”. La SEC, debido a la forma en la cual está constituida y el personal y liderazgo que tiene, es incapaz de ser el regulador principal de cualquier cosa – y eso incluye a las agencias calificadoras. La regulación de “seguridad y solidez” es un concepto completamente diferente respecto de un régimen de presentación de la información o revelación. La pericia de la SEC, la cual se ha permitido oxidar durante una década, descansa sobre la aplicación de requerimientos de revelación. La SEC no tenía la mentalidad, reglas o personal adecuados para hacer exitoso el programa de CSE, aún si la agencia hubiera sido un “perro carroñero”. Dado el hecho de que la SEC fue autoinutilizada por sus jefes durante el periodo en el que Lehman estuvo en crisis, de 2001-2008, no tenía posibilidad de éxito. La única esperanza era formar una efectiva asociación con la Reserva Federal (Fed). Esta mantenía una autoridad única bajo el Acta de Protección del Patrimonio y Propiedad de los Hogares de 1994 (HOEPA, por sus siglas en ingles) para regular todos los préstamos hipotecarios y tuvo, además, un poder real sin precedentes durante la crisis debido a su capacidad de prestar y convertir a los bancos de inversión en sociedades tenedoras de bancos comerciales. Se supone que la Fed es un regulador con experiencia encargado de la “seguridad y solidez” (aunque expresaré mis dudas sobre su efectividad). La asociación SEC-Fed tendría por lo menos alguna oportunidad. El reporte Valukas revela que el personal del FRBNY en Lehman reconoció que el personal de la SEC en las oficinas de Lehman no fue capaz de comprender su condición financiera.

---

<sup>10</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aVZKah.at5fY>  
September 15, 2008

Un método utilizado por otros países es combinar las funciones de la regulación financiera con la regulación de valores en una sola Agencia de Servicios Financieros (FSA por sus siglas en ingles). Fue doloroso para el que esto escribe, como ex regulador, leer la discusión en el reporte Valukas sobre el desden abierto del personal del FRBNY para trabajar en coordinación con la SEC para proteger al publico. El reporte de Valukas expone la relación enferma entre los principales agentes reguladores del país y las instituciones de riesgo sistémico (SDIs, pr sus siglas en inglés) que deberían estar vigilando. El FRBNY, encabezado por su presidente Geithner, tenía una clara misión estatutaria -promover la seguridad y solidez del sistema bancario conforme a la ley- pero se mantenía al margen, mientras Lehman decepcionaba al publico con un esquema que los oficiales del FRBNY comparaban con una “rutina de seguir la bolita” (Informe Valukas, p. 1470). El FRBNY descontaba el valor del fondo de liquidez de Lehman para estas transferencias de colateral. Sin embargo, el FRBNY no pidió que Lehman excluyera este colateral del fondo de liquidez reportado. En las palabras de uno de los monitores en sitio: “la forma en que Lehman reporta su liquidez es entre Lehman, la SEC y el mundo” (Informe Valukas, p. 1472). Ello quiere decir que el FRBNY sabía que Lehman estaba involucrado en un fraude diseñado para exagerar su liquidez y, por lo tanto, no estaba dispuesto a prestar tanto dinero a Lehman. Pero el FRBNY no informó del fraude a la SEC, al publico, o a la Oficina de Supervisión de las Sociedades de Ahorro (OTS, por sus siglas en ingles), la cual regulaba al S&L de Lehman). El oficial de la Fed ni siquiera ofrece un reconocimiento de que cree que la Fed que debe proteger el publico. El FRBNY se mantenía dispuesta a prestar a una SDI. Esto es una violación flagrante de la confianza publica, y los reguladores deben rendir cuentas. La Fed quería mantener la ficción de que los productos hipotecarios tóxicos eran simplemente activos mal entendidos, y

permitía que Lehman siguiera con su estafa de “las tres bolitas” (three card monte, en inglés). Ahora sabemos por el informe Valukas y del ex secretario del Tesoro, Paulson, que la Fed sabía que Lehman estaba exagerando enormemente el valor de sus activos en su balance: “Según Paulson, Lehman tenía problemas de liquidez y ningún activo sólido contra el cual pedir prestado” (Lukas, Informe p. 1530). Sabemos de la entrevista de Valukas a Geithner que (Informe Valikas, p. 1502):

El desafío para el gobierno, y para firmas en dificultades como Lehman, era reducir la exposición de riesgo, y el acto de reducir el riesgo al vender activos puede resultar en “daños colaterales” al demostrar debilidades y exponer “aire” en las valuaciones. O, en lenguaje sencillo, la Fed no quiso que Lehman y otros SDIs vendieran sus activos tóxicos porque hubiera revelado que los valores, que Lehman y todos los demás SDIs asignaron a sus activos tóxicos, estaban inflados con aire caliente. Lehman afirmó que sus activos tóxicos estaban valorizados a la “par” (sin pérdidas) (Informe Valikas, p. 1159), pero Citicorp los tachaba de activos de “fondo del barril” y de “basura” (Informe Valukas, p. 1218). JPMorgan concluyó que: “el emperador no tenía ropa” (Informe Valukas, p. 1140). La FRBNY actuaba de forma penosa al cubrir los valores inflados de los activos y liquidez de Lehman. De manera que construyó tres pruebas de estrés, cada una más débil, y todas fueron reprobadas por Lehman. La FRBNY entonces permitió que Lehman administrará su propia prueba de estrés. Vaya sorpresa lo que pasó.

La defensa de la Fed de su vergonzoso rechazo a proteger al público no tiene sentido. Argumentó que no estaba en ese lugar su capacidad regulatoria, y solamente mandó unas pocas personas que carecían de la capacidad o de poder para lograr las metas de supervisión. Esto representa o una ofuscación intencional o la confesión de un fracaso central. Como el Vice Presidente Senior y Abogado General del Federal Home Loan Bank de San Francisco



(FHLBSF, por sus siglas en inglés) este autor siempre fue regulador – aún cuando participaba en intensivas actividades por el lado del crédito. Como prestamista, el FHLBSF muchas veces recogía información sobre las instituciones que regulaba porque se hacían evaluaciones de la calidad de activos. Quien precedió en esta responsabilidad a quien esto escribe, empleaba el apalancamiento del FHLBSF como prestamista de última instancia para el mayor banco de S&L del país, el cual se encontraba en una crisis de liquidez, para forzar la salida del CEO fraudulento que controlaba la institución y para introducir una amplia gama de medidas que redujeran fuertemente la exposición al riesgos y fraudes de la institución. En su mayor nivel, se tuvo aproximadamente a 50 residentes como personal de crédito del FHLBSF en la sociedad de ahorro y préstamo. El hecho que el FRBNY, que tenía recursos mucho mayores que el FHLBSF, escogió de forma simbólica mandar solamente unas cuantas personas para ser residentes en una potencial catástrofe global, como la de Lehman, es una demostración del fracaso, y no un pretexto válido por su fracaso de actuar en protección del público. El FRBNY posee un poder mucho mayor que el FHLBSF jamás ha tenido y dentro del contexto de la crisis de Lehman tenía el poder para forzar cualquier cambio que viese necesario, incluyendo una conversión inmediata de Lehman en un banco comercial.

La Fed tiene problemas inherentes incluso en la regulación de seguridad y solidez debido a su estructura. Primero, las Reservas Federales (FRBs) regionales tienen juntas directivas dominadas por la industria financiera. El Congreso había tomado la decisión política -al quitar toda función regulatoria de los Federal Home Loan Bank (FHLB) en la ley Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act (FIRREA) de 1989, creando con esto un conflicto de interés inaceptable. Segundo, la supervisión es, en los mejores de los casos, una actividad terciaria de la Fed y los

bancos regionales. La política monetaria recibe todo el énfasis, las ventanillas de crédito vienen segundas, y la investigación económica y la regulación de seguridad y solidez luchan por el tercer lugar. (La regulación para el consumidor es un hijo bastardo en la Fed y muchas agencias). Tercero, la Fed está demasiado lejos de querer estar cerca de las instituciones de riesgo sistémico, las cuales están en una posición ideal para explotar oportunidades de la “captura” regulatoria. Cuarto, la Fed está dominada por economistas neoclásicos que no tienen ningún acercamiento teórico, experiencia, o interés en los complejos fraudes financieros que son las causas dominantes de nuestras recurrentes crisis financieras, cada vez más fuertes. Bernanke nombró a un economista, Patrick Parkinson, sin ninguna experiencia de examen o supervisión, para encabezar todas las actividades de examen y supervisión de la Fed.

Quinto, la Fed es adicta a la opacidad y toda su alta administración le cree a los banqueros cuando aseguran que la gente nunca puede enterarse de la verdad sobre las pérdidas en el valor de los activos. Un conflicto de interés en el cual un regulador bancario jamás debe caer en la tentación de alentar o permitir que la entidad regulada mienta sobre su condición financiera por el supuesto fin de evitar una corrida contra el banco. Geithner, desgraciadamente, abrazó esa tentación y lo dijo abiertamente al Examinador de Bancarrotas. Es muy fácil, psicológicamente, creer que estás permitiendo a un banco mentir al público por una razón noble -proteger al público. Los banqueros siempre dicen a los reguladores que el mundo se acabaría si los bancos dicen la verdad -pero eso es una mentira. El mayor activo es su integridad. Este autor fue uno de los cuatro reguladores del FHLBSF que se reunió con los “Keating Five”.<sup>11</sup> Hasta hoy, no tengo ninguna idea de las filiaciones políticas, si las hay, de mis tres colegas. Sencillamente insistimos en las

---

<sup>11</sup> Los Keating Five fueron cinco senadores, incluyendo a John McCain, que fueron pagados por el banquero Charles Keating para encubrir sus actividades fraudulentas. (N. del T.)

revelaciones honestas y siempre hicimos sugerencias a nuestra agencia para alertar a la SEC (y el FBI) cuando encontramos intentos para usar la contabilidad para engañar a los inversionistas o reguladores.

### **Prácticas contables y temas relevantes en la quiebra de Lehman**

Varias adecuaciones realizadas a las prácticas contables de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP, *Generally Accepted Accounting Principles*) han sido contrarias a la verdadera sustancia económica de la transacción, y su razón de ser, es engañar. No hay beneficios sociales de tales arreglos y en cambio hay daños enormes. En términos legales, el elemento que distingue el fraude de otras formas de latrocinio es el engaño. Los defraudadores hacen que la víctima les confíe y luego traicionan esa confianza para engañarlos. Por eso el fraude es el ácido más efectivo para la destrucción de la confianza. Necesitamos la confianza en muchas áreas de la vida, incluyendo a la economía y las finanzas. Cuando los banqueros ya no confían en otros banqueros, los mercados fallan en vez de “saldarse”. Esto puede causar el contagio global. El sentido económico en cada una de las transacciones de repos (acuerdo de recompra) de Lehman era de un préstamo y no una verdadera venta. La única razón para entrar en estas transacciones era intentar lograr un tratamiento contable directamente contrario a la naturaleza verdadera de la transacción, con el fin de engañar a inversionistas y reguladores. Si estas transacciones no son fraudes, entonces la contabilidad deja de tener cualquier valor o integridad. Es el momento de que los contadores, empresarios y reguladores reclamen terminar con el uso intencional de la contabilidad para engañar.

En los años anteriores a su quiebra, Lehman agrupaba hipotecas mentirosas y fraudulentas con hipotecas de primera calidad y los

llamaba “de primera calidad”. Eso es una desgracia y un intento de engañar. Aún después de múltiples advertencias, incluyendo al FBI en 2004, sobre la “epidemia” del fraude hipotecario e incluso después de la excepcional revisión interna seria de la cartera de préstamos mentirosos de Aurora que reveló el fraude endémico, Lehman no hizo ninguna revelación significativa del fraude o de las consecuencias fatales de vender hipotecas fraudulentas a otros actores como estrategia de negocios. Lehman fue un líder internacional en la creación de hipotecas “Alt-A”. La industria llamó a esos “préstamos mentirosos” por la muy buena razón de que son préstamos mentirosos. El fracaso de la SEC y Fed de lidiar efectivamente con algo que la industria abiertamente llamaba fraudulento es asombroso. En cualquier lugar que busquemos encontramos una incidencia muy alta de fraude en los “préstamos mentirosos” (muchas veces 90%). Cualquier prestatario que realizó grandes cantidades de “préstamos mentirosos” tenía garantizado en el corto plazo (y en el mediano plazo, dada la burbuja que los “préstamos mentirosos” y las hipotecas *subprime* hizo hiperinflar) ganancias record (aunque ficticias). La burbuja lleva a refinanciamientos que ocultan las pérdidas verdaderas por años. (Hasta pueden llevar a refinanciamientos extractivos a través de un segundo o tercer préstamo mentiroso que hace el prestatario en una situación de alto endeudamiento, pero con mucho efectivo en el corto plazo).

Desde hace siglos sabemos que la evaluación de la solvencia de quien pide hipotecas residenciales es esencial para evitar la selección adversa. Desde hace siglos sabemos que la selección adversa es (1) “criminogénica” – puede producir el fraude masivo y (2) tiene un “valor esperado negativo”. En lenguaje llano, eso quiere decir que, por lo general, pierdes dinero cuando haces “préstamos mentirosos”. Esta pérdida es inherente -puede ser ocultada por un tiempo mediante una burbuja en rápida expansión (en tal caso, la pérdida crece mucho más) y puede pasarse a otros –

pero es ineludible que alguien cargará con la pérdida. La cobertura exitosa, por ejemplo, sencillamente transfiere la pérdida a otra víctima. Los dos “principales” de las hipotecas “Alt-A” generalmente sufren grandes pérdidas. El prestatario está instalado en una casa que no puede pagar con un valor de mercado real que está significativamente por debajo de su hipoteca. El prestamista (o quien carga la pérdida cuando el préstamo entra en cese de pagos) pierde. No necesitamos tener alguna simpatía por el deudor fraudulento, pero resulta que la aplicación para la hipoteca y la valorización de la propiedad típicamente fueron preparadas por el personal de los prestamistas o sus agentes en los casos de fraude. Los agentes deshonestos ganan -y sus ganancias son grandes. La falla de la SEC de tomar medidas contra tales distorsiones obvias frente a los accionistas fue asombrosa. Estas ganancias supuestas llevaron a grandes bonificaciones (y apreciación de acciones) de los altos funcionarios de Lehman. Dadas las cantidades enormes de creación y venta de préstamos mentirosos, creo que los datos mostrarían que fue sobre todo la creación y venta fraudulentas de préstamos mentirosos (y de los títulos respaldados por tales préstamos) que hicieron excepcionalmente ricos los altos funcionarios de Lehman durante 2003-2006.

Los observadores de la industria empezaron a utilizar el término “epidemia” para describir el fraude hipotecario desde el 2003. El FBI, en su testimonio ante el Congreso en 2004, advirtió sobre una “epidemia” de fraude hipotecario. En 2005, observadores difundieron un informe que documentaba una amplia inflación de precios en las valuaciones de las propiedades. Ningún prestamista honesto asegurado causaría o permitiría valuaciones infladas. Pero los estudios de los valuadores demostraron que la intimidación (y castigos cuando la intimidación no funcionó) de los valuadores creció agudamente y se hizo endémica después de esas advertencias. La SEC no tomó ninguna medida regulatoria en

contra de las firmas que manejan valores y que están bajo su regulación, puesto que originaban, vendían y compraban los productos basados en los préstamos mentirosos. Además, no emprendió ninguna acción contra las firmas que no reconocían (1) el riesgo agudo del fracaso que conlleva la creación, venta, o compra de los préstamos mentirosos o, (2) las pérdidas que genera la creación o compra de dichos préstamos. Puede parecer raro hablar de “riesgo” o “pérdidas” de la venta de préstamos mentirosos, pero tales ventas fueron típicamente hechas con garantías entre vendedor y comprador y con opciones de “put” en las cuales el comprador tenía el derecho de demandar al vendedor que comprara los malos préstamos. Contrario a la creencia común, los contratos normalmente estaban hechos para requerir que los vendedores de las hipotecas de baja calidad mantuvieran algo de “piel en el juego”.

La Fed merece una crítica especial por su falta de respuesta ante las advertencias, al no tomar ninguna medida efectiva contra los préstamos mentirosos. La Fed tenía autoridad única bajo el HOEPA para prohibir los préstamos mentirosos, lo cual hubiera evitado la hiperinflación de la burbuja y contenido la epidemia creciente del fraude hipotecario. La mayoría de los préstamos mentirosos fueron hechos por prestamistas que no estaban ni asegurados ni regulados a nivel federal, así que solamente la Fed tenía el poder de restringir todos los préstamos mentirosos. La Fed se rehusó a usar su autoridad bajo el HOEPA (hasta mediados de 2008), un año entero después de que el mercado secundario de los préstamos de baja calidad se había colapsado. Siete años tarde y 2.5 billones de dólares de pérdidas (más o menos el valor de todos los préstamos de baja calidad). Los criminólogos señalan a las entidades que dispersan las epidemias de fraude como “vectores” (siguiendo la metáfora de salud pública, el mosquito anopheles es un “vector” que dispersa la malaria y puede crear epidemias). Lehman fue uno de los mayores vectores que dispersaba la

epidemia del fraude. No debemos enfocarnos solamente en los malos activos que mantenía en sus balances en un momento específico. Si Lehman, por ejemplo, hubiera vendido más de sus hipotecas “Alt-A”, sus pérdidas habrían sido, por supuesto, reducidas, pero las pérdidas sistémicas por los préstamos mentirosos no hubieran cambiado. Si Lehman hubiera vendido grandes cantidades de préstamos “Alt-A” en una fecha anterior a Fannie y Freddie, por ejemplo, podría haber causado el colapso de estas entidades en una fecha anterior y con mayores pérdidas. Eso hasta habría provocado una crisis global aún peor. La Fed, debido a su autoridad HOEPA única, y la SEC, porque tenía jurisdicción sobre cada firma cuyas acciones se intercambian públicamente, fueron las únicas dos entidades que podrían haber restringido a los “vectores” que dispersaban la epidemia del fraude. Eso tendría que haber sido su más alta prioridad. Tenían amplias advertencias de la epidemia de los préstamos mentirosos y del hecho de que estaba dispersándose rápidamente. Lehman, Citi, WaMu, Indymac, y Bear Stearns estaban en todas las listas, pero ni la Fed ni la SEC tomaron acción efectiva hasta después de que casi todo gran generador de préstamos mentirosos había quebrado. Fue como si los servicios de salud pública esperaran que 2.5 millones de estadounidenses muriesen de malaria durante una década para empezar a matar mosquitos.

Es crucial entender que la creación de los préstamos mentirosos requería de múltiples fraudes realizados por múltiples actores. Dado que los préstamos mentirosos crean un ambiente intensamente criminogénico, producen epidemias de fraude. Dado que los préstamos mentirosos también crean la selección adversa severa, tienen un valor esperado inherentemente negativo. Es fácil poner eso en lenguaje sencillo. Cuando Aurora (la firma de Lehman especializada en hacer los préstamos mentirosos) hizo un préstamo mentirosos de 400,000 dólares, creó ingresos contables

(ficticios) anuales de quizás 50,000. También creó una pérdida real de 200,000 o 300,000 dólares. Si Lehman vendía el préstamo mentiroso de 400, 000 a otra empresa por 410,000, Lehman creaba una ganancia (real -pero probablemente fraudulenta) de 10,000. Esto, sin embargo, sencillamente incrementó las pérdidas eventuales del comprador entre 210,000 y 310,000. Cualquier entidad que comprase el préstamo mentiroso (directamente o mediante un CDO) se convertía en dueña de un activo con pérdidas reales masivas (50% - 85%). Supongamos una situación hipotética realista. Fannie compra 60 mil millones de títulos de préstamos mentirosos de Lehman. Los préstamos mentirosos realmente valen 20 mdd, entonces Fannie acaba de realizar una pérdida de 40 mdd. Nos preguntamos: reconocerán esa pérdida los altos funcionarios de Fannie? Si lo reportan, Fannie tendría que decir que es enormemente no rentable e insolvente. Los funcionarios no recibirán sus bonos y casi con certeza serían despedidos. No es una decisión difícil para los gerentes de Fannie.

De forma similar, la compra típica de Fannie requiere de “repos y warrants” del vendedor como garantía de que los activos que le está vendiendo alcanzan estándares de alta de calidad y de valuación crediticia.<sup>12</sup> ¿Será que los altos funcionarios de Lehman revelarían a sus pares en Fannie que sus préstamos mentirosos no cumplen? Si lo hacen, el trato probablemente muere. La compra típica de Fannie le permite ejercer un “put”, o regresar los malos préstamos al vendedor. ¿Será que los gerentes de Fannie, una vez que estaba “preñada” de un balance lleno de miles de millones de dólares de préstamos de baja calidad, escogen “regresar” 60 mdd en títulos de préstamos mentirosos a Lehman en, digamos, junio de 2008? Si lo hacen, 1) se provocaría el colapso de Lehman, y 2) se violaría la regla clave de “no preguntar, no decir” que gobernaba sobre los hipotecas de baja calidad. Si Fannie ejerce su “put”,

---

<sup>12</sup> Véanse el testimonio del Sr. Bowen (Citi) ante el FCIC. En [www.fcic.gov/hearings/pdfs/2010-0407-Bowen.pdf](http://www.fcic.gov/hearings/pdfs/2010-0407-Bowen.pdf)



estaría anunciando a todo el mundo que: 1) hay fraude omnipresente en los préstamos mentirosos; 2) que Lehman vendió préstamos mentirosos fraudulentos a un gran número de firmas financieras a precios exageradamente inflados -y esas firmas no han reconocido sus pérdidas; y 3), es probable que Fannie (y presumiblemente Freddie y otros bancos de inversión y compradores finales) empezarían a ejercer sus opciones “put” sobre los títulos emitidos por instituciones más allá de Lehman. El precio (exageradamente inflado) de los préstamos mentirosos rápidamente colapsaría a su valor real (el cual es solamente 15-20 centavos por dólar). Entre las entidades que tendrían que informar que estaban masivamente insolventes están Fannie y Freddie. Lo cual quiere decir que Fannie no iba a ejercer su “put” sobre ningún gran bloque de préstamos mentirosos.

Sí, Lehman cayó en una crisis de liquidez, pero esa crisis fue causada sobre todo por sus malos activos (apalancando, por supuesto, magnificas ganancias y pérdidas en el valor de sus activos). El problema fundamental de Lehman fue que era insolvente y no rentable. Las operaciones que produjeron gran parte de sus ingresos ficticios provocaron esas pérdidas reales. No pudo vender activos suficientes para resolver sus problemas de liquidez porque sus activos eran tan malos que hubieran tenido que reconocer niveles fatales de pérdidas al realizar tales ventas. No pudo vender acciones (lo cual también proporciona efectivo) para lidiar con sus problemas de liquidez porque todos sabían que estaba en un estado desesperado y no tenía los medios (honestos) para generar utilidades suficientes para salirse del hoyo. No encontró un comprador por la misma razón. Inversionistas accionarios y compradores potenciales pudieron ver hacia mediados de 2008 que la música se había detenido. Los precios de las casas empezaron su declive hacia finales de 2006. La mayoría de prestamistas de hipotecas de mala calidad no asegurados

colapsaron en 2007 o al inicio de 2008. El mercado secundario de títulos de baja calidad colapsó en marzo de 2007 (y no había señales de que podría recuperarse). Fitch (finalmente) hizo público en noviembre de 2006 su estudio de CDOs respaldados por hipotecas de baja calidad, el cual encontró evidencia de fraude en casi cada préstamo. Es necesario recordar los repetidos esfuerzos privados para crear un fondo de la industria para comprar (y mantener los inflados precios) títulos de baja calidad -que reunió exactamente 0 dólares. Los banqueros ya no confiaron en las valuaciones de los títulos de los otros bancos, lo cual cerró una serie de mercados.

El asunto relevante nunca fue: ¿se puede salvar a Lehman? El asunto relevante que la SEC y Fed aparentemente ni siquiera preguntaron fue: ¿cómo podemos detener a Lehman para que no sirva como un vector dispersando la epidemia de préstamos mentirosos? Hubieran preguntado eso -y actuado- a más tardar en 2001. La OTS actuó en 1991 para contener un problema creciente en los préstamos de baja calidad porque entendíamos la selección adversa y su papel para provocar el fraude y el valor negativo esperado. La Fed y la SEC entonces tenían el deber, el poder, el conocimiento de economía y el ejemplo de nuestra exitosa intervención regulatoria (que prevenía una crisis de hipotecas de baja calidad más temprano), todo lo cual les habrían hecho mucho más fácil contener la crisis. A diferencia de 1991 cuando actuamos y prevenimos una crisis hipotecaria, los préstamos otorgados por los actuales prestamistas de “Alt-A” han sido abiertamente llamados “préstamos mentirosos” por la industria. Qué tan difícil pudo ser para la SEC y la Fed descubrir que debían terminar con los “préstamos mentirosos”? Aún si suponemos que la SEC y la Fed estaban tan comprometidas con la idea de que la regulación es la fuente de todo mal, no tienen ninguna excusa para no responder efectivamente en 2004 cuando el FBI les advirtió que la “epidemia” de fraude hipotecario causaría una crisis si no era

contenida. La SEC y la Fed tenían la autoridad única de contener la crisis. No lo hicieron.

### **El fraude hipotecario se volvió endémico**

Aproximadamente el 40% de las hipotecas otorgadas en 2006 era de baja calidad, dividido en partes iguales entre *subprime* (con defectos crediticios conocidos) y “Alt-A” (supuestamente de alta calidad crediticia, pero careciendo de la verificación de datos claves de garantía). Las hipotecas “Alt-A”, por definición, no tuvieron los procesos de evaluación crediticia tradicionales (Bloomberg 2007; Gimein 2008). Casi el 30% del total de las hipotecas en 2006 carecían de esas evaluaciones tradicionales. Una revisión de Fitch (2007) de una muestra pequeña encontró que los procesos de valuación tenían que estar exagerados para permitir el fraude endémico que llegó a caracterizar las hipotecas de baja calidad. Los analistas de Fitch llevaron a cabo un análisis independiente de estos archivos con la ventaja de contar con todos los archivos de origen y servicio. El resultado del análisis fue preocupante por decir lo menos, dado que había la apariencia de fraude o distorsión en casi todos los archivos. El fraude no solamente estaba presente, en la mayoría de los casos, sino que podía ser identificado con una evaluación crediticia adecuada, control de calidad y herramientas de prevención de fraude antes del fondeo del préstamo. Fitch creía que esta muestra de archivos era suficiente para determinar que los controles de evaluación crediticia eran inadecuados y, entonces, el fraude es un factor en los incumplimientos crediticios y pérdidas sobre las hipotecas de años recientes.

El Instituto de Investigaciones sobre Activos Hipotecarios (Mortgage Asset Research Institute, MARI, por sus siglas en inglés), expertos sobre fraude de la Asociación de Bancos Hipotecarios (MBA por sus siglas en inglés), advirtieron que los

préstamos con poca documentación causaron el fraude endémico. Declaraciones de ingresos y préstamos de documentación reducida...son invitaciones abiertas a los defraudadores. Parece que muchos miembros de la industria tienen poca apreciación histórica por el desastre creado por productos de poca o nula documentación que se pusieron de moda a principios de los noventa. Estos préstamos produjeron cientos de millones de pérdidas para sus usuarios. Recientemente, uno de los clientes de MARI recibió una muestra de 100 préstamos hipotecarios con ingresos declarados sobre los cuales tenían formas del IRS 4506. Cuando los ingresos declarados fueron comparados con las figuras del IRS, las diferencias resultantes fueron dramáticas. Noventa por ciento de los ingresos declarados fueron exagerados por 5% o más. De forma más perturbadora, casi el 60% de las cantidades declaradas fueron exageradas por más del 50%. Tales resultados sugirieron que el préstamo efectuado sobre los ingreso declarados reciba el apodo usado por muchos en la industria, el “préstamo mentiroso”.

La misma pregunta obvia (la cual ni Fitch ni MARI levantó) aparece: ¿por qué los prestamistas no usaron los bien conocidos sistemas de evaluación crediticia que son altamente exitosos en la prevención de fraude -aún cuando sabían que el fraude era endémico y causaría pérdidas masivas? La misma respuesta obvia existe -estaba en el interés de los altos mandos optimizar los ingresos contables de corto plazo. Hacerse de la vista gorda al fraude endémico ayudó a optimizar los ingresos declarados y a la compensación ejecutiva.

La referencia de MARI a “principios de los noventa” se dirige a un número de S&Ls, que originaron o compraron préstamos de poca documentación a principios de los noventa. Estos préstamos causaron “cientos de millones de dólares de pérdidas”. Tales pérdidas fueron contenidas porque los reguladores utilizaron sus

poderes de supervisión de forma oportuna para frenar la práctica cuando se dieron cuenta de que estaba creciendo y volviéndose relevante. Se actuó porque se reconoció que la falta de evaluación crediticia maximizaba la selección adversa y garantizaba grandes pérdidas reales (después de ganancias ficticias en el corto plazo). Se ordenó el cese a la práctica aún cuando muchos de los prestamistas estaban reportando ganancias. “Cientos de millones de dólares de pérdidas” es cosa seria, pero si las pérdidas están contenidas en ese número, la cantidad de quiebras será mínima y no habrá riesgo de una crisis. Desgraciadamente, nuestros subsiguiente reguladores no tenía ninguna “apreciación histórica” por las exitosas políticas supervisoras o la identificación del fraude contable controlado. Ellos emitieron “precauciones” a la industria de que los préstamos de baja documentación podrían ser riesgosos, pero rechazaron ordenar el fin de la práctica y nunca consideraron la posibilidad de que los prestamistas estaban en fraudes controlados.

El testimonio de Thomas J. Miller , Procurador General de Iowa, frente a la Junta de la Fed en 2007, muestra porque las pérdidas por fraude son enormes:

Durante los últimos años, el mercado *subprime* ha creado una carrera de fondo en la cual los actores no éticos han sido ampliamente premiados por sus fechorías y los actores éticos han perdido una porción del mercado... Los incentivos del mercado recompensaron la actividad bancaria irresponsable y se les hizo más difícil la competencia a los banqueros responsables. Regulaciones fuertes crearían una cancha nivelada en la cual los actores éticos ya no estarían castigados.

A pesar de las dificultades bien documentadas de los préstamos de 2006, los emisores originales seguían utilizando productos con las mismas características en 2007. Además otros muchos inventaron

ocupaciones o fuentes de ingresos no existentes, o sencillamente inflaron ingresos totales para apoyar a las aplicaciones de préstamos. De forma importante, nuestras investigaciones han encontrado que la mayoría de los fraudes alrededor de los ingresos declarados ocurre por la sugerencia y dirección del emisor original del préstamo, y no del consumidor. Estos riesgos fueron puestos unos encima de otros <sup>13</sup> -interactuando para producir mayor riesgo (IMF 2008: 4-6). Prestamistas honestos de hipotecas de baja calidad hubieran respondido con el establecimiento de reservas contra pérdidas sin precedentes en conformidad con los principios contables generalmente aceptados (GAAP, por sus siglas en inglés). Al contrario, A.M. Best reportó en febrero de 2006 que: “la proporción de reservas-préstamos de la industria ha estado imponiendo límites mínimos durante los últimos tres años” (A.M. Best 2006: 3). La proporción cayó a 1.21% al 30 de septiembre de 2005. Un año después, A.M. Best reportó que “las reservas contra pérdidas ya bajaron a niveles no vistos desde 1985” (aproximadamente 1%) (A.M. Best 2007: 1). A.M. Best seguía señalando que esas reservas contra pérdidas eran exageradamente inadecuadas, en 1985 habían llevado a la crisis de una década entre los bancos y las S&Ls. En 2009, el FMI calculaba las pérdidas sobre activos originados en US en 2.7 billones (IMF 2009: 35 Cuadro 1.3). Las reservas generales contra pérdidas de los bancos y S&Ls en 2006 estuvieron por debajo de 100 mdd, de tal forma que las reservas generales contra pérdidas tendrían que ser aproximadamente 30 veces mayores para ser adecuadas. Si los prestamistas hubieran establecido reservas contra pérdidas adecuadas, hubieran reportado que estaban gravemente sin rentabilidad, lo cual era la realidad económica. Las agencias regulatorias bancarias, la SEC y la “disciplina del mercado privado” no requerían reservas ni remotamente adecuadas ni una honestidad mínima en sus informes financieros. Los fraudes controlados actuales utilizaron las mismas técnicas de

---

<sup>13</sup> “Layered” (N. del T.)

optimización que las S&Ls, pero lo hicieron de forma mucho mayor.

### **Si no se investiga, no se encuentra el fraude**

Los criminólogos y reguladores financieros han advertido por mucho tiempo que la negativa de regular la esfera financiera *de facto* descriminaliza el fraude controlado en la industria. El FBI no puede investigar de forma efectiva más que un pequeño número de los masivos fraudes contables controlados. Solamente los reguladores pueden tener el conocimiento, el personal y la sabiduría para identificar de forma oportuna los signos de un fraude contable controlado para preparar las detalladas referencias criminales necesarias que sirven como mapa para el FBI, y para asignar al personal para trabajar para el FBI y servir como sus “guías” durante la investigación.

La agencia regulatoria de las S&Ls hizo la persecución con una alta prioridad. El resultado fueron más de 1000 condenas de delitos graves entre altos funcionarios de los bancos y los conspiradores. Esto representa el esfuerzo más eficaz en contra de los criminales de cuello blanco. La agencia también llevó más de 1000 acciones administrativas y cientos de juicios civiles contra las élites de los fraudes controlados. Uno de los resultados de todo eso fue un informe extensivo y público que confirmó que el fraude estuvo “invariablemente presente” en los “grandes errores típicos” (NCFIRRE 1993). Los fraudes de la era de Enron fueron fraudes contables controlados y el esfuerzo contra ellos se hizo demasiado tarde y de manera débil, respecto del efectuado contra los fraudes de las S&Ls, igualmente implicó múltiples condenas y ofreció una documentación publica sustancial.

El FBI, sin embargo, después de un comienzo brillante al identificar la epidemia del fraude hipotecario, se desvió trágicamente y sus esfuerzos de contener la epidemia fracasaron. El FBI padecía

de un horrible problema de capacidad de sistemas. No tenía los agentes y el conocimiento para lidiar con las epidemias simultáneas de fraudes controlados que encontró en esta década. Sus problemas de capacidad de sistemas se volvieron agobiantes cuando 500 especialistas de crimen de cuello blanco fueron transferidos a investigaciones de seguridad nacional en respuesta a los ataques del once de septiembre y la administración negó la autorización al FBI para contratar nuevos agentes para reemplazar los especialistas de crimen de cuello blanco transferidos. La limitación más significativa de los esfuerzos de los reguladores, el FBI y el Departamento de Justicia (DOJ, por sus siglas en inglés) para contener la epidemia de fraude hipotecario y la crisis financiera no fue un malentendido de la causa de la epidemia y de por qué causaría una crisis financiera catastrófica. La industria de la banca hipotecaria controló el contexto del asunto del fraude hipotecario. Tal industria representa a los prestamistas que causaron la epidemia de fraude hipotecario. La asociación de la industria es la MBA. Esta siguió la estrategia obvia de pintar a sus miembros como víctimas del fraude hipotecario. Lo que nunca mencionó fue que los funcionarios que se contaban entre sus miembros fueron los principales beneficiados del fraude hipotecario. La asociación comercial es de los “ladrones”. El MBA postulaba que todo el fraude hipotecario estaba dividido en dos categorías y ninguna de los dos incluyó al fraude contable controlado. El FBI, impulsado por su aguda incapacidad en sistemas, formó una “asociación” con el MBA y adoptó la clasificación (absurda) en dos categorías del fraude hipotecario del MBA (FBI 2007). El resultado es que no ha habido ni un arresto, acusación o condena de algún alto directivo de alguno de los prestamistas de hipotecas de baja calidad por el fraude contable.

Una de las diferencias más dramáticas y desafortunadas entre la crisis actual y la debacle de las S&Ls es que las agencias regulatorias financieras no dieron al FBI nada de ayuda en esta crisis -



aún después de que había advertido sobre la epidemia del fraude hipotecario. El FBI no hace mención de las agencias en su lista de fuentes de referencias criminales para el fraude hipotecario. Los datos sobre las referencias criminales para el fraude hipotecario muestran que las instituciones financieras reguladas, a las cuales se les requieren de registrar referencias criminales cuando encuentran “actividades sospechosas” indicando el fraude hipotecario, normalmente no lo hacen. No hay evidencia de que las agencias responsables por la aplicación del requerimiento de registrar las referencias criminales hayan tomado acción alguna para limitar las violaciones comunes.

Como reportó el *New York Times* a finales de 2008, la agobiante mala caracterización de la naturaleza de la epidemia del fraude hipotecario llegó desde la cúspide:

El Procurador General de la Nación Michael B. Mukasey ha rechazado llamadas del Departamento de Justicia para crear el tipo de comisión nacional “task force” que hizo en 2002 como respuesta al colapso del Enron.

Mukasey dijo en junio que la crisis hipotecaria era un “tipo de fenómeno” diferente, que fue un problema localizado más cercana al “crimen de cuello blanco de la calle.”

La autoridad legal más alta de la Nación se creyó completamente la mala caracterización de la epidemia de fraude de hipotecas de la MBA. El hecho de que Mukasey no investigara a los fraudes elite creó una profecía auto cumplida en la cual el FBI y el DOJ perseguían solamente a las “criminales de cuello blanco de la calle” (los peces pequeños) y así confirmaron que el problema fue de los peces pequeños. Así la persecución del fraude solamente llevaba a un fracaso garantizado. El éxito de la MBA al inducir que el FBI ignorara los fraudes controlados recuerda de esta escena en la película original de *Star Wars* en la cual Obi-Wan utiliza sus

poderes del Jedi para pasar un reten imperial con dos androides buscados a plena vista:

“Tropa imperial: Permítame su identificación.

Obi-Wan: [con un pequeño movimiento de su mano] No necesitan ver su identificación.

Tropa imperial: No necesitamos ver su identificación.

Obi-Wan: Esos no son los androides que buscan.

Tropa imperial: No son los androides que buscamos.

Obi-Wan: El puede seguir su camino.

Tropa imperial: Puedes seguir tu camino.

Obi-Wan: Adelante.

Tropa imperial: Adelante.

Luke: No entiendo como pasamos el reten. Pensé que estábamos muertos.

Obi-Wan: La Fuerza puede tener una influencia fuerte sobre las mentes débiles.”

El FBI no debe ser de “mente débil” sobre los criminales de cuello blanco. No debe dejarse engañar por “trucos de mente del Jedi” procedentes de los cabildeos de los “criminales”. No debe subestimar la importancia de las señales endémicas del fraude contable controlado en cada prestamista especializado en hipotecas de baja calidad cuando hasta en una investigación preliminar se había hecho público. El FBI, DOJ, los reguladores bancarios, la SEC, y todas las supuestas fuentes de la “disciplina del mercado privado” no actuaron contra (y hasta elogiaron) las *estructuras de incentivos perversas* que los fraudes contables controlados crearon para provocar que los peces pequeños actuaran de forma fraudulenta. Esas estructuras de incentivos aseguraron que siempre había muchos más nuevos peces pequeños para reemplazar a los relativamente pocos peces pequeños que el DOJ pudo encarcelar. Los fraudes contables controlados producen de forma intencional

ambientes altamente criminogénicos para reclutar (normalmente sin la necesidad de un complot formal) los aliados de fraude que optimizan el fraude contable. Ellos crean la perversa dinámica de Gresham que significa que los engañadores prosperan a la costa de sus competidores honestos. El resultado puede ser que los no éticos expulsan a los éticos del mercado. Si Mukasey hubiera sido consciente de la investigación sobre criminología moderna de cuello blanco, se hubiera visto forzado a preguntar por qué decenas de miles de peces pequeños pudieron causar una epidemia de fraude hipotecario en una industria que históricamente había limitado las pérdidas por fraude a menos de 1% de sus activos. Ignorar la buena teoría produce malas políticas de justicia criminal.

### **Tamaño del fraude hipotecario endémico y el FBI**

El tamaño de la crisis financiera actual y la incidencia del fraude exceden ampliamente al debacle de las S&Ls. El FBI dio testimonio que “había incrementado el número de agentes especiales que investigan casos de fraude hipotecario en el país de 120 Agentes Especiales en el año fiscal de 2007 a 180 agentes especiales en el año fiscal de 2008...” Su testimonio señaló que empleó 1,000 agentes del FBI y expertos forenses en contra de los fraudes de las S&Ls (Pistole, 2009). Recibió más de 63,000 referencias en el último año por lo cual tiene datos completos (una cifra que ha crecido sustancialmente cada año). El FBI, entonces, solamente puede investigar un porcentaje ínfimo de referencias criminales de fraude hipotecario. El FBI reporta que el 80% de las pérdidas por fraude hipotecario ocurren cuando “funcionarios de la industria” están involucrados en el fraude (FBI 2007).

Solamente se requieren que los bancos federalmente asegurados y las S&Ls registren las referencias criminales. Los prestamistas no asegurados hicieron el 80% de las hipotecas de baja calidad (*subprime* y “Alt-A”), y los peores préstamos de baja calidad que más invitaron el fraude. Esos prestamistas pueden hacer referencias

criminales y sería en el interés de los prestamistas honestos hacerlo, pero raramente lo hacen. Eso quiere decir que la primera aproximación de la verdadera incidencia de fraude hipotecario implicaría multiplicar 63,000 por cinco (315,000). Tal extrapolación, sin embargo, solamente sería rigurosa si: A) los prestamistas asegurados encontraran todo el fraude hipotecario y, B) registraron referencias criminales cuando encontraron posibles fraudes. El FBI cree que las entidades aseguradas identifican el fraude hipotecario antes de dar el préstamo en alrededor del 20% de los préstamos sin documentación (conocidos como “préstamos mentirosos” en la industria) (*New York Times*, 6 de abril, 2008). Multiplicando 315,000 por cinco produce un producto más allá de los 1.5 millones.

Los datos sobre referencias muestran que el prestamista asegurado típico raramente hace referencias cuando encuentra el fraude hipotecario. El reporte FinCEN de octubre de 2009 sobre las referencias criminales del fraude hipotecario (en su jerga, los Reportes sobre Actividad Sospechosa (SARs, por sus siglas en inglés) encontró:

Durante la primera mitad de 2009, aproximadamente 735 instituciones financieras entregaron SARs, equivalente a más o menos 50 más en comparación con el mismo periodo en 2008. Los que mas registraron entregaron el 93% de todos los SARs de fraude hipotecario, consistente con el mismo periodo de 2008. Sin embargo, los SARs entregados por los diez mayores registradores incrementaron del 64 al 72%.

Solamente un pequeño porcentaje de los prestamistas hipotecarios, 75 en total (aproximadamente el 10% de los prestamistas hipotecarios asegurados a nivel federal), registraron una referencia criminal de fraude hipotecario durante la epidemia de fraude hipotecario. De los 735 que realizaron por lo menos un registro, menos de 200 entregaron más de cuatro. Apenas diez instituciones proveen el FBI con casi tres cuartos de sus registros SAR sobre

fraude hipotecario. No podemos construir una fiel aproximación del grado de subregistro de referencias criminales cuando los bancos asegurados encuentran el fraude, pero podemos inferir que la negativa de registrar es enorme. La explicación lógica de la amplia resistencia de registrar las referencias criminales cuando encuentran los fraudes hipotecarios es que éstos temen que si lo registran, el FBI vendría a su institución y descubriría su complicidad en el fraude.

Para resumir, en el año fiscal 2007, el FBI tenía menos de un octavo de los recursos que tuvo cuando investigó los fraudes de las S&Ls, a pesar del hecho de que la crisis actual tal vez es 30 veces peor que el debacle de las S&Ls. Enfrentó más de un millón de fraudes hipotecarios por año. Pudo investigar menos de mil casos por año. Aún cuando cada investigación hubiera sido exitosa, el FBI habría sido completamente ineficiente en prevenir o incluso para frenar materialmente la epidemia del fraude hipotecario. La estrategia de Mukasey de perseguir los peces pequeños dio a los fraudes controlados un pase libre y sin haber desanimado a los peces pequeños. La propuesta legislativa del Kaptur para fondar el reemplazo de los agentes reasignados del FBI es un paso necesario.

### *¿Y si hubiéramos buscado?*

Durante los últimos meses, se han revelado hechos sobre cuatro masivas instituciones activas en el mercado de las hipotecas de baja calidad que muestran fuerte evidencia de la criminalidad de elite que habría sido revelada – en algunos casos hace cinco años -, si hubiera habido investigaciones reales. En adición a Lehman, ha habido información recientes sobre: *WaMu*<sup>14</sup> y otros, por ejemplo:

---

<sup>14</sup> Para quien le interese puede leer el informe del Comité Bancario del Senado y los documentos de apoyo, se encuentran en: <http://levin.senate.gov/newsroom/release.cfm?id=323765>

***Citicorp***

El testimonio preparado del Sr. Richard Bowen, Ex Vice Presidente Senior y Business Chief Underwriter de CitiMortgage Inc. ante la Comisión de Investigación sobre la Crisis Financiera el 7 de abril de 2010.<sup>15</sup> Este testimonio recibió mucho menos atención porque él habló el mismo día que Alan Greenspan y los ex altos mandatarios de Citi. Es desafortunado porque él fue mucho más revelador de las operaciones de Citi que los primeros. Bowen reveló que Citi también fue un vector masivo, vendiendo más de 50 mmdd de préstamos por año, que fueron en su mayoría malas hipotecas, a Fannie y Freddie principalmente. El canal delgado de flujo compró aproximadamente 50 mmdd por año. Esas hipotecas no fueron evaluadas por nosotros antes de que fueran compradas. Mi área de garantía de calidad era responsable de evaluar una pequeña muestra de los archivos después de su compra para asegurar que la calidad de crédito se mantenía. Esas hipotecas fueron vendidas a Fannie Mae, Freddie Mac y otros inversionistas. Aunque no hicimos la evaluación crediticia sobre esas hipotecas, Citi efectuó repos y warrants a los inversionistas de manera que las hipotecas fueron evaluadas conforme a las pautas crediticias de Citi.

A mediados de 2006 descubrí que más de 60% de esas hipotecas que se compraron y vendieron eran defectuosas. Dado que Citi había dado repos y warrants a los inversionistas de manera que las hipotecas no fuesen defectuosas, los inversionistas podían haber obligado a Citi a comprar varios miles de millones de dólares de estos activos defectuosos. Esta situación representó un gran riesgo potencial a los accionistas de Citigroup. Empecé a difundir advertencias en junio de 2006 e intente que la administración enfrentará esos asuntos cruciales de riesgo. Esas advertencias seguían a lo largo de 2007 y se fueron a todos niveles del Grupo de

---

<sup>15</sup> Puede encontrarse en: <http://www.fcic.gov/hearings/04-07-2010.php>

Préstamos al Consumo. Seguimos comprando y vendiendo a los inversionistas volúmenes aún mayores de hipotecas a lo largo de 2007. Y las hipotecas se incrementaron durante 2007 más allá del 80% de la producción.

Finalmente, los cargos de la SEC en contra de Goldman Sachs muestran que esta institución debe agregarse a la lista de fraudes financieros de élites

### Referencias y Bibliografía

- Akerlof, George A. (1970). "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics* 84 (3), pp. 488–500.
- Akerlof, G., Romer P., 1993. Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit, en: Brainard, W., Perry, G. (Eds.), *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 1-73.
- A.M. Best. February 2006. "U.S. Banking Trends for 2005 – Signaling End of Peak Industry Cycle." [www.ambest.com/banks/reports/ambest-bankingtrends2005.pdf](http://www.ambest.com/banks/reports/ambest-bankingtrends2005.pdf)
- Becker, G. (1968). "Crime and Punishment: An Economic Approach". *The Journal of Political Economy* 76, pp. 169-217.
- Black, W. 2000. Control Fraud and Control Freaks. In: *Contemporary Issues in Crime and Criminal Justice*, Pontell, H., Shichor, D. (Eds.). Prentice Hall, Saddle River, N.J., pp. 67-80.
- Black, W., 2003. Reexamining the Law-and-Economics Theory of Corporate Governance. *Challenge* 46, No. 2 March/April, 22-40.
- Black, W., 2005. *The Best Way to Rob a Bank is to Own One: How Corporate Executives and Politicians Looted the S&L Industry*. University of Texas, Austin.
- Black, W., Calavita, K., Pontell, H., 1995. The Savings and Loan Debacle of the 1980s: White-Collar Crime or Risky Business? *Law and Policy*, 23-55.
- *BusinessWeek*. May 19, 2003. "Getting Money to Where it Hasn't Gone." [http://www.businessweek.com/magazine/content/03\\_20/b3833125\\_mz020.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/03_20/b3833125_mz020.htm)

- Calavita, K., Pontell, H., Tillman, R., 1997. *Big Money Crime*. University of California Press, Berkeley.
- CNN (2004) "[FBI warns of mortgage fraud 'epidemic': Seeks to head off 'next S&L crisis'](#)" CNN, Sept. 17, 2004.
- Cutter, B. November 24, 2009. "Keep Tim Geithner." <http://www.newdeal20.org/?p=6569>
- Easterbrook, F., Fischel, D., 1991. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN). October 2009. "The SAR Activity Review." [http://www.fincen.gov/news\\_room/rp/files/sar\\_tti\\_16.pdf](http://www.fincen.gov/news_room/rp/files/sar_tti_16.pdf)
- Gormley, Michael. November 1, 2007. "Cuomo: Appraisers pressured to inflate subprime mortgage values." [http://seattletimes.nwsourc.com/html/business/technology/2003987769\\_webwamu01.html](http://seattletimes.nwsourc.com/html/business/technology/2003987769_webwamu01.html)
- Harney, Kenneth R. February 3, 2007. "Appraisers Under Pressure to Inflate Values." <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/02/02/AR2007020200712.html>
- IMF (2008) Global Financial Stability Report, october. [www.imf.org](http://www.imf.org).
- Informe Valukas (2010) Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report. <http://lehmanreport.jenner.com/>
- Ip, Greg, y Damiam Paletta. "Regulators Scrutinized In Mortgage Meltdown." March 22, 2007. *The Wall Street Journal Online*
- MARI. 2007. "Mortgage Fraud: Strengthening Federal and State Mortgage Fraud Prevention Efforts" (2007). Tenth Periodic Case Report to the Mortgage Bankers Association.
- Mortgage Bankers Association. October 2007. "Policy Position: The Importance of Accurate Appraisals Performed by Independent Appraisers." <http://www.mbaa.org/Advocacy/IssuePapers/IndependentAppraisers.htm>
- Morgenson, Gretchen. April 6, 2008. "Fair Game: A Road Not Taken by Lenders." <http://www.nytimes.com/2008/04/06/business/06gret.html?scp=2&sq=mortgage+fraud&st=nyt>
- National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement (NCFIRRE), 1993. *Origins and Causes of the S&L Debacle: A Blueprint for Reform*. A Report to the President and



- Congress of the United States. Government Printing Office, Washington, D.C.
- Pierce, J., 2004. Causes of the S&L Debacle. Ponencia no publicada presentada en la Conferencia anual de la Allied Social Sciences Association. Se encuentra en el archivo del autor.
  - Pistole, John. February 11, 2009. Testimony before the United States Senate Committee on the Judiciary. “The Need for Increased Fraud Enforcement in the Wake of the Economic Downturn.”
  - Pummer, Chris. April 24, 2007. “Real-Estate Appraisers Feel Pressure to Inflate Home Values.” In *Market Watch*.
  - <http://www.realestatejournal.com/buysell/markettrends/20070424-pummer.html>
  - [E-mail from Frank Raiter to Richard Gugliada et al., March 20, 2001](http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250)  
<http://oversight.house.gov/story.asp?ID=2250>
  - Wheeler, S., Rothman, M. 1982. The Organization as Weapon in White Collar Crime. *Michigan Law Review* 80, No. 7: 1403-1426.

Fecha de entrega: abril 2010

Fecha de aprobación: julio 2010