



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

Crisis Financiera de 2008 y Responsabilidad de los Administradores

Trabajo de Fin de Grado

Autor: Jorge Ochoa Mosquera

Curso: 5º E3-C

Derecho Mercantil

Tutor: Carlos Paredes Galego

Madrid

ABRIL 2020

Índice

1. Introducción	5
2. Papel de los Reguladores	7
2.1. Período de desregularización del sector	7
2.2. Crisis de las empresas tecnológicas y medidas posteriores	9
2.2.1. <i>Crisis de las empresas DotCom</i>	9
2.2.2. <i>Medidas adoptadas ante la Crisis de las empresas tecnológicas</i>	10
2.3. Estrecha relación de las agencias reguladoras con el sector bancario privado	14
3. Papel del sector bancario	17
3.1. Papel de la industria bancaria en la desregularización	17
3.2. Desarrollo de productos financieros complejos a través de la titulación	19
3.2.1. <i>Funcionamiento de la cadena de titulación</i>	20
3.2.2. <i>Firme oposición a los derivados de la CFTC</i>	21
3.3. Burbuja inmobiliaria	22
3.3.1. <i>Expansión de la burbuja inmobiliaria</i>	22
3.3.2. <i>Entrada en escena de las aseguradoras y desinversión de los bancos</i>	23
4. Papel de las agencias de calificación	24
5. Papel de los operadores del mercado	28
5.1. Papel de los consumidores	28
5.2. Papel de las empresas	30
6. Consecuencias de la Crisis Financiera de 2008	32
6.1. Consecuencias económicas de la Crisis Financiera de 2008	32
6.1.1. <i>Fractura de la cadena de titulación y falta de liquidez</i>	32
6.1.2. <i>Plano macroeconómico</i>	35
6.2. Medidas adoptadas ante la Crisis Financiera	37
6.2.1. <i>Líneas principales de actuación</i>	37
6.2.2. <i>Medidas para regular el sistema financiero</i>	38
6.3. Procesos judiciales y sanciones impuestas	40
6.3.1. <i>Cargos penales presentados contra individuos</i>	40
6.3.2. <i>Cargos penales presentados contra bancos y empresas del sector</i>	42
6.3.3. <i>Cargos civiles presentados contra individuos, bancos y empresas del sector</i>	42

6.3.4.	<i>El por qué sobre el bajo número de procesos y condenas penales</i>	43
6.4.	Sesgo Retrospectivo y Business Judgement Rule	45
6.4.1.	<i>El Sesgo Retrospectivo</i>	45
6.4.2.	<i>La Business Judgement Rule</i>	46
6.4.3.	<i>Estrecha relación entre el Sesgo Retrospectivo y la Business Judgement Rule</i>	48
7.	Conclusiones	49
8.	Bibliografía	52
9.	Anexos	

Listado de abreviaturas

EE. UU. – Estados Unidos de América

OTC – *over the counter* (derivados)

CEA – Commodity Exchange Act

EGTRRA – Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act

NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotation

JGTRRA – Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act

HOEPA – Home Ownership & Equity Protections Act

SEC – Securities and Exchange Commission

CDO – Collateralized Debt Obligations

CDS – Credit Default Swaps

CFTC – Commodity Futures Trading Commission

NINJA – *No Income, No Job and No Assets*

CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores

PIB – Producto Interior Bruto

TARP – Troubled Asset Relief Program

FSP – Financial Stability Plan

HARP – Home Affordable Refinance Program

ARRA – American Recovery and Reinvestment Act

FBI – Federal Bureau of Investigation

DOJ – Department of Justice

Resumen

Este documento trata de aportar una explicación desde una perspectiva jurídica a la Crisis Financiera de 2008 en Estados Unidos a través del análisis de las actuaciones de los distintos agentes involucrados.

Se examinarán las causas que acabaron con 40 años de expansión económica norteamericana, y condujeron al auge del sector financiero, así como el papel de cada agente y su influencia. Posteriormente, se relatan las distintas consecuencias traídas a colación por los hechos dados, la depuración de responsabilidades y se concluye con un análisis jurídico de los procesos judiciales y la insuficiencia de respuestas.

Palabras Claves: Crisis Financiera, Desregularización, Mercado Hipotecario, Productos Financieros Complejos, Agentes Económicos, Sesgo Retrospectivo y *Business Judgement Rule*.

Abstract

This document tries to endow an explanation to the 2008 Financial Crisis from a legal perspective, in the United States of America, through the action analysis of the different economic agents involved.

The causes that ended with a 40-year period of economic welfare in the U.S. and lead to the heyday of the financial sector are examined, as well as the role played by economic agents and their influence. Subsequently comes the study of the consequences of events, the debugging responsibilities and concludes with an analysis of the legal proceedings and lack of responses.

Key Words: Financial Crisis, Deregulation, Mortgage market, Complex Financial Products, Economic Agents, Hindsight Bias & Business Judgement Rule.

1. Introducción

El objeto de este Trabajo es analizar la actuación de los entes públicos y privados, además de la ciudadanía, relacionados con la Crisis Financiera acontecida en 2008. Se pretende mostrar las deficiencias del sistema regulador en el control de las instituciones financieras durante los años previos y analizar la reacción ante el estallido de la burbuja inmobiliaria.

El porqué de esta temática reside en la irrisoria responsabilidad a la que se vieron sometidos todos los culpables de esta catástrofe económica sin precedentes y que dejó tiritando al sistema financiero global. Existe extensa literatura acerca de la Crisis Financiera, sin embargo, una vez analizados los efectos devastadores de la misma, cabe preguntarse qué fue de aquellas personas, tanto físicas como jurídicas, categorizadas como actores en la Crisis.

El presente Trabajo tiene como objetivo principal examinar la actuación de los diferentes agentes económicos involucrados en el desarrollo de la burbuja de precios y la posterior Crisis Financiera, así como la influencia de sus decisiones y la posterior responsabilidad por las mismas.

A su vez, se pretenden cumplir una serie de objetivos secundarios que complementarán el objetivo marcado. Por un lado, sintetizar el proceso de desregularización americano, contextualizar los sucesos acontecidos y evaluar las distintas responsabilidades presentes en el mismo. Asimismo, analizar las actuaciones de los distintos operadores en el marco temporal previo a la Crisis Económica y su legitimación, así como dotar a las mismas de relevancia jurídica. Por último, examinar la confluencia de aspectos jurídicos en una temática eminentemente económica y analizar su relevancia en los hechos producidos.

La estructura del Trabajo consta de seis apartados, de los cuales cuatro corresponden al estudio de los roles desempeñados por cada uno de los agentes involucrados en la Crisis Financiera y la repercusión de las acciones o decisiones adoptadas. Asimismo, se pondrá de relieve la situación que existía en EE. UU. en el ámbito legal, antes de tratar en profundidad las actuaciones de cada uno de los agentes involucrados en esta recesión económica.

Posteriormente, se tratará de mostrar una imagen fiel de lo ocurrido tras el cese de la burbuja inmobiliaria y la consecuente caída, cual castillo de naipes, del sistema financiero

contemporáneo. Se examinarán las consecuencias económicas del desplome, pero con mayor detalle las medidas como respuesta a la Crisis y los procesos civiles y penales que tuvieron lugar. Por último, bajo el mismo apartado, se analizará la relación de la temática con los conceptos jurídicos del sesgo retrospectivo y la *business judgement rule*, así como la estrecha relación entre ambos.

La metodología propuesta para esta temática está basada en el estudio completo del marco regulatorio existente y las diferentes vicisitudes sufridas en la legislación durante las décadas previas a la burbuja de precios, así como durante los años posteriores a la misma a modo de corrección de los fallos observados. Éste puede tratarse de uno de los medios más adecuados para observar el cambio sufrido en los mercados financieros desde una perspectiva legal.

Asimismo, se ejecutará un análisis del espectro económico, en relación con las múltiples modificaciones realizadas en la normativa sobre los mercados financieros, tanto del desarrollo de productos financieros y la cadena de titulización, así como de las consecuencias tanto micro como macroeconómicas de los mismos.

Por último, nos distanciaremos de la metodología aplicada hasta el momento para analizar la confluencia de ciertos conceptos jurídicos, previamente mencionados, con la Crisis Financiera de 2008.

En definitiva, este Trabajo de Fin de Grado pretende dar respuesta a muchas preguntas relacionadas con la Crisis Financiera desde un ámbito legal y regulador, junto con pinceladas económicas, que ayuden a mostrar una imagen fiel de lo ocurrido y nos permita extraer conclusiones acertadas acerca de la temática planteada.

2. Papel de los Reguladores

En primer lugar, el papel de los reguladores resulta fundamental para poder inferir cómo se gestó la Crisis Financiera. Bien es cierto que pueden ser exonerados de culpabilidad directa sobre los hechos acaecidos, no obstante, su contribución mediante políticas económicas y fiscales y la liberalización del sector bancario, no hicieron sino condenar a una sociedad cada vez más consumista.

2.1. Período de desregularización del sector

El papel a destacar de los reguladores comenzó en los años 80, cuando se inició una política de desregularización constante que tuvo lugar durante varias décadas. El primer paso fue posibilitar la apertura de los pequeños bancos de inversión, cuyo parvo capital era propiedad de los socios, a la inversión de capital externo. (Pineda, 2011)

Para poner en contexto la situación del mercado bancario en los años 80, desde 1933 la industria se encontraba fuertemente regulada tras la aprobación del *Glass-Steagal Act*. Se trataba de una ley diseñada con el objetivo de restaurar la confianza en el sistema bancario tras el Crac del 29, dentro del programa intervencionista *New Deal* del presidente Roosevelt. (Amadeo I, 2019)

A través de esta nueva normativa, se llevó a cabo una importante reforma del sistema en el que se separaban las actividades de los bancos comerciales de los bancos de inversión en aras de evitar la especulación bursátil con los depósitos de los clientes. A los bancos comerciales se les permitía, como actividades principales, recibir depósitos y conceder préstamos, pero se vetaba su participación en el mercado de valores. Por su parte, los bancos de inversión operaban a la inversa, financiándose a través del mercado de valores exclusivamente. (Maues, 2013)

Tras 40 años en los que EE. UU. experimentó un fuerte crecimiento económico fundado en la estabilidad financiera, el sector bancario conminó a los reguladores para que se acometieran cambios en la industria, debido al nacimiento de entidades sujetas a menor regulación que lograron arrebatarles cuota de mercado.

El proceso de desregularización se inició en 1980 con el *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, que fomentó la supresión de limitaciones impuestas a instituciones financieras que aceptaban depósitos (sobre todo en cuanto a la

oferta de tipos de interés) y reforzaba el control de la Reserva Federal sobre la política monetaria.

El proceso prosiguió durante el mandato de Alan Greenspan (presidente de la Reserva Federal de EE. UU. entre 1987 y 2006). Durante este período también se aprobó el *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* de 1994, con el fin de suprimir restricciones existentes relativas a la apertura de sucursales. (Johnston, 2019)

Para finales de los años 90, Wall Street había adquirido mucho poder e influencia en la toma de decisiones políticas y económicas. Ello se tradujo en la aprobación en 1999 del *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999 (también conocido como el *Financial Services Modernization Act*) a través del cual se derogó gran parte de la regulación establecida en el *Glass-Steagall Act* y el *Bank Holding Act* de 1956 en torno a la escisión de la banca de inversión y comercial. A través de esta Ley, se permitía a los bancos ofrecer servicios comerciales, seguros e inversión bajo un mismo tejado. Asimismo, la adopción de esta normativa se hizo con el propósito de permitir la fusión entre CitiCorp y Traveler y allanar el camino para futuras fusiones de especial envergadura en el sector. (Janger & Schwartz, 2001)

Por último, debe destacarse la normativa más importante, en cuanto a repercusión se refiere, aprobada durante este periodo. En el año 2000, el Congreso de los EE. UU. aprobó el *Commodity Futures Modernization Act*, una ley que fue desarrollada con la ayuda de los principales *lobbies* financieros y que vetaba y suprimía toda regularización sobre el mercado de derivados OTC (*over-the-counter*).

A través de esta nueva normativa, las operaciones de derivados OTC no estarían reguladas como futuros bajo la legislación existente en el *Commodity Exchange Act* (CEA) de 1936 o como valores bajo las leyes federales. Esto supuso que la mayoría de los operadores de derivados, principalmente bancos, se encontraran con un mercado libre de restricciones. Por tanto, se desató el uso e innovación sobre productos financieros complejos lo que aceleró el colapso de las principales empresas financieras estadounidenses. (Kloner, 2001)

El principal supervisor del mercado de derivados era la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), un organismo completamente politizado que, aunque trató de que

se le concedieran mayor autonomía y potestades legislativas, le fueron continuamente denegadas y su función se limitaba a la supervisión.

El proceso de desregularización, junto con la inactividad de los reguladores, contribuyeron al desarrollo de la industria bancaria hacia una mayor complejidad estructural de las organizaciones. Se dio pie a la aparición de grandes conglomerados financieros que abarcaban la mayor parte del mercado, así como al desarrollo de productos financieros complejos que acabaron por destruir el sistema financiero al completo.

2.2. Crisis de las empresas tecnológicas y medidas posteriores

2.2.1. Crisis de las empresas DotCom

Durante este período se produjo un importante hito que fue la conocida como *DotCom Bubble* a finales de los años 90 (entre 1995 y el 2000). La mencionada burbuja de precios, basada puramente en la especulación en torno a valores de empresas tecnológicas (que estaban consideradas las empresas del futuro), causó un crecimiento en el NASDAQ (bolsa de valores electrónica de Nueva York) y una posterior caída de similar magnitud. Esto no hizo sino conducir a la quiebra a una abundante cantidad de compañías. (Hayes, 2019)

El propio Alan Greenspan ya advirtió de que los mercados estaban actuando de una forma totalmente irracional y desproporcionada en diciembre de 1996. Sin embargo, el aviso no se tradujo en un endurecimiento de la política monetaria hasta febrero del 2000 cuando, entre otras medidas, se optó por subir los tipos de interés de forma drástica con el fin de reducir la inflación. La extrema volatilidad en los mercados provocó que la subida no fuera respaldada por muchos economistas estadounidenses. (Gongloff, 2002)

Tras el pico de valor en el NASDAQ en marzo del 2000, y ante el escenario planteado por la Reserva Federal, muchos inversores retiraron fondos y en cuestión de meses las empresas perdieron todo su valor.

"No aumentó las tasas de interés para frenar el entusiasmo del mercado, ni siquiera buscó imponer requisitos de margen a los inversores bursátiles. En cambio, esperó hasta que estalló la burbuja, como lo hizo en 2000, luego trató de limpiar el desastre después " (Krugman, 2009)

Al contrario que lo expuesto por Krugman (Premio Nobel de Economía en 2008), muchos de los críticos, en referencia a la gestión de la inflación en los precios por parte de Greenspan, defendían que las medidas debían haberse adoptado con mayor premura y que las subidas de los tipos de interés favorecieron el estallido de la burbuja.

Aunque no se entrará en detalles económicos, este adelanto de lo que vendría en 2008, sirve para poner de manifiesto la política monetaria de la Reserva Federal, y en especial de Alan Greenspan, quién siempre apostó por una política liberalizadora (dejando operar a los bancos sin apenas restricciones) y abierta a los mercados internacionales. Si bien es cierto que existen distintos agentes reguladores de los mercados, destaca el papel de la Reserva Federal, ya que aporta un claro ejemplo de fracaso a la hora de salvaguardar a los ciudadanos americanos de los entes financieros, primando la salud de éstos últimos.

2.2.2. Medidas adoptadas ante la Crisis de las empresas tecnológicas

Ante la frágil situación en la que se encontraba la economía americana tras estallar la burbuja (el NASDAQ terminó de caer a finales de 2002) y los ataques terroristas de septiembre de 2001, desde el Gobierno de EE. UU. y la Reserva Federal se adoptaron diferentes medidas para reconducir la situación.

En 2001, el presidente Bush autorizó una bajada de impuestos a través del *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* (EGTRRA) para paliar los efectos de la Crisis de ese mismo año. Las principales provisiones adoptadas en dicha legislación fueron las reducciones de los impuestos sobre la renta y sobre bienes inmuebles. Sin embargo, estas medidas generaron un importante revuelo en la sociedad ya que beneficiaban a los ciudadanos con una renta mayor en perjuicio de aquellos con rentas medias o bajas. Asimismo, se incrementaba la deuda soberana del país durante los diez años siguientes. (Stevenson, 2001)

En 2003, el presidente Bush autorizaba el *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act* (JGTRRA). Esta ley estaba destinada a incrementar las deducciones de impuestos en las pequeñas empresas y los impuestos sobre ganancias de capital y dividendos. Además, el JGTRRA aceleraba algunas de las provisiones incluidas en el EGTRRA como el *Child Tax Credit* que también benefició a la clase media, pero una vez más favoreció en mayor medida a la clase alta. (Amadeo, 2020)

Estas extensas bajadas de impuestos adoptadas por el Gobierno fueron muy apoyadas por el propio Greenspan, quién resultó ser un importante apoyo para la causa. Posteriormente admitió que las medidas fueron un error ya que, aunque en su día declaró que el superávit federal podría acomodar un importante recorte de impuestos mientras pagaba la deuda nacional, no fue así y acabó retractándose de sus palabras. Por ello en 2010, durante una entrevista con el NY Times, expresó su disconformidad con el nuevo plan para la Crisis de 2008 e instó a que el mismo fuera abolido ante la difícil situación económica, algo que chocaba con sus ideales liberales. (Chan, 2010)

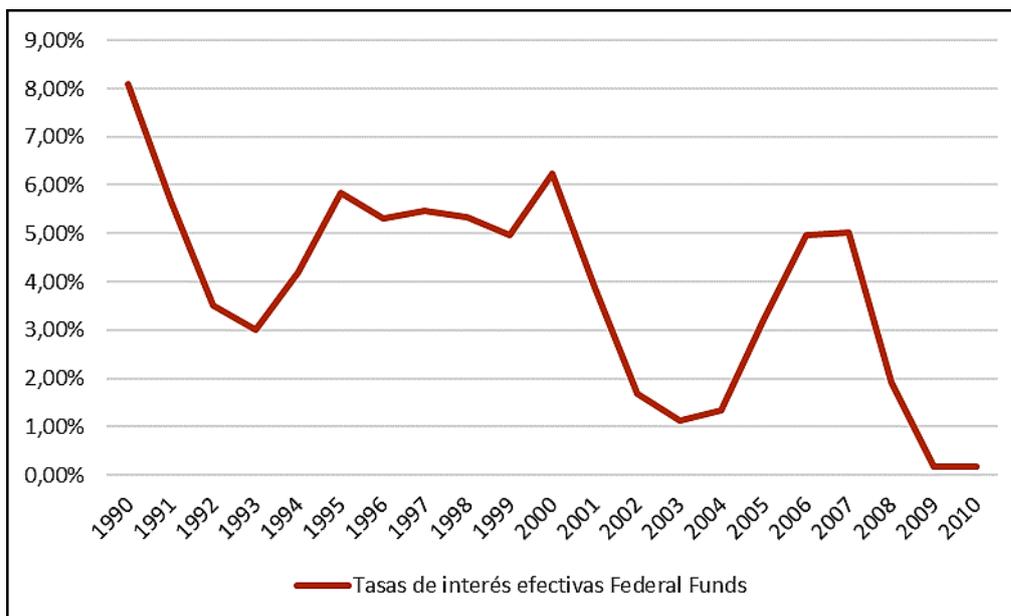
Por otro lado, la administración Bush aprobó en julio de 2002 el *Sarbanes-Oxley Act* con el fin de reducir el auge en el fraude corporativo, principalmente desde el punto de vista contable. Una de las medidas fue la creación de la *Public Company Accounting Oversight Board* para controlar a los auditores contables y la oligarquía existente en el sector. Algunas de estas compañías, entre las que podemos encontrar a las famosas *Big Four* (Deloitte, PricewaterhouseCoopers (PwC), KPMG y Ernst & Young) ofrecían a sus clientes un servicio integral de consultoría de negocio y auditoría, algo que se prohibió a través de esta normativa para prevenir que se urdieran planes estratégicos fraudulentos. (Kenton, 2020)

Otra de las finalidades era descubrir el engaño en torno a la valoración de las compañías tecnológicas y como podían haber disfrazado su poca estabilidad con una imagen de salud financiera.

Por parte de la Reserva Federal, en octubre de 2001, tras los ataques terroristas de septiembre, se inició una política de reducción de los tipos de interés hasta el 1% en 2004 (véase Gráfico I).

La bajada de los tipos de interés permitía que los bancos consiguieran financiación de forma mucho más sencilla y casi sin coste debido al ajuste con la inflación. Los bancos apenas acumulaban dinero ya que lo prestaban con mayor facilidad a los ciudadanos, los cuales se endeudaban más, formando un círculo vicioso que acabó estallando.

Gráfico I. *Tipos de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos*



Fuente: Elaboración propia con datos del Board of Governors of the FED.

Aunque desde la Reserva Federal sabían de los efectos negativos que los derivados podían tener sobre la economía estadounidense no actuaron debido a que la economía crecía cada año y no querían ver el posible daño que podían traer consigo. Solo cuando aparecieron los primeros tintes dramáticos y la situación era ya irreversible empezaron las advertencias al mercado.

"Lo que hemos visto a lo largo de los años en el mercado es que los derivados han sido un vehículo extraordinariamente útil para transferir el riesgo de las personas que no deberían asumirlo a aquellas que están dispuestas y son capaces de hacerlo" - Greenspan, 2003

"Hace dos años, en esta conferencia, ... indiqué algunas preocupaciones sobre los riesgos asociados con los derivados, incluidos los riesgos que plantea la concentración en ciertos mercados de derivados, especialmente el de venta libre (OTC) que comercializa opciones de tipos de interés en dólares estadounidenses " - Greenspan, 2005

A pesar de la glorificación en torno a la figura de Alan Greenspan por su gestión y papel destacado en crisis anteriores (el lunes negro de 1987, la Crisis en Rusia y Asia en 1998 y los ataques terroristas de septiembre de 2001), es cierto que en los años siguientes

contribuyó al nacimiento de una crisis económica de mayor envergadura. La Reserva Federal ayudó a potenciar el crecimiento de la burbuja inmobiliaria a través de su inmensurable apoyo al desarrollo de exóticas hipotecas e ignorando completamente sus responsabilidades regulatorias.

Otra de las situaciones llamativas, en este caso por la inacción de los reguladores, fue la no aplicación de medidas que se le otorgaban a través del *Home Ownership & Equity Protections Act* (HOEPA) de 1994. Esta normativa sustentada sobre los pilares del *Truth in Lending Act* de 1968 (también conocido como *Regulation Z*) que formaba parte de un conglomerado de leyes, el *Consumer Credit Protection Act* de ese mismo año, y estaba destinado a proteger e informar a los consumidores sobre los verdaderos costes de los préstamos (especialmente los hipotecarios) y la mala praxis de parte del sector. (Board of Governors of the Federal Reserve, 2019)

El Congreso concedió a la Reserva Federal plenos poderes para regular la industria de las hipotecas y las condiciones abusivas que se ofertaban a los consumidores. Sin embargo, su presidente (Alan Greenspan) rechazó utilizar dichas competencias para reducir la burbuja inmobiliaria en ciernes ya que su ideología iba en contra de la regularización, permitiendo así que el número de hipotecas y el precio de la vivienda siguieran subiendo. (Puzzanghera, 2009)

Por su parte, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) también será recordada por su inactividad durante el período en el que se gestó la burbuja inmobiliaria. Si que es cierto que, en este caso, se veían amenazados por el Gobierno con la posibilidad de una reorganización estructural, lo que privó de que completaran un trabajo sin sesgo. Sin duda, el presidente Christopher Cox será recordado como aquel que no pudo proteger a los inversores durante el mayor periodo de desequilibrio (acabó su mandato en 2009) y dejó un legado de continuos pasos en falso y un sistema financiero colapsado.

El propio Cox en 2005, no dudó en afirmar que EE. UU. se encontraba en el mayor momento de prosperidad de su historia en virtud del movimiento libre de capital. Es posible que la opinión del señor Cox se viera en parte sesgada por el hecho de que la SEC apenas supervisara e investigara el cumplimiento de la normativa por parte de los bancos (su función) con lo que no era posible que conocieran toda la verdad sobre un mercado tan opaco.

A pesar de que muchas de las reformas no tuvieron éxito en el largo plazo, sí que es cierto que hubo nueva legislación bien encaminada, como es el caso del *Credit Rating Agency Reform Act* aprobado por el Congreso de EE. UU. en 2006. Su principal objetivo era regular un mercado muy poco normativizado hasta el momento como es el de las agencias de calificación o *rating*. (Legislative Attorney, 2006)

Sin duda, las agencias de rating ganaron mucha importancia dentro del sector financiero (véase apartado 4), pudiendo tildarlas de pilar fundamental dentro del mercado y de la crisis económica posterior. Con las quiebras en años anteriores de varias empresas (Enron y WorldCom, entre otras) y basándose en las calificaciones otorgadas a la deuda de dichas compañías, se decidió regular el sector.

Las empresas de rating deberían aportar a la SEC información detallada sobre la compañía y la metodología empleada en el estudio de las calificaciones de deuda. Este nivel de publicación completa y detallada, en línea con la filosofía de las principales leyes federales sobre valores, era necesario para evitar que llegara información equívoca o poco precisa a los inversores.

2.3. Estrecha relación de las agencias reguladoras con el sector bancario privado

Las agencias reguladoras están principalmente diseñadas para monitorizar la economía y supervisar la salud de los bancos y otras instituciones financieras.

Es bien sabido que la Reserva Federal y otras agencias reguladoras han mantenido desde su creación una cultura de sobreponer esas responsabilidades a proteger a los consumidores de la creciente diversidad de productos financieros complejos, ya que los bancos son su principal apoyo en la sombra.

En parte, esta estrecha relación reside en los continuos “intercambios” de altos ejecutivos entre el sistema regulador y la industria bancaria desde el comienzo del periodo de desregularización, así como los continuos favores a ésta. Para poner en relieve este hecho solo hace falta poner el foco sobre los principales reguladores que han ocupado su cargo con los distintos presidentes de EE. UU. y su ideología. Debido a la dificultad de dar cabida a todos ellos nos centraremos en aquellos que jugaron un papel más determinante. (Puzzanghera, 2009)

En primer lugar, la gran figura de la desregularización, Alan Greenspan, que comenzó su mandato en la Reserva Federal en 1987, es uno de los pocos reguladores que puede presumir de una corta estancia en el sector privado. Estuvo durante un corto periodo trabajando en JP Morgan & Chase. Pero, sin duda, la gran anécdota es que se le coloca como uno de los *lobbyists* y consultores, a principios de los años 80, que trabajaban para Charles H. Keating, el retorcido financiero responsable de la mayor estafa en la industria de los ahorros y préstamos (*Savings & Loans Industry*, como es conocida en inglés). Poco después fue nombrado por Ronald Reagan. (Fingleton, 2013)

En segundo lugar, cabe acentuar las figuras de los secretarios del Tesoro Robert E. Rubin y Lawrence H. Summers (en adelante Larry Summers) que ejercieron dicho cargo durante el Gobierno de Bill Clinton (1993-2001). Ambos fieles defensores de la liberalización económica, durante su mandato aprobaron el *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999 y el *Commodity Futures Modernization Act* del 2000, contribuyendo ambos al proceso de liberalización.

Por un lado, antes de aceptar el cargo, Robert E. Rubin dedicó 26 años de su vida al banco de inversión Goldman Sachs y, posteriormente, tras su paso por el Tesoro americano, trabajó en Citigroup hasta 2009 (incluso llegó a ser presidente de la misma), amansando su enorme fortuna. (Loomis, 2007)

Por su parte, Larry Summers (vicesecretario durante el mandato de su predecesor Rubin) aun siendo uno de los mayores propulsores de la desregularización, no tuvo mucha relación con la industria privada ya que fue economista jefe del Banco Mundial entre 1991 y 1993 y, posteriormente, presidente de la prestigiosa universidad de Harvard. (Lawrence H. Summers Biography, 2020)

También cabe destacar al senador Phil Gramm quien también luchó contra la regulación del mercado de derivados, siendo uno de los promotores del *Gramm-Leach-Bliley Act*. Poco después de dejar el Senado, Phil Gramm se convirtió en vicepresidente de UBS.

Otro de los nombres a seguir es el profesor R. Glenn Hubbard, decano de la escuela de negocios de la Universidad de Columbia, quién fue asesor económico de la administración Bush. Como Hubbard, muchos otros economistas de las principales escuelas de negocios del país tenían cargos en entidades asesoras del Gobierno de EE. UU. y jugaban un importante papel en la toma de las más importantes decisiones a nivel

de política económica. Asimismo, muchos de ellos pertenecían a los consejos de administración o asesoraban a las grandes entidades financieras, pudiéndose observar el conflicto de intereses existente.

Por último, trataremos la figura de Henry M. Paulson, quien sin duda es el gran ejemplo de esta estrecha relación. Tras trabajar durante 32 años en Goldman Sachs, siendo nombrado CEO en 1998, pasó a ser secretario del Tesoro en 2006, con los primeros brotes de la Crisis de las hipotecas *subprime*. Al abandonar Goldman Sachs, tuvo que deshacerse de su paquete de acciones en la compañía, para cumplir con la normativa de conflicto de intereses, valorado en 600 millones de dólares. (Amadeo II, 2019)

Fue uno de los grandes defensores de la desregularización desde el ámbito privado como veremos en el papel de la industria bancaria, llegando a realizar fuertes presiones a la SEC hasta conseguir en 2004 que levantaran el límite de apalancamiento de los bancos y redujeran la cantidad de capital necesario que éstos debían guardar.

3. Papel del sector bancario

A la hora de tratar el ámbito de la industria bancaria se analizarán en detalle aspectos como la presión ejercida sobre los reguladores para acentuar la desregularización, el desarrollo de productos complejos que enrevesaron el funcionamiento del sistema financiero y derivaron en nueva burbuja de precios (en este caso en bienes inmuebles). Estos aspectos son los que definen la acción de la industria bancaria durante el período previo a la Crisis y por los que se le puede exigir responsabilidad.

Desde el comienzo de la desregularización los grandes bancos han sido sorprendidos blanqueando dinero, estafando a sus clientes y falsificando sus libros contables. Si bien es cierto que la mayoría de los negocios de estas compañías eran completamente legales, destaca su alto índice de criminalidad con respecto a otros sectores o industrias. (Curtis, 2008)

3.1. Papel de la industria bancaria en la desregularización

En el ámbito de la política económica donde se propugnaba, en aras de la eficiencia, la adopción de medidas de liberalización y desregulación de la economía, la industria bancaria desempeñó un rol fundamental.

Como se relató previamente, antes de iniciarse el periodo de desregularización en los años 80, el sistema bancario se dividía en bancos de inversión y comerciales con el objetivo de evitar que pudieran recibir depósitos de sus clientes y reinvertir ese dinero en el mercado de valores con el objetivo de obtener una alta rentabilidad a costa del capital de sus clientes. (Maues, 2013)

Las medidas adoptadas tras el Crac del 29 y la Gran Depresión venían marcadas por estragos que habían causado las actividades no reguladas de los bancos y para prevenir una situación similar (algo que sucedió en 2008). Con el *New Deal* el foco se situó sobre los bancos comerciales que ganaron mucha importancia ya que podían recibir capital externo.

La mayoría de los bancos de inversión no estaban de acuerdo con este cerco a sus operaciones porque se había intensificado la competencia en el mercado tanto interior, con la aparición de los *hedge funds*, como del exterior, donde los bancos eran más

competitivos a falta de estas restricciones. Por ello empezaron a realizar fuertes presiones para cambiar la normativa existente que defendían estaba obsoleta.

Los primeros esfuerzos de estos bancos no se vieron del todo recompensados en los años 80, pero se dieron los primeros pasos para que los bancos crecieran. En los años 90, a raíz de que se comenzó a aflojar la regulación, los bancos de inversión experimentaron un crecimiento exponencial que acabó derivando en un enorme poder de decisión ya que eran visto como los promotores del crecimiento de la economía americana. (Sherman, 2009)

Fue a finales de los años 90 cuando las presiones tuvieron su efecto. El pleno auge de crecimiento de los bancos de inversión, éstos intensificaron sus presiones para que se permitiera la creación de holdings financieros a través de fusiones dentro de la industria, algo que se logró con la aprobación del *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* de 1994 y la derogación del *Glass-Steagal Act*, y que provocaron que el mercado estuviera más concentrado que nunca. (Wilmarth Jr., 2008)

Los propulsores de esta medida consideraban que la creación de conglomerados financieros generaría economías de escala favorables, ofrecer múltiples servicios a los clientes de forma concentrada para su beneficio y reducir riesgos al mínimo a través de la diversificación. Muchos expertos, como el Prof. Wilmarth, consideraban que esto no iba sino a provocar que se les entregara más poder a los bancos y que entraran en el club de los conocidos como *“too big to fail”*. El colapso de cualquiera de estas entidades tendría unas consecuencias devastadoras para la economía. (Wilmarth Jr., 2002)

Cuando George W. Bush asumió la presidencia de EE. UU. en 2001, el mercado estaba dominando por cinco bancos de inversión (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, y Bear Stearns), dos conglomerados financieros (Citigroup, JP Morgan & Chase), tres compañías de seguros (AIG, MBIA, AMBAC) y tres agencias de rating o calificación (Moody's, Standard & Poor's y Fitch).

Mientras los bancos habían seguido creciendo, la conglomeración de diferentes servicios financieros bajo una misma organización había servido para incrementar la complejidad de dichos servicios. Asimismo, comenzaron a ofrecer nuevos productos financieros como los derivados y comenzaron a “empaquetar” activos financieros (principalmente hipotecas) a través de la conocida como cadena de titulización que unía a todos los

dominadores del mercado en distintas fases como se verá en el siguiente apartado. (Gallagher, 2019)

3.2. Desarrollo de productos financieros complejos a través de la titulización

Sin duda es importante destacar el funcionamiento de los derivados ya que, en un mercado sin regular, experimentaron un crecimiento de valor nominal de 106 trillones de dólares en 2001 a 531 trillones en 2008. Asimismo, es importante notar los continuos esfuerzos para regularlos por parte de la CFTC y su presidenta, Brooksley Born.

“Los productos derivados son instrumentos financieros cuyo valor deriva de la evolución de los precios de otro activo, denominado activo subyacente” – Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

Esta definición aportada por la CNMV permite dilucidar el funcionamiento de los derivados. Los activos subyacentes a los que hace referencia la definición pueden ser de diversa índole, siendo los más comunes las divisas, los tipos de interés, el precio del petróleo y muchos otros. Sin embargo, estos productos acabaron sofisticándose y aparecieron productos que ofrecían como colateral hipotecas o préstamos para estudios.

En este caso, el problema derivó del desconocimiento por parte de los bancos de inversión de la inestabilidad que podía generar el desarrollo de estos productos y los agentes reguladores confiaron en la capacidad de los bancos para gestionar el riesgo. No obstante, durante el auge de estos productos se alzaron varias voces críticas, pero sus palabras no fueron bien recibidas ya que criticaban un producto que en aquel momento era muy rentable para todos. (Rose, 2014)

“Financial hydrogen bombs built on personal computers by 26-year-olds with MBAs.” - Felix Rohatyn

“We don't really understand how they work” – George Soros

“Financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while not latent, are potentially lethal” – Warren Buffet

3.2.1. *Funcionamiento de la cadena de titulización*

El funcionamiento de la cadena de titulización antes mencionada consta de cuatro fases.

En una primera fase, el propietario acude a un agente independiente (no un banco comercial) para formalizar una hipoteca sobre su vivienda (el mismo ejemplo valdría para concertar un préstamo de estudios o cualquier otro préstamo). En condiciones normales, el banco o prestamista conservaría ese crédito y el prestatario haría frente a los pagos mensuales del principal sumado a un tipo de interés añadido.

En la segunda fase, el prestamista o agente independiente decide traspasar el préstamo a un banco de inversión para liberar activos ilíquidos de su balance. El motivo de esta venta es que se libera del posible riesgo de impago hipotecario por parte de los propietarios.

En la tercera fase del proceso, el banco de inversión, habiendo acumulado una cantidad desmedida de préstamos (principalmente hipotecas), agrupa los mismos en base a su calificación crediticia (es decir, en función del riesgo de impago) y crea un producto financiero conformado por varios préstamos, conocido como CDO (*Collateralized Debt Obligations*).

En la última fase, el banco de inversión comercializa los productos financieros, traspasando los mismos a inversores externos.

Figura I. Cadena de Titulización



Fuente: Elaboración propia

Tras analizar en que consiste la cadena de titulización, podría decirse que no se trata de un proceso eminentemente negativo, ya que la rotación del activo conlleva un efecto positivo sobre la rentabilidad del mismo.

No obstante, el problema surge cuando no se llevan a cabo los análisis pertinentes sobre el conjunto de préstamos en la tercera fase del proceso y las agencias de calificación no otorgan un *rating* adecuado a cada producto (véase apartado 4).

Esto favorecía la formalización de carteras de activos subyacentes con riesgos dispares que eran ofrecidos al mercado con unas calificaciones muy por encima de su riesgo real (cuanto mayor la calificación menor riesgo supone).

3.2.2. Firme oposición a los derivados de la CFTC

A finales de los años 90, el mercado de derivados ascendía a 50 trillones de dólares y se encontraba totalmente libre de regulaciones. No obstante, desde la CFTC, liderada por su directora Brooksley Born, se inició una campaña con el objetivo de regular el opaco mercado de derivados OTC y reducir la libertad de los bancos. En mayo de 1998, Brooksley Born presentó una propuesta para estudiar la posibilidad de regular el mercado de derivados. (Roig-Franzia, 2009)

Sin embargo, Born pronto recibió una contundente llamada de atención por parte de Alan Greenspan (presidente de la Reserva Federal), Robert Rubin (secretario del Tesoro), Larry Summers (vicesecretario del Tesoro) y Arthur Levitt (director de la SEC) con el objetivo de que cesara en su empeño. Lo anecdótico de esta historia es que éstos contactaron con Born desde un despacho con los principales presidentes de Wall Street para ejercer presión sobre su figura, lo que demuestra la unión entre las partes. El reportero del NY Times, Timothy O'Brien, resumió la situación con la siguiente frase: "*they...shut her up and shut her down.*" (Johnson, 2010)

Los dirigentes de Wall Street no querían que el mercado fuera regulado ya que algunas de las operaciones que realizaban, principalmente los *swaps* (véase apartado 3.3.2.), no estaban a la vista del público y éstas eran el objetivo principal de Born. Además, se alegaba que la regulación sobre este mercado podría frenar la creciente innovación financiera de la época y, por tanto, el crecimiento económico. (Born, 2000)

No fue hasta que el Congreso dictaminó que la CFTC no tendría ninguna potestad para regular el mercado, que Born se rindió, dimitiendo de su cargo en junio de 1999. Un año después se aprobaría el *Commodity Futures Modernization Act* que prohibía toda regulación sobre el mercado de derivados con el apoyo del sucesor de Born en la CFTC. (Johnson, 2010)

La figura de Born quedó en el olvido, pero tras la Crisis de 2008, muchos fueron los que recordaron su figura, coraje y, por encima de todo, sus innumerables advertencias.

3.3. Burbuja inmobiliaria

La suave política monetaria, combinada con las nuevas formas de préstamos hipotecarios y de comercializar valores, colaboraron en la creación de una burbuja inmobiliaria que a mediados de los años 90 empezó a expandirse.

Históricamente, los precios de la vivienda a nivel nacional se habían mantenido con un crecimiento similar a la inflación, pero durante el pico de la burbuja, los precios se habían incrementado más del 70% tras ajustar con la inflación.

3.3.1. Expansión de la burbuja inmobiliaria

Los bancos aprovechando los bajos tipos de interés (la Reserva Federal bajó los tipos desde el 6,5% al 1%) y la fácil salida que encontraban para los créditos que concedían a través de la cadena de titulización, decidieron aumentar el mercado concediendo hipotecas sin apenas requisitos. Esto estimuló el mercado inmobiliario que se disparó, así como los tipos de interés, que poco a poco fueron aumentados por la Reserva Federal desde el 1% en 2004 hasta una tasa superior al 5% en 2006. El conjunto de medidas acabó presionando a los ciudadanos que eran incapaces de repagar sus deudas. (Pineda, 2011)

La SEC también contribuyó al crecimiento de la burbuja. En 2004, ante las presiones de los bancos de inversión, decidió relajar los requerimientos de capital lo que les permitiría tener menores reservas y poder contratar más deuda, llegando a niveles preocupantes de apalancamiento.

Asimismo, la SEC aprobó el *Consolidated Supervised Entities program* a través del cual las firmas de valores podrían someterse voluntariamente a un sistema de regulación por el que tendrían que entregar informes de sus activos y operaciones. Este sistema ideado por la SEC (*hands-off regulation*), en línea con lo expuesto en el Convenio internacional de Basilea II, trasladaba el control sobre el riesgo a los bancos y aunque podría haber sido beneficioso, los resultados no fueron los esperados. (Sherman, 2009)

En definitiva, se permitió a los bancos medir el riesgo de las inversiones basándose en los cambios históricos en los precios de mercado, en contraposición del enfoque tradicional basado en el análisis de los niveles de apalancamiento. Esto es análogo a evaluar la hipoteca de una vivienda en base a la variación de los precios de las viviendas vecinas en vez de por los recursos económicos del propietario y la habilidad para repagar la misma.

3.3.2. *Entrada en escena de las aseguradoras y desinversión de los bancos*

Las grandes aseguradoras, especialmente AIG, tuvieron un papel destacado cuando la burbuja estaba llegando a su fin. Estas aseguradoras empezaron a comercializar un producto derivado de los actuales derivados bajo el nombre de Permutas de Incumplimiento Crediticio (más conocidas como *Credit Default Swaps* o CDS). (Arce, Pueyo & Sanjuán, 2010)

Las CDSs actuaban como un seguro para los inversores frente a posibles impagos de las CDOs (principalmente por impagos en las hipotecas). Los inversores simplemente debían pagar una cuota trimestral, asegurando así su posición y transmitiendo de nuevo el riesgo crediticio a una nueva entidad en la cadena. (Arce, Pueyo & Sanjuán, 2010)

No obstante, la poca regulación del mercado de derivados permitió que los inversores entraran en posiciones en corto, comprando CDSs y apostando en contra de las CDOs (algo que queda retratado en la cinta audiovisual *The Big Short – La Gran Apuesta*). Los bancos de inversión, sabiendo que la seguridad de sus productos estaba muy por debajo de lo marcado por las agencias de calificación, comenzaron a comprar CDS en masa, por lo que cuanto peor funcionara el producto que comercializaran, mayor sería su rentabilidad a través de las CDSs. (Pineda, 2011)

Es con esta nueva situación de mercado, donde se puede hacer uso de la *Business Judgement Rule* (véase apartado 6.4.2) de forma más gráfica. Hasta el momento la actuación de los bancos había sido cuestionada, pero cuando los bancos comenzaron a comprar CDSs para apostar en contra de sus propias CDOs el mercado se corrompió.

Aunque la Crisis financiera de 2008 tuvo un efecto dramático sobre la industria bancaria, provocando la quiebra de muchas entidades financieras, algunos bancos lograron paliar los efectos por medio de la compra masiva de CDSs sobre sus productos.

4. Papel de las agencias de calificación

Otra de las industrias con gran importancia dentro de la Crisis Financiera de 2008 es la compuesta por las agencias de calificación o *rating*. Estas agencias apenas habían gozado de influencia en décadas anteriores. En el extranjero las mismas no fueron prácticamente empleadas hasta mediados de los años 90 cuando cobraron mayor importancia en relación con el auge de las empresas tecnológicas. (Sinclair, 2010)

El empleo de las agencias de *rating* surge de la asimetría de información existente entre el prestamista y el prestatario. La calificación otorgada por las agencias es considerada crucial por ambos contratantes, ya que reducen los niveles de incertidumbre instaurados en el mercado acerca de los productos financieros e incluso de los bonos soberanos de los Estados (no tratándose éstos últimos en el presente documento). (Zaidi, 2016)

La función de las agencias de calificación era necesaria para poder operar en el sistema financiero, ya que facilitaban a los inversores la toma de decisiones mostrando la calidad real de los productos financieros en oferta. La gran mayoría de los inversores desconocían como se formaban los derivados por lo que necesitaban garantías para creer en los altos retornos ofertados, más propios de un bono de alto riesgo.

Las agencias tienen la obligación de mostrar una imagen fiel a los inversores del riesgo asociado al producto, siendo la calificación más alta AAA. La calificación de estos productos está determinada por la posibilidad de que el prestatario (ya sea una entidad bancaria, una empresa o un gobierno) incumpla los pagos de la deuda contratada. (Sinclair, 2010)

Al igual que los bancos de inversión dividían los préstamos que adquirían de los prestamistas en diferentes tramos en función de la seguridad de repago (véase apartado 3.2.1.), las agencias de calificación debían haber otorgado calificaciones en base a esa división, pero no fue así.

Estas agencias fueron tremendamente criticadas no solo por no advertir a los inversores de los potenciales riesgos asociados a estos títulos que simbolizan el epicentro de la inflación en el mercado, sino también por no mostrar las deficiencias del sistema y lucrarse a su costa. Además, existen voces que critican directamente a las agencias por haber exagerado los ratings que otorgaban a los derivados. (Hill, 2009)

La crítica habitual pone el foco sobre los dos métodos que emplean las agencias para otorgar una calificación, o suscribe el que emite el valor o producto, o suscribe el inversor por recibir acceso a la calificación. Por tanto, no es de extrañar que las agencias aumentaran la calificación con el objetivo de conservar su cuota de clientes y que éstos no acudieran a la competencia.

La crítica basada en el conflicto de interés no dista de la realidad ya que esta situación acabaría provocando un análisis sesgado que conducirá a *ratings* imprecisos, situando a la seguridad de los derivados a la altura de los bonos del Estado, pero con un tipo de interés muy superior. Las sesgadas calificaciones, junto con los atractivos intereses ofertados, provocaron un aumento de la inversión en estos productos de alto riesgo, favoreciendo las posibilidades de una quiebra del sistema. (Zaidi, 2016)

“The skewed assessments, in turn, helped the financial system take on far more risk than it could safely handle.” – Paul Krugman

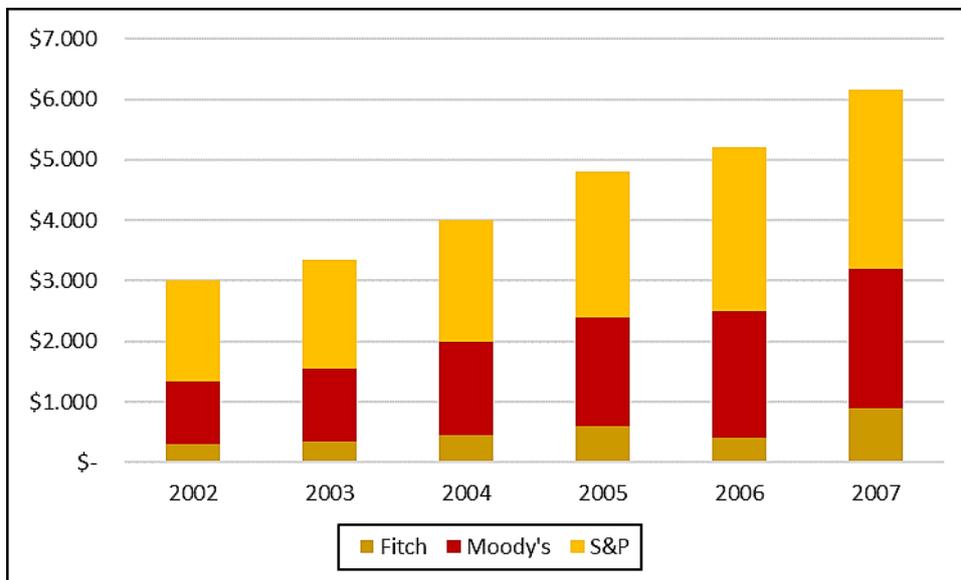
Sin embargo, por otro lado, existe una realidad desconocida y es que las agencias de rating también otorgaban calificaciones a las deudas de estos bancos y no todas recibían una calificación tan positiva. Surge la duda de porqué siendo tan necesarias las calificaciones crediticias, las agencias de rating se arriesgarían a dar calificaciones altas. Asimismo, mantener un nivel de calificaciones altas no es posible en el largo plazo, ya que si se mantienen en el tiempo nadie pagaría por las mismas.

Aunque nunca ha llegado a ser admitido por las agencias, con la incesante reestructuración de activos y ventas para transmitir el riesgo de uno a otro operador, se alcanzó un punto en el que se hacía extremadamente complicado determinar el riesgo real del activo. Esto sumado a la más que probable presión ejercida por los bancos, que ofrecían altas sumas de dinero para que las agencias otorgaran calificaciones AAA y de lo contrario buscarían ese rating en otra gran agencia, hacían del trabajo de las agencias un compromiso. (Hill, 2009)

Cuando se trata el tema de las agencias de calificación, hay que precisar el papel destacado del oligopolio formado por las tres principales agencias de rating a nivel global (Moody's, Standard & Poors y Fitch). Estas agencias se embolsaron miles de millones de dólares simplemente por otorgar unas calificaciones predeterminadas por los bancos. Con

el crecimiento del mercado de derivados, los ingresos de estas compañías aumentaron considerablemente durante el período precrisis.

Gráfico II. Ingresos de las tres principales agencias de calificación (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de Informes anuales de las agencias

En 2006, a raíz de este inesperado crecimiento de las agencias de calificación, el Congreso de EE. UU. aprobó el ya mencionado *Credit Rating Agency Reform Act*. La legislación otorgaba a la SEC el poder de regular los procesos internos de las agencias de rating en cuanto a los registros que debían mantenerse. Asimismo, esta ley trataba de controlar los posibles conflictos de interés de las agencias con los bancos de inversión. Sin embargo, prohibía a la SEC regular el método de rating de todas las agencias registradas con la SEC, por lo que en cierto modo seguía habiendo espacio para el conflicto de interés. (Zaidi, 2016)

Se albergan dudas sobre por qué las agencias de calificación no se negaron a otorgar esas calificaciones a sabiendas de que eran imprecisas. Muchos abogan por la necesidad de haber aumentado sus estándares y no ser tan permisivos con los bancos. En la otra línea de pensamiento mencionada, hubiera bastado con comunicar al público la incapacidad de otorgar una calificación precisa a un producto tan complejo y opaco.

Cabe destacar la respuesta de las agencias de calificación ante los Tribunales, basando su defensa de inocencia en que las calificaciones son simplemente opiniones sin exigencia

de vinculación a las mismas, trasladando el error a los inversores por seguir sus indicaciones.

Por último, se puede decir que las agencias tuvieron en su mano el desmantelamiento de este mercado, pero decidieron apostar por aumentar sus beneficios, una vez más a costa de los ciudadanos. Dentro de los más afectados por estas altas calificaciones, se encuentran los fondos de pensiones que únicamente tenían permitido invertir sus fondos en productos AAA y que vieron como los ahorros de toda una vida de muchas personas desaparecían al estallar la Crisis Económica.

5. Papel de los operadores del mercado

Tomando distancia con respecto a la industria bancaria, existe otro grupo que también tuvo un papel en la Crisis Económica. Aunque no sea determinante en cuanto al mercado de derivados se refiere, sí que es cierto que las ansias de consumo y de generar ingresos no hacen sino incluir a los operadores del mercado entre los factores que provocaron la Crisis Económica.

5.1. Papel de los consumidores

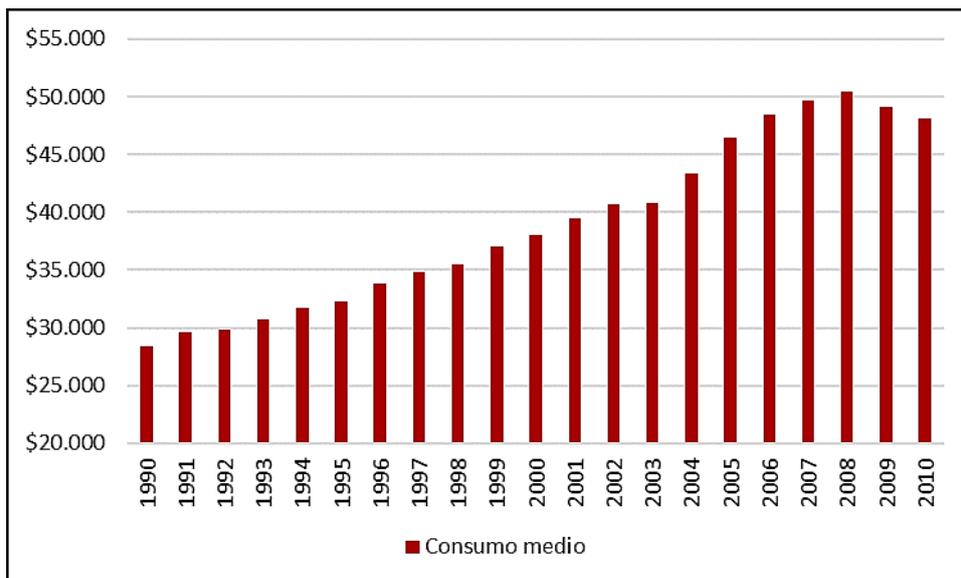
Cuando se habla de crisis económica siempre se ve el efecto que tiene sobre los ciudadanos, pero en este caso se verá que existen razones para afirmar que las motivaciones de los consumidores tienen un efecto significativo sobre la situación económica y viceversa.

La economía puede entenderse como un aspecto más del mundo que rodea a las personas y con el que interactúan. Asimismo, las acciones que llevan a cabo los ciudadanos tienen su repercusión sobre el ámbito económico por lo que se puede decir que tienen una influencia mutua. Las personas muestran actitudes diferentes dependiendo de la fase del ciclo económico en que se encuentren. (Quintanilla I, 2010)

Además, en todo período previo a una crisis económica se dan dos fases. Por un lado, la fase de bonanza económica que favorece un consumo el pleno progreso y que al mismo tiempo repercute sobre la bonanza, el bienestar general y, llegado un punto, la especulación. Por otro lado, la especulación que generalmente surge en un momento de ignorancia de los consumidores, que se encuentran fuertemente ajenos a la situación real, viviendo en una burbuja continua. Con la especulación *in crescendo*, el proceso termina con un fuerte seísmo en la economía y las expectativas, así como con un largo proceso de adaptación al cambio.

Ante un estado de bonanza, se suelen olvidar los desastres pasados con extrema facilidad (en este caso la Crisis de las empresas *DotCom*). Los hábitos consumistas se disparan ya que el entorno propicia ese consumo y se concibe como algo generalizado. En esta situación predomina la euforia y el positivismo, tachándose de pesimistas a aquellos más conservadores o que prevén una nueva crisis. (Quintanilla II, 2010)

Gráfico III. Evolución del consumo medio de los hogares en EE. UU. (en dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Bureau of Labor Statistics

Como se puede apreciar en el gráfico, el consumo se disparó durante los períodos previos, tanto a la Crisis de empresas tecnológicas (que terminó en 2002) como especialmente a la Crisis Económica de 2008. El consumo medio anual entre 2003 y 2008 creció un 25%, lo que supone que las familias (de clase alta, media y baja) gastaban un cuarto más al año de media que cinco años antes, impulsados por el periodo de bonanza y la euforia creada. Observando los datos del consumo medio desde 1990, el crecimiento de éste es del 78%, lo que confirma la tendencia alcista del consumo como una de las causas principales.

El auge consumista experimentado durante el periodo de bonanza se extendió gracias a la Reserva Federal y los tipos de interés al 1%. Bajo esta situación los consumidores podían continuar con su nivel de consumo, aunque no contaran con el capital necesario, ya que podían formalizar préstamos con mayor facilidad gracias a la cadena de titulización, lo que acabó convirtiéndose en un círculo vicioso.

En los años posteriores a la Crisis, se ha hablado mucho de la necesidad de que los consumidores acepten su cuota de culpa. Bien es cierto el papel más destacado de los bancos y agencias reguladoras, no obstante, en toda transacción es imperativa la existencia de dos interesados. Por ello, los consumidores que solicitaron préstamos, gastaron en tarjetas de crédito y formalizaron hipotecas por encima de su capital disponible también deben rendir cuentas. (Press Association, 2012)

Qué duda cabe de que las condiciones ofertadas por los bancos para prestar dinero eran muy atractivas, lo que incitó a los ciudadanos a solicitar capital por encima de su poder adquisitivo. Este endeudamiento masivo provocó que al estallar la Crisis hubiera aún menos dinero para repagar las deudas contraídas con los bancos, lo que acabó ocasionando la fractura en la cadena de titulización (véase apartado 6.1.1).

La realidad es que durante el periodo precrisis se vivió de expectativas. El ritmo tanto en consumo privado como en gasto público superaba las posibilidades de ambos, gastando más de lo que se generaba.

5.2. Papel de las empresas

Al igual que los consumidores, muchas fueron las empresas afectadas por la Crisis económica. Sin embargo, en cuanto a las que jugaron un papel determinante en ella, destaca la industria inmobiliaria.

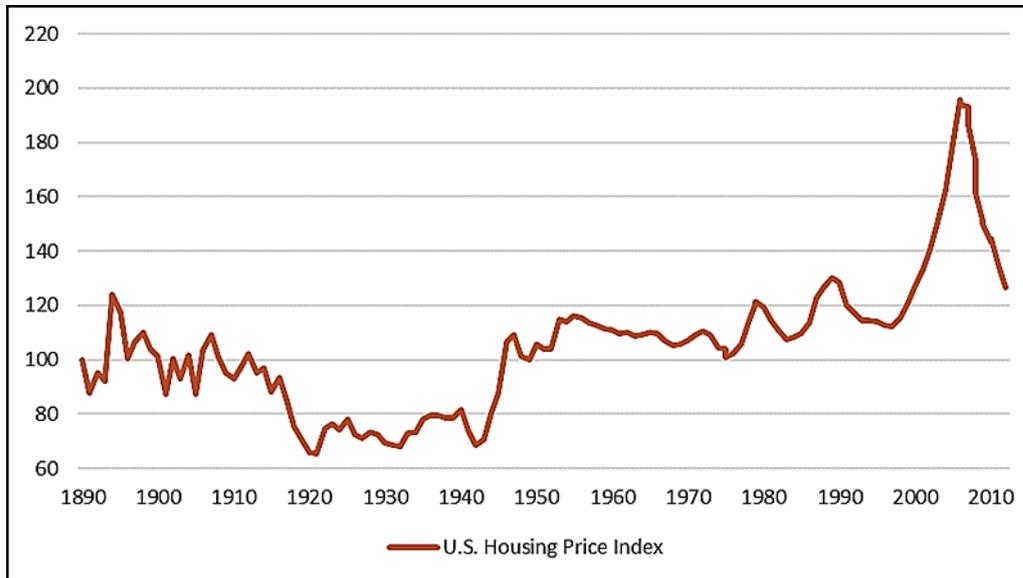
Como ya se ha comentado en el apartado anterior, los mayores movimientos en la economía suelen estar asociados a cambios en la demanda y el consumo. Mirando a datos actuales del *Bureau of Labor Statistics*, el componente más importante de largo en la demanda estadounidense es el consumo de viviendas y otros bienes inmuebles, algo que se acentuó durante la burbuja de precios.

Fue el colapso en la demanda de viviendas, junto con el descenso en la demanda de nuevas construcciones, que favorecieron el pinchazo de la burbuja y la consecuente polarización mundial. Un factor clave es la estrecha relación que guardaba el sector inmobiliario con la cadena de titulización a través de las hipotecas.

La cadena de titulización creada por los bancos era muy rentable para el sector financiero y, mientras los precios siguieran subiendo, los retornos para los inversores crecían. El deseo de las grandes fortunas internacionales de obtener un trozo del mercado de hipotecas americano estimuló a los prestamistas con mayores incentivos para conceder nuevos préstamos. (Causes of the Great Recession, 2020)

Como sucede con cualquier producto, el funcionamiento de la especulación es que cuanto más gente lo compra más se incrementa el valor de dicho bien. En este caso, debido a la fuerte ola de inversiones inmobiliarias, el precio de la vivienda en EE. UU. se disparó durante los años previos.

Gráfico IV. Evolución de los precios de la vivienda en EE. UU. (referencia precio en 1890 = 100)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Case-Schiller Index

Cuando el precio de los productos es tan desorbitado, los propietarios comienzan a vender para sacar rentabilidad a sus inversiones. Cuando la venta se volvió una tendencia, la burbuja creada en el mercado desapareció con una pérdida masiva de dinero invertido en bienes inmuebles. (Quintanilla I, 2010)

El sector inmobiliario vivió muchos años de grandeza a nivel global, marcado por la inflación y un crecimiento desmedido en el número de construcciones, potenciado por la alta tendencia consumista sobre estos bienes. Sin embargo, con el estallido de la Crisis Económica, muchas de las empresas del sector quebraron, dejando atrás miles de proyectos en construcción y nuevas viviendas sin propietarios.

6. Consecuencias de la Crisis Financiera de 2008

Si bien es cierto, que la recuperación americana tras la Crisis Financiera de 2008 fue más rápida que en el resto de las economías a nivel global, debido a la fuerte política intervencionista por parte del Gobierno de EE. UU., también sufrió las consecuencias de esta gran recesión.

En EE. UU., los primeros síntomas negativos se manifestaron en el verano de 2007. El mercado hipotecario sufría para conceder nuevos préstamos, así como se empezaban a dar los primeros impagos dejando a los bancos tanto comerciales como de inversión con una alta cantidad de activos ilíquidos, pero con una preocupante escasez de liquidez.

La fuerte infravaloración de los riesgos durante los años de burbuja inmobiliaria, así como la fuerte inflación y altos tipos de interés provocaron que el mercado colapsara en cuestión de meses.

Con el objetivo de mostrar una imagen más detallada y fiel de la situación en 2008 y los años posteriores, se analizarán en detalle las consecuencias económicas y su repercusión, así como las medidas adoptadas por los reguladores para paliar los efectos de la Crisis y su eficacia.

Asimismo, se dedicará un apartado a analizar los procesos judiciales iniciados contra algunos de los causantes analizados en apartados anteriores, los pobres efectos de los mismos y el estudio conceptual jurídico de la Crisis Financiera de 2008.

6.1. Consecuencias económicas de la Crisis Financiera de 2008

Muchas fueron las consecuencias económicas derivadas del estallido de la Crisis económica en 2008, desde la falta de liquidez y la quiebra de grandes multinacionales al incesante crecimiento del desempleo y el decremento del Producto Interior Bruto (en adelante PIB) estadounidense en los años inmediatamente posteriores.

6.1.1. Fractura de la cadena de titulización y falta de liquidez

La primera gran consecuencia, a la par que causa, fue la fractura en la cadena de titulización. A finales de 2005, los precios de la vivienda alcanzaron cotas tan elevadas que no era posible la planificación de la compraventa de un inmueble. Ni siquiera las

hipotecas con intereses ajustables podían cubrir los requisitos para comprar la vivienda. Todo esto provocó una fuerte caída en el precio. (Menezes y Rodil, 2012)

El ajuste del mercado inmobiliario, a principios de 2006, tras un largo período de crecimiento, junto con unos tipos de interés que no paraban de crecer, provocaron la rotura por el eslabón más débil de la cadena de titulización, los propietarios.

En 2007, la posibilidad de una crisis financiera empezó a discutirse debido a la incapacidad de hacer frente a los pagos por parte de los propietarios. Se produjo un considerable crecimiento en el número de embargos, principalmente en las hipotecas con condiciones *subprime* ofrecidas por agentes independientes que las traspasaban directamente a los bancos de inversión. (Pineda, 2011)

Este tipo de hipotecas fueron concedidas a los conocidos como clientes NINJA (el acrónimo de la expresión *no income, no job and no assets*). En 2006 y 2007, aproximadamente, el 45% de los créditos *subprime* estaba en manos de prestatarios que no disponían de los ingresos necesarios para poder afrontar el pago de la amortización y los intereses de las hipotecas. Además, como se ha dicho, los tipos de interés habían crecido de forma exponencial desde 2004, especialmente en estas hipotecas donde los tipos se situaban entre 1,5 y 7 puntos por encima del tipo de interés común. (Riera, 2020)

Con la ola de impagos, las entidades prestamistas comenzaron a acumular grandes cantidades de préstamos a los que eran incapaces de darles salida ya que los bancos de inversión quisieron alejarse lo máximo posible del mercado inmobiliario, como consecuencia del cambio de tendencia en el mismo. Muchas de estos prestamistas locales quebraron en la segunda mitad de 2007 y otros muchos tras los acontecimientos de septiembre de 2008.

La problemática planteada acabó extendiéndose al tercer componente de la cadena de titulización, los bancos de inversión. A raíz del repunte en la percepción del riesgo, junto con el intento de deshacerse de todo producto relacionado con las hipotecas, el mercado de CDOs se hundió. Los bancos comenzaron un proceso de desapalancamiento liquidando activos y reduciendo aún más su precio de mercado. Sin embargo, los bancos continuaban en una situación comprometida ya que acumulaban millones y millones en créditos de toda índole, CDOs y activos ilíquidos de los que no podían deshacerse. (Menezes y Rodil, 2012)

La Crisis de las hipotecas *subprime* fue solo el principio del fin. El secretario del Tesoro en aquel momento, Henry Paulson, no dudó en afirmar en febrero de 2008 que las expectativas de mayor crecimiento se mantenían, descartando una posible crisis económica, que como se ha explicado previamente, dio sus primeros pasos medio año antes de sus declaraciones.

La necesidad de liquidez se apoderó de los bancos de inversión durante los primeros meses de 2008, en los cuales se continuó con la liquidación de activos a unos precios muy por debajo de los préstamos que ellos mismos habían solicitado para incrementar la cadena en los años anteriores. Así pues, el patrimonio neto de los bancos, tanto de inversión como comerciales, pasó a ser negativo, lo que les condujo antes o después a la insolvencia. (Mathiason, 2008)

El colapso de la economía global se desató en dos semanas distintas a lo largo del 2008.

La primera semana negra, tuvo lugar en marzo de 2008. El primero de los grandes bancos de inversión en caer fue Bear Stearns. Su falta de liquidez propició que fuera adquirido por JP Morgan con el objetivo de evitar su más que probable quiebra. Asimismo, Blackstone (el mayor *private equity* del mundo) anunció que sus ingresos habían descendido un 90% durante el último trimestre de 2007. Además, varios de los grandes bancos de inversión como Morgan Stanley o Citigroup anunciaban pérdidas de miles de millones de dólares, así como otros tantos miles en créditos incobrables. (Mathiason, 2008)

Tras unos meses de incertidumbre, en la semana del 14 al 20 de septiembre de 2008 se sucedieron los acontecimientos más importantes. Previamente, el 6 de septiembre, la Reserva Federal tomaba una decisión histórica en este proceso anunciando que tomaba el control de Fannie Mae y Freddie Mac, las dos mayores agencias hipotecarias (respaldadas por el Congreso de EE. UU.) instauradas para brindar financiación en el mercado inmobiliario. El objetivo, de nuevo, era evitar su bancarrota. (Frame, 2010)

El 14 de septiembre, Bank of America anunciaba que adquiriría otro gran banco de inversión como era Merrill Lynch por 50 mil millones de dólares. La presión ejercida durante la semana anterior y el desplome sufrido por sus acciones provocaron la entrada de Bank of America para rescatarle. (Pineda, 2011)

El momento más significativo, fue cuando en la madrugada del 15 de septiembre Lehman Brothers tuvo que declararse en quiebra tras su caída en la Bolsa americana motivada por el anuncio de grandes pérdidas. Al día siguiente Barclays y Nomura (otros dos grandes bancos de inversión internacionales) adquirieron algunas de sus divisiones y negocios. (Mathiason, 2008)

El 17 de septiembre, se anunciaba la puesta en marcha de un rescate, promovida por la Reserva Federal de EE. UU., para evitar la quiebra de AIG (véase apartado 3.3.2) la mayor aseguradora de Estados Unidos. (Pineda, 2011)

Aunque el resto de grandes bancos evitaron la quiebra o la adquisición, muchos de ellos también se encontraban en una situación de liquidez preocupante mientras el hundimiento de la industria bancaria se precipitaba y la estabilidad del sistema financiero quedaba en entredicho. También cabe mencionar, que cuanto mayor fuera el *lobbying* de los bancos en los años previos al desplome, mayor también fue su participación en los 700 mil millones de dólares de caída que experimentó el mercado financiero.

6.1.2. Plano macroeconómico

Los efectos de la Crisis Financiera causaron estragos en otros ámbitos económicos que acabaron por hacer caer la economía. Si bien es cierto que la Crisis de las hipotecas *subprime* en verano de 2007 pudo tener unos efectos dramáticos para el valor de los activos de una economía familiar, la recesión que se inició en 2008 afectó de manera más drástica a los principales índices macroeconómicos.

La constante bajada del precio de los activos inmobiliarios durante la Crisis siempre fue de la mano de los impagos hipotecarios. En julio de 2007, los proceso por impagos de hipotecas ascendían a 180.000, lo que en aquel momento suponía el doble que en el mes de junio de 2007. El crecimiento de número de ejecuciones hipotecarias fue imparable llegando a disparar hasta los 6 millones en 2010.

El factor principal que condujo a este auge en el número de impagos fueron las condiciones abusivas ofertadas en los créditos *subprime* por los bancos a personas o familias que no aportaban ninguna garantía de repago (ésta práctica era conocida como *predatory lending*). Asimismo, también jugó un papel determinante el hecho de que el porcentaje de hipotecas *subprime* sobre el total se situara entre 18-21% en el período de 2004 a 2006 frente a menos del 10% entre 2001 y 2003. (Dagher & Fu, 2017)

Las principales consecuencias de los embargos fueron dos. Por un lado, se rompía la cadena de titulización lo que suponía pérdidas para varios agentes de la cadena, especialmente inversores y aseguradoras, así como los principales bancos de inversión. Por otro lado, también tiene un efecto negativo sobre el precio de las viviendas que rodean ese inmueble ya que, dado el crecimiento exponencial de los impagos, el número de subastas aumenta, teniendo que bajar el precio para darles salida (véase Gráfico IV).

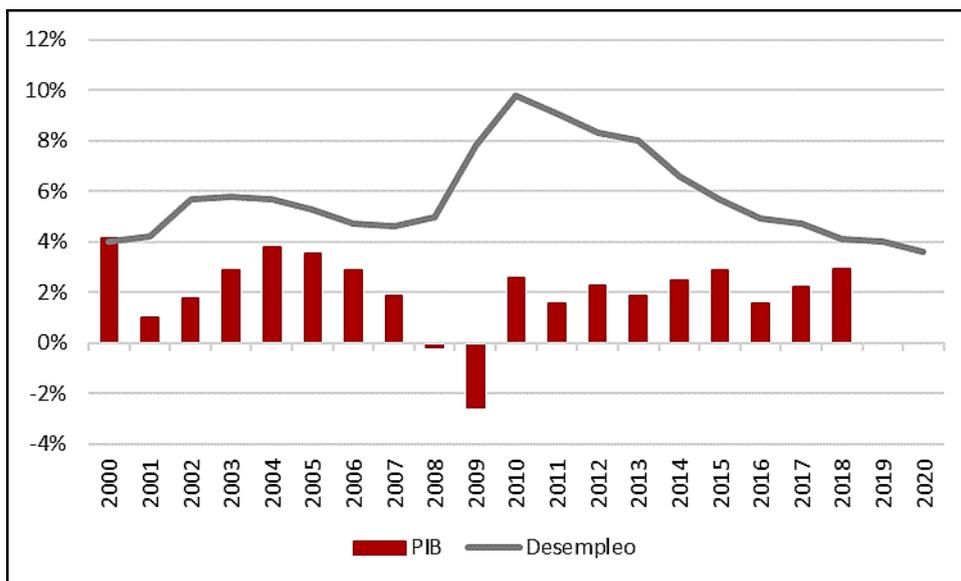
En cuanto al desempleo, EE. UU. puede presumir siempre de haber primado una pronta recuperación del mismo, situándolo como uno de los principales objetivos de todas sus políticas. Al estallar la Crisis, la falta de liquidez sumada a los altos tipos de interés, provocaron que muchas empresas se vieran obligadas a reducir sus plantillas lo que se tradujo en una rápida subida del número de desempleados. (Kalleberg & Von Wachter, 2017)

EE. UU. alcanzó el pico de desempleo en 2010, cuando el mismo se situaba en un 10% sobre la población activa (véase gráfico V), habiéndose destruido 8,7 millones de empleos. Para explicar este descenso, algunos expertos enfatizaron en el posible rol de las diferencias estructurales en el mercado laboral (Kocherlakota, 2010), así como los desincentivos para trabajar creados por el Gobierno de EE. UU. o la incertidumbre creada por los eventos económicos y la política pública (Taylor, 2010).

El problema de la recesión es que está se aceleró en los años siguientes a 2008 y se extendió a todo el panorama internacional. La globalización, por la que tan fuertemente habían apostado los reguladores americanos (especialmente Alan Greenspan), sufrió un fuerte receso lo que se constató con una fuerte contracción en los flujos de comercio internacional (experimentaron un descenso del 10,5% en 2009) lo que afectó a los principales países importadores y exportadores como EE. UU. (Pineda, 2011)

Asimismo, el PIB estadounidense también se resintió, pero los efectos negativos apenas duraron un año gracias a las medidas adoptadas por el Gobierno de EE. UU. Además, como se puede apreciar en el Gráfico V, la fuerte bajada de 2009 fue compensada con un PIB al alza durante los años posteriores.

Gráfico V. Evolución del PIB y desempleo en EE. UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EuroStat y U.S. Bureau of Labor Statistics

6.2. Medidas adoptadas ante la Crisis Financiera

EE. UU. fue uno de los primeros países en recuperarse de la recesión económica que tuvo en vilo a todo el mundo, debido al fuerte papel intervencionista por parte del Gobierno de EE. UU. apoyado por los principales reguladores económicos.

Si bien fueron muchas las medidas adoptadas por el Gobierno de EE. UU., en este apartado se tratarán únicamente las líneas más importantes del plan de actuación, haciendo especial hincapié en la nueva regulación sobre el mercado de valores y la industria bancaria.

6.2.1. Líneas principales de actuación

Desde el comienzo de la Crisis Financiera en septiembre de 2008, existen varios focos de actuación sobre los que tanto el Gobierno como la Reserva Federal centraron su atención:

- Medidas de política monetaria y apoyo al sector bancario
- Paralización de procesos de ejecución de embargos
- Medidas de reactivación de la economía y ayuda a los ciudadanos

En lo relativo a las medidas de política monetaria destacan la bajada histórica de los tipos de interés (hasta el 0-0,25%) y la flexibilización de las condiciones de apalancamiento y riesgo para conseguir financiación por parte de la Reserva Federal. Por otro lado, se aprobó un plan de rescate, el *Troubled Asset Relief Program* (TARP), para los principales afectados en la industria bancaria a través de la compra de activos tóxicos. Con la llegada de Obama al Gobierno en 2009 se aprobó el Plan de Estabilidad Financiera (FSP, por sus siglas en inglés), para seguir mejorando el sistema financiero y facilitar el flujo de crédito. (Webel, 2011)

En cuanto a la paralización de procesos de ejecución de embargos, el Congreso de EE. UU. aprobó el *Housing and Economic Recovery Act* con el objetivo de recuperar la confianza en el mercado hipotecario americano a través de 300 mil millones de dólares que garantizarían hipotecas ya existentes. Asimismo, se emplearon 50 mil millones del TARP para paralizar procesos de ejecución de embargos y se aprobó el *Home Affordable Refinance Program* (HARP) para ayudar a las familias norteamericanas a refinanciar sus hipotecas bajo condiciones más beneficiosas. (Pineda, 2011)

Por último, con el objetivo de reactivar la economía, el Congreso aprobó en 2009 el *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA) con el que se pretendía introducir medidas de gasto público para mejorar las prestaciones por desempleo y reducir los impuestos, así como distintas inversiones en infraestructuras, educación y salud. Además, a finales de 2010, el Congreso aprobó el *Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act* para fortalecer la recuperación económica, crear empleos y nuevos recortes de impuestos. (Weller, 2012)

6.2.2. Medidas para regular el sistema financiero

A raíz de la burbuja de precios generada durante los años anteriores, al colapsar los mercados financieros en 2008, tanto el Gobierno de EE. UU. como la Reserva Federal se vieron en la obligación de adoptar una serie de medidas para el libre albedrío de los bancos y evitar una nueva crisis financiera de tal magnitud.

La primera medida adoptada por el Congreso de EE. UU. fueron los rescates a grandes entidades financieras (véase apartado 6.1.1), muchos de ellos a través del TARP aprobado por el Congreso en octubre 2008. Asimismo, se aprobó nueva regulación con el objetivo de incrementar el control sobre los bancos de inversión, con dos medidas destacadas que

fueron el aumento de los límites de reservas de capital para evitar falta de liquidez y aumentar las restricciones de apalancamiento permitido. (Guynn, Polk, D & Wardell, 2010)

Sin embargo, la medida que supuso el mayor cambio sobre legislación financiera desde la normativa aprobada tras el Crac del 29 (véase apartado 2.1) fue la aprobación del *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* en julio de 2010. Aunque el peso de la ley recae con mayor expresión sobre las instituciones y conglomerados financieros más complejos, las pequeñas empresas también se enfrentaron a una dura regulación.

Los objetivos principales de la normativa eran: (Pineda, 2011)

- Regular de forma drástica el sistema financiero y proporcionar mayor transparencia a través de la monitorización de la praxis financiera y de nuevo aumentando la escisión entre banca comercial y de inversión.
- Preservar los intereses de los consumidores y protegerlos de las prácticas abusivas de la industria bancaria
- La consolidación de los entes reguladores del mercado e incluir mecanismos para facilitar el control sobre la industria bancaria.

Sin duda destaca la creación de un nuevo ente regulador encargado del riesgo sistémico instaurado en los mercados, el Financial Stability Oversight Council. Este Consejo sirvió como sistema de advertencia identificando riesgos en empresas y operaciones del mercado, para realzar la supervisión del sistema financiero y para armonizar los estándares entre las agencias de calificación.

Aunque los resultados fueron óptimos y, a día de hoy, el sistema financiero no supone una amenaza para una nueva crisis económica mundial, muchos fueron los críticos sobre las medidas adoptadas. Por un lado, algunos argumentaban que era débil y que no sancionaba de manera contundente a Wall Street. Por otro lado, se argumentaba que favorecía la expansión del control gubernamental sobre el mercado sin abordar las causas reales del pánico financiero, acabar con el *too-big-to-fail* o evaluar la asistencia pública a causar un daño irreparable en la economía americana. (Guynn, Polk, D & Wardell, 2010)

Otra de las medidas adoptadas por el Gobierno de Obama en 2010 fue la instauración como epicentro de su política financiera la *Volcker Rule* que exigía a los holdings bancarios una reestructuración o desinversión de sus negocios de operaciones por cuenta propia, *hedge funds* o *private equities* dentro del conglomerado.

6.3. Procesos judiciales y sanciones impuestas

En cuanto a la regulación sobre el comportamiento en el mercado de valores, ésta corresponde a la SEC, así como de supervisar junto con la CFTC. A diferencia de ésta última, la SEC tiene autoridad para presentar cargos civiles contra individuos o compañías que hayan violado las leyes de valores (fraude, dar información falsa o *insider trading*) o hayan actuado de forma desleal. En cambio, cuando hay cargos penales de por medio, la SEC debe notificar al Departamento de Justicia para que sea éste el encargado de abrir un proceso judicial. (Teslik, 2008)

Por tanto, el *Department of Justice* (DOJ, acrónimo por sus siglas en inglés) apenas tiene control directo sobre la regulación de los mercados financieros, más allá de la habilidad de enjuiciar aquellos casos llegados desde la SEC. La falta de capacidad de actuación, junto con la ineficacia de este sistema, contribuyeron a que los cargos presentados fueran menores.

Antes de examinar por qué hubo tan pocos procesos penales, se pueden analizar los distintos tipos de acciones que fueron tomadas.

6.3.1. Cargos penales presentados contra individuos

Existe el rumor popular de que ningún individuo fue a la cárcel como resultados de su contribución a la Crisis Financiera, sin embargo, este rumor no es del todo cierto.

Por un lado, en 2016, la inspectora general del *Troubled Assets Relief Program* (TARP) informó al Congreso de que 35 banqueros habían sido enviados a prisión como resultados de sus investigaciones sobre el fraude. Si bien la gran mayoría de ellos eran individuos de bancos menores, algunos ejecutivos de grandes bancos fueron condenados a prisión (por ejemplo, Edward Woodard, el CEO del Bank of the Commonwealth of Norfolk, fue condenado a 23 años por fraude). El problema es que estos individuos fueron condenados por fraude en el uso de los fondos del rescate, no por sus acciones antes del 2008. (Isidore, 2016)

Por otro lado, el Federal Bureau of Investigation (FBI) siempre ha sido uno de los más activos en la persecución del fraude hipotecario. De acuerdo con un informe del DOJ, el FBI consiguió 2.760 condenas por fraude hipotecario entre 2009 y 2011. De nuevo, estas condenas fueron contra individuos de nivel inferior como brókeres, compradores y solicitantes de préstamos fraudulentos; solo algunos banqueros de alto nivel fueron condenados por el DOJ. (Audit Division, 2014)

Entre ellos destaca Lee Farkas, presidente de Taylor, Bean & Whitaker (el duodécimo mayor prestamista hipotecario en EE. UU. de la época) fue condenado por catorce cargos por fraude y conspiración por su involucración en un escándalo de cerca de tres mil millones de dólares, que incluía la venta fraudulenta de préstamos a las agencias gubernamentales.

En Wall Street, dos *traders* de Credit Suisse fueron condenados en 2010 por tergiversar inversiones, así como un *trader* de Jeffries, que defraudó al Gobierno e inversores a través de un engaño en el precio de MBSs. La persona con mayor cargo dentro de un banco de inversión sito en Wall Street que fue condenado a prisión fue Kareem Serageldin. Serageldin trabajó durante 13 años en Credit Suisse y fue declarado culpable de falsificar cifras e informes relacionados con *trading* hipotecario a sus superiores. Sin embargo, debe notarse que únicamente se trataba de un ejecutivo medio, el crimen por el que fue condenado no estaba del todo relacionado con la Crisis y la víctima era su superior no el público. Muchos consideran que el foco puesto sobre la figura de Serageldin es equívoco ya que la repercusión de su caso estuvo motivada por la falta de otros. (Rex, 2019)

En otras instancias, el DOJ y los U.S. Attorneys consideraron casos contra otros altos directivos. En Wall Street, aunque se iniciaron varios procesos, el DOJ fue incapaz de recabar pruebas suficientes como para incriminar a ciertos individuos, entre los que destacan dos altos ejecutivos de Bear Stearns. De igual modo, se consideraron procesos penales contra ejecutivos de bancos y prestamistas hipotecarios fallidos, como Countrywide, además de la aseguradora AIG. Todas las investigaciones se cerraron sin cargos.

6.3.2. Cargos penales presentados contra bancos y empresas del sector

Con el objetivo de sancionar a los bancos y empresas del sector, el DOJ utilizó principalmente acuerdos extrajudiciales y acuerdos de enjuiciamiento diferido en vez de condenas penales.

La diferencia entre ambos tipos de acuerdo es sencilla. A través de los acuerdos extrajudiciales la compañía se comprometía con el DOJ a tomar acciones para corregir sus actos maliciosos. En cuanto a los acuerdos de enjuiciamiento diferido, si que involucra la presentación de cargos, pero se acuerda su retirada en casa de cumplir con una serie de medidas impuestas bajo la supervisión de un ente externo. (Rex, 2019)

Entre 2004 y 2012 el DOJ llegó a 242 acuerdos extrajudiciales y de enjuiciamiento diferido con compañías, en comparación con los 26 acordados en los 12 años anteriores (Uhlmann, 2012). En 2015, se cerraron 80 nuevos acuerdos con bancos, pero, aunque muchos de ellos tenían una relación cercana con la Crisis Financiera, éstos fueron cerrados en relación con refugios ilegales de impuestos. (Eisinger, 2014)

Para observar acciones tomadas por el DOJ y otros reguladores contra los bancos en relación con la Crisis deben buscarse procesos y sanciones civiles y no tanto penales.

6.3.3. Cargos civiles presentados contra individuos, bancos y empresas del sector

En vez de emplear condenas penales, el Gobierno americano prefirió emplear sanciones civiles con el objetivo de que los bancos rindieran cuentas por su papel destacado en la Crisis Financiera de 2008. La SEC fue la encargada de cerrar los acuerdos contra cientos de individuos y organizaciones, de los cuales muchos eran reincidentes, con miles de millones de dólares en multas.

De acuerdo con un informe de la SEC al respecto, 204 fueron los individuos y entidades sancionados, de los cuales 93 eran altos cargos de las distintas compañías involucradas. Asimismo, 54 fueron los individuos que recibieron suspensiones temporales o de por vida para operar en los mercados financieros.

En cuanto a los bancos, el informe establece que, desde 2009, los mismos tuvieron que hacer frente a 164 mil millones de dólares en multas en más de 100 acuerdos relacionados con hipotecas, productos financieros o valores.

Tabla 1. Acuerdos cerrados por los bancos de inversión más importantes

Compañía	Número total de acuerdos	Montante total de acuerdos (en miles de millones)
Bank of America	24	\$71,23
JP Morgan Chase	13	\$31,07
Citigroup	9	\$12,26
Wells Fargo	8	\$10,56
Deutsche Bank	2	\$9,13
Morgan Stanley	9	\$7,92
Goldman Sachs	7	\$7,26
Credit Suisse	3	\$6,28

Fuente: Elaboración propia a partir del informe SEC Enforcement Actions: Addressing Misconduct That Led To or Arose From the Financial Crisis

6.3.4. El por qué sobre el bajo número de procesos y condenas penales

Existen muchas dudas hoy en día sobre por qué no fueron condenados los dirigentes de las principales compañías involucradas en la burbuja inmobiliaria y en el posterior estallido de la Crisis Financiera. La realidad es que existe más de una respuesta al respecto.

La respuesta más repetida por los políticos y los bancos es que los ejecutivos no tuvieron ningún tipo de comportamiento delictivo durante la Crisis. En otras palabras, lo que esto quiere decir es que la razón por la que hubo un número tan reducido de procesos y condenas fue por que no había mucho que condenar.

Es posible que muchos de los ejecutivos tomaran malas decisiones, pero los argumentos presentado ante el Congreso y el DOJ fueron los de ignorancia, imprudencia e incluso estupidez en la toma de decisiones. Es por ello por lo que las decisiones que tuvieron efectos negativamente en retrospectiva no pueden ser criminalizadas. Por mucho que desde el DOJ quisieran iniciar una persecución a los banqueros, acabaron con una enorme

frustración al no encontrar ningún resquicio legal que permitiera criminalizar sus acciones. (Rex, 2019)

Otro de los motivos por los que se llegaron a acuerdos con los bancos y se les obligó a pagar multas es porque puede ser más beneficioso una sanción civil que penal, debido a los siguientes fundamentos: (Rex, 2019)

- Los pleitos relacionados con fraude hipotecario llevados por un cauce civil, permiten restituir a las víctimas, en vez de condenar a los actores con penas de cárcel.
- Los procedimientos civiles son más sencillos de llevar a cabo debido a que la carga de la prueba puede desalentar a los fiscales más adversos al riesgo que prefieran llevar a cabo un pleito más sencillo, saldado con una multa económica.
- Los casos civiles no requieren de una decisión unánime del jurado y éstos suelen ser más comprensivos en los juicios civiles donde el dinero (en vez de la pena de cárcel) es la sanción.
- En los pleitos civiles la víctima y sus reclamaciones son el foco principal del proceso, mientras que en un caso penal pasarían a segundo plano como testigo.
- En los procesos civiles los acusados deben testificar ya que no pueden hacer uso del privilegio de la Quinta Enmienda que evita la autoincriminación.
- En la práctica, no está claro que los procesos penales para los delitos de cuello blanco (más conocidos como *white-collar offenses*) sean el mejor enfoque para disuadir el crimen.

Otro de los motivos que más peso tuvieron en disuadir los posibles procesos penales fue el “*Too Big to Jail*” que en línea con lo expresado en el apartado 3.1. (“*Too Big to Fail*”). Tanto al Gobierno como a los fiscales les preocupaba abrir un procedimiento contra determinadas instituciones financieras debido a los posibles impactos macroeconómicos del mismo. El miedo estuvo instaurado por la quiebra de la auditora Arthur Andersen, que colapsó tras un proceso penal conducido por el DOJ debido a su implicación en el escándalo de Enron al comienzo de la década. (Eisinger, 2014)

Sin embargo, es cierto que todas las críticas recibidas tienen su base fundamental ya que si se observan otros países europeos, principalmente Islandia, las sanciones contra este tipo de individuos fueron más gravosas y tuvieron más consecuencias penales que en EE. UU.

6.4. Sesgo Retrospectivo y Business Judgement Rule

Tanto el sesgo retrospectivo como la *business judgement rule* son dos conceptos que guardan una estrecha relación con la Crisis Financiera y la actuación de los ejecutivos, así como una relación entre ambas.

6.4.1. El Sesgo Retrospectivo

El psicólogo David G. Myers en su libro “Psicología” define el sesgo retrospectivo como:

“La tendencia a creer, después de conocer los resultados, que podríamos haberlo anticipado” (Myers, 2006)

Por ello, muchos psicólogos afirman que el sesgo retrospectivo puede conducir a una falsa creencia de que se puede predecir con exactitud otros eventos. Es por ello por lo que se estudia en relación con el comportamiento económico ya que es un fallo común en el sector financiero.

Cuando se producen burbujas financieras, es muy común que cuando éstas estallan estén sujetas a un fuerte sesgo retrospectivo y la Gran Recesión de 2008 no es una excepción. Tras el estallido, muchos expertos y analistas demostraron claramente como eventos que en aquella época parecían triviales, presagiaban un fuerte problema financiero. La realidad es que estaban en lo cierto, pero al mismo tiempo había muchos otros eventos que reforzaban la suposición de que el boom financiero nunca acabaría. (Dhami, 2016)

De hecho, si una burbuja financiera fuera fácil de detectar cuando estuviera ocurriendo, lo normal sería que se hubiera evitado entre todos. Si se examina los informes de la época, muchos de los analistas o inversores profesionales que detectaron el problema no fueron escuchados, sino que eran vistos como negativos y se ignoraron sus advertencias (véase la figura de Brooksley Born, apartado 3.2.2).

El problema del sesgo retrospectivo es que impide reconocer y aprender de los errores cometidos. Es un impedimento a nuestro aprendizaje porque tendemos a creer una vez ha ocurrido que lo sabíamos desde el principio. Esto aleja a los inversores de realizar un

análisis objetivo de la compañía, por lo que deberían centrarse en el uso de métodos de valoración intrínsecos basadas en datos y no en opiniones personales.

Este fue el problema durante la mayor parte de la burbuja inmobiliaria, cuando los inversores, en vez de evaluar los posibles riesgos, se seguían fiando de un mercado que funcionaba a la perfección sin detectar los fallos del sistema.

Como se ha mencionado en el apartado 6.3.2, el sesgo retrospectivo también jugó un papel determinante a la hora de tomar decisiones judiciales tras la Crisis Financiera de 2008, ya que afecta directamente a los jueces.

A la hora de evaluar la actuación de los directivos de estas compañías, además del reto de llevar evaluar decisiones subjetivas tomada por expertos, los jueces también cuentan con el desafío de evaluar la situación sin ningún tipo de sesgo. El hecho de que los jueces, a la hora de evaluar la posible culpabilidad de estos individuos, conozcan el resultado puede beneficiar la consideración de que las decisiones tomadas fueron negligentes o imprudentes. Esto sin duda provoca que se vea al demandado como más culpable de los hechos que si se evaluara desconociendo el resultado. (Simkovic & Kaminetzky, 2011)

6.4.2. La Business Judgement Rule

Por su parte Real Academia Española, en relación con el art. 226 de la Ley de Sociedades de Capital, define la *business judgement rule* (también conocida como la regla de discrecionalidad empresarial) como:

“Presunción de que, en la toma de decisiones empresariales en las que existe margen de discrecionalidad, los administradores que hayan actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado, han cumplido con el estándar de diligencia de un ordenado empresario”

La *business judgement rule* suele emplear para valorar la toma de decisiones de los directivos de la compañía. Como directivo de una compañía se tienen una serie de obligaciones con otros constituyentes de la compañía. La mayoría de las decisiones que se adoptan, si son de buena fe, se tratan de una manera diferente bajo la *business judgement rule*.

En referencia a la *business judgement rule*, son necesarios cuatro requisitos a la hora de tomar una decisión:

- Buena fe
- Sin interés personal en el asunto objeto de decisión
- Con información suficiente
- Con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado

Una de las principales razones para juzgar las acciones de los directores bajo la *business judgement rule* es que deben haber llevado a cabo una *due diligence* para tomar la decisión. Esta regla presume que el proceso de decisión está basado en la consideración y una reflexión sosegada. Aunque el resultado no haya sido el esperado, el procedimiento protege al director. Sin embargo, si está claro que lo ocurrido es el resultado de una falta de consideración y un procedimiento impropio, el director no podrá defenderse bajo esta regla de discrecionalidad empresarial, ya que habrá incumplido su deber de diligencia (*duty of care*). (The Hindsight Bias: When the Business Judgment Rule Isn't Enough, 2016)

Otro escenario en el que no cabría la aplicación de la regla es cuando el director guarda un especial interés en la decisión o exista un motivo ulterior, incumpliendo así su deber de lealtad (*duty of loyalty*).

Durante el período de recesión, el concepto de discrecionalidad empresarial se puso de manifiesto ya no solo por decisiones adoptadas durante la burbuja inmobiliaria, sino sobre decisiones posteriores.

Durante la burbuja inmobiliaria, es fácil emitir un juicio de valor sobre el incumplimiento de todos los requisitos de la *business judgement rule*.

Por un lado, puede descartarse la buena fe (incumpliendo su deber fiduciario) al haberse comercializado unos productos que era por todos conocido dentro del banco que se trataba de un producto basura. Por mucho que en las comparencias ante el Congreso o el DOJ se dijera lo contrario, existe enorme cantidad de documentación (sobre todo correos electrónicos) que demuestran este conocimiento por parte de los directivos y de toda la sección de derivados en cada banco de inversión.

Por otro lado, los directivos tenían un gran interés directamente relacionado con la comercialización de estos productos ya que se lucraron a costa de vender los mismos, por eso no quisieron detener el proceso.

En cuanto a la información suficiente, es cierto que cabe matizar que algunos directivos pudieron estar desinformados, como en el caso de Credit Suisse y Serageldin, pero no era común, más aún con el enriquecimiento que provocó.

Por último, como se ha mencionado en el apartado anterior, la falsa creencia de conocer el futuro pudo determinar que en muchas ocasiones se comercializaran productos sin haber seguido un procedimiento de decisión adecuado, para saciar la incesante necesidad de obtener mayor y mayor rentabilidad.

6.4.3. Estrecha relación entre el Sesgo Retrospectivo y la Business Judgement Rule

Existe una estrecha relación entre ambos conceptos. La regla de discrecionalidad empresarial sirve como cortafuegos al sesgo retrospectivo para analizar actuaciones del pasado. Como se ha expresado en los dos apartados anteriores, el sesgo retrospectivo no permite ver lo ocurrido en el pasado sin el hecho de conocer el presente y, por tanto, analizar la toma de decisiones de forma coherente con las circunstancias del momento. El sesgo retrospectivo puede difuminar lo que aparentemente se hizo en beneficio de la empresa.

A través del concepto de la *business judgement rule*, el juez puede analizar todos los factores que rodearon la toma de decisiones y evitar que la decisión sea juzgada por sus consecuencias y no por sus actos ya que esto provocaría una gran indefensión del demandado.

Por último, cabe mencionar que aún bajo el uso de estos dos conceptos, siguen quedando muchas dudas en torno a las decisiones y medidas judiciales adoptadas por el Gobierno de EE. UU. y el DOJ, que distan de las adoptadas por otros países. La realidad es que en cierto modo no falta razón cuando se que el proceso tanto de investigación como de ejecución fueron de lo más laxos y flexibles con los directivos e individuos que se sentaron en el banquillo.

7. Conclusiones

En el apartado introductorio se indicaban una serie de objetivos a cumplimentar con la idea de aportar una visión más clara sobre los hechos acontecidos en EE. UU. en relación con la Crisis Financiera de 2008. Tras analizar el contenido sobre la materia tratada, principalmente desde el ámbito regulatorio de la misma, se han resuelto algunas de las dudas en referencia a dicha recesión.

Una de las grandes cuestiones en torno a la temática es como pudieron llegarse a esos extremos, para la cual la respuesta se resume en un conglomerado de actuaciones. Por un lado, los reguladores del mercado disminuyeron, a través del período de desregularización, las restricciones operativas en el sector bancario. Asimismo, una vez facilitadas las operaciones del sector bancario, prosiguieron hasta crear un mercado sin reglas donde reinaba la opacidad, y no la clarividencia.

Como se ha dicho, el sector bancario, junto con las agencias de calificación, se aprovecharon de esta situación para actuar fuera del espectro de control de los supervisores del mercado y crear un complejo sistema de titulización a través del cual lucrarse sobremanera.

Desde una perspectiva de mercado, es posible decir que el mismo se encontraba bajo el estigma de la corrupción. La gran influencia de estos agentes provocó que los grandes damnificados de la misma fueran los inversores, desconocedores de las actividades clandestinas y funcionamiento opaco bancario, y los ciudadanos con menos recursos afectados por la recesión posterior. Los efectos macroeconómicos y los continuos rescates a las entidades bancarias no hicieron sino dañar aún más las economías familiares americanas.

Desde el ámbito jurídico, si bien es cierto que la desregularización condujo a un período de prosperidad económica, el papel de los reguladores, sabedores de la influencia de la industria en el Crac del 29, quedó de nuevo en entredicho. Muchas fueron las medidas adoptadas tras el declive de la economía, pero poca la injerencia en el período previo, a pesar de las continuas críticas recibidas por parte de economistas de prestigio.

No es cuanto menos sorprendente que tras haber actuado con negligencia, imprudencia y otras muchas formas de referencia a sus actuaciones que los banqueros emplearon para

defenderse en los juzgados, fueron estos mismos los encargados de intentar revertir la situación. El porqué de dicha situación, es que solo ellos podían conocer el funcionamiento real de los productos que habían comercializado, y para poder deshacerse de los mismos, eran colaboradores necesarios. Esto quedó reflejado en el bajo número de ceses laborales en los departamentos de derivados y otros relacionados con la elaboración de estos productos, frente al porcentaje histórico de desempleo alcanzado en 2010.

Otro de los apartados destacados del ámbito legal hace referencia a las medidas reformadoras y los procesos judiciales iniciados.

En cuanto a las primeras, como se ha explicado a lo largo del trabajo, fueron diversas y con el objetivo de poner trabas al libre albedrío en el sector. En mi opinión, si bien cabe la posibilidad de que el sector bancario no sea el causante de una nueva recesión económica, la nueva regulación sobre el sector y las operaciones de mercado es laxa e incompleta. Aunque se han incrementado los órganos de supervisión sobre los bancos, éstos apenas gozan de competencias de actuación y la burocracia mencionada a lo largo de este escrito se apoderará de la situación.

En lo referente a los procesos, son muchas las dudas que quedan sin resolver. Eric Holder, el Fiscal General de los EE. UU., reconoció en 2015 que no fue posible realizar acusaciones individuales sustentándose en la *“falta de pruebas”*. Como se ha analizado, es cierto que en relación con esta temática cohabita la complejidad añadida del sesgo retrospectivo, pero es indudable que, en referencia a los Códigos éticos existentes, se actuó de forma reprochable. Los procesos concluidos durante la recesión no hicieron sino alimentar el clamor público, y no falta de razón, contra las autoridades.

El sistema legal americano funcionó de forma ineficiente, desde las múltiples instituciones involucradas para iniciar un proceso, hasta la incesable cantidad de nichos legales que favorecieron a los acusados. Aunque se alegara la falta de pruebas, en muchos de los juicios realizados se aportaron pruebas documentales criticando los productos comercializados y no puede haber mayor prueba de ello. El permitir la libertad de muchos de los involucrados, no hizo sino confirmar que las autoridades también asumían su parte de culpa y sus más que reprochables actuaciones de supervisión y control.

Para concluir este análisis del Trabajo, es necesario evaluar la situación actual bajo la presidencia de Donald J. Trump. Trump ha abogado durante su mandato por favorecer de

nuevo la desregularización de los mercados financieros. Durante su campaña electoral prometió abolir la regulación adoptada tras la Crisis Financiera en torno a los mercados, y en 2018 ratificó el *Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act*, una propuesta legal para relajar o suprimir importantes regulaciones.

Si bien han sido muchas las voces críticas a su política, creo que los americanos deberían situar el foco sobre medidas que, si bien no tienen una gran trascendencia actual, pueden derivar en una situación económica de la que se consiguió salir hace 10 años. Los economistas americanos deberían despojarse del velo del sesgo retrospectivo y anticiparse a este para no repetir por tercera vez el mismo error.

Ha quedado demostrado a lo largo de los años, la necesidad de una fuerte crítica en torno a la eficiencia y autonomía de la autorregulación en el gobierno de este sector, dados las fuertes consecuencias acontecidas en el pasado.

Con la actual crisis sanitaria que se vive en EE. UU. en relación con el COVID-19, es importante remarcar que la situación de los mercados no es halagüeña y la fortaleza mostrada años atrás puede quedar en el olvido, más si cabe a través de medidas como la recién mencionada. Por mucho que nos preguntemos como de probable es vivir una nueva crisis económica, siempre habrá quien anteponga intereses a la estabilidad económica.

8. Bibliografía

Maues, J. (2013). *Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)*. Federal Reserve History. Recuperado de https://www.federalreservehistory.org/essays/glass_steagall_act

Amadeo, K. (2019 I). *Glass Steagall Act of 1933, Its Purpose and Repeal*. The Balance. Recuperado de <https://www.thebalance.com/glass-steagall-act-definition-purpose-and-repeal-3305850>

Pineda, L. (2011). *La Crisis Financiera de los Estados Unidos y la respuesta regulatoria internacional*. Revista Aequitas: Estudios sobre historia, derecho e instituciones, (1), 129-214.

Johnston, M. (2019). *A Brief History of U.S. Banking Regulation*. Investopedia Government & Policy. Recuperado de <https://www.investopedia.com/articles/investing/011916/brief-history-us-banking-regulation.asp>

Janger, E. J., & Schwartz, P. M. (2001). *The Gramm-Leach-Bliley Act, information privacy, and the limits of default rules*. Minn. L. Rev., 86, 1219.

Kloner, D. (2001). *The Commodity Futures Modernization Act of 2000*. Securities Regulation Law Journal, 29(3), 286-297. Recuperado de <https://www.stroock.com/wp-content/uploads/2019/03/Pub134.pdf>

Hayes, A. (2019). *Dotcom Bubble*. Investopedia Market News. Recuperado de <https://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>

Gongloff, M. (2002). *The case against Alan Greenspan*. CNN Money. Recuperado de https://money.cnn.com/2002/08/06/news/economy/greenspan_case/

Stevenson, R. W. (2001). *Down Into the Fray*. The New York Times. Recuperado de <https://www.nytimes.com/2001/01/27/business/down-into-the-fray.html>

Amadeo, K. (2020). *The Bush Tax Cuts and Their Impact on the Economy*. The Balance Fiscal Policy. Recuperado de <https://www.thebalance.com/president-george-bush-tax-cuts-3306331>

Chan, S. (2010). *Greenspan Calls for Repeal of All the Bush Tax Cuts*. The New York Times. Recuperado de

<https://www.nytimes.com/2010/08/07/business/economy/07greenspan.html>

Greenspan, A. (2005). *Speech: Risk Transfer and Financial Stability*. Federal Reserve Board.

Kenton, W. (2020). *Sarbanes-Oxley (SOX) Act of 2002*. Investopedia Corporate Finance & Accounting. Recuperado de

<https://www.investopedia.com/terms/s/sarbanesoxleyact.asp>

Puzzanghera, J. (2009). *Rethinking consumer protection*. Los Angeles Times.

Recuperado de <https://www.latimes.com/archives/la-xpm-2009-aug-10-fi-consumers10-story.html>

Board of Governors of the Federal Reserve (2019). *Regulation Z: Loan Originator Compensation and Steering*. Federal Reserve Compliance Guides to Small Entities.

Recuperado de <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/regzcg.htm>

Legislative Attorney (2006). *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*. Congressional Research Service. Recuperado de

https://www.everycrsreport.com/files/20061011_RS22519_5c843e84ccf35bd2c2e9d17a9a059a84b380c341.pdf

Fingleton, E. (2013). *Alan Greenspan's Epic Incompetence: Another Shoe Drops*.

Forbes. Recuperado de <https://www.forbes.com/sites/eamonnfingleton/2013/06/06/alan-greenspans-epic-incompetence-another-shoe-drops/#6772169b7af9>

Loomis, C. (2007). *Robert Rubin on the Job He Never Wanted*. Fortune Magazine Online. Recuperado de <http://www.bu.edu/econ/files/2011/01/Loomis.pdf>

Lawrence H. Summers Biography (2020). About Harvard, Harvard University.

Recuperado de <https://www.harvard.edu/about-harvard/harvard-glance/history-presidency/lawrence-h-summers>

Amadeo, K. (2019 II). *Henry M. Paulson Biography*. The Balance US Economy and

News. Recuperado de <https://www.thebalance.com/who-is-former-u-s-treasury-secretary-henry-m-paulson-3305988>

Levin, C. (2010). *Wall Street and the financial crisis: The role of investment banks.* The Hill (27/04//2010). Recuperado de <https://thehill.com/blogs/congress-blog/campaign/94549-wall-street-and-the-financial-crisis-the-role-of-investment-banks-sen-carl-levin>

Curtis, G. (2008). *White Paper No. 44 – The Financial Crisis and the Collapse of Ethical Behavior.* Greycourt & Co., Inc. Recuperado de <http://www.greycourt.com/wp-content/uploads/2012/05/WhitePaper044-FinancialCrisis.pdf>

Crotty, J., D’Arista, J., Epstein, G., & Taub, J. (2010). Regulations to end ‘too big to fail’ investment banking. Policy Brief, (19).

Sherman, M. (2009). *A short history of financial deregulation in the United States.* Center for Economic and Policy Research, 7.

Wilmarth Jr, A. E. (2008). *The dark side of universal banking: Financial conglomerates and the origins of the subprime financial crisis.* Conn. L. Rev., 41, 963.

Wilmarth Jr, A. E. (2002). *The transformation of the US financial services industry, 1975-2000: Competition, consolidation, and increased risks.* U. Ill. L. Rev., 215.

Gallagher, S. (2019). *Banking Performance and Socio Economic Development.* Scientific e-Resources.

Rose, L. A. (2014). *Farewell to Prosperity: Wealth, Identity, and Conflict in Postwar America.* University of Missouri Press, 365-366.

Johnson, W. (2010). *Brooksley Born and the Power of an Opposing Idea.* Harvard Business Review (29/01/2010). Recuperado de <https://hbr.org/2010/01/brooksley-born-and-the-power-o>

Born, B. (2000). *International Regulatory Responses to Derivative Crises: The Role of the US Commodity Futures Trading Commission.* Nw. J. Int’l L. & Bus., 21, 607.

Roig-Franzia, M. (2009). *Credit Crisis Cassandra: Brooksley Born’s Unheeded Warning Is a Rueful Echo 10 Years On.* Washington Post.

Arce, O. J., Pueyo, J. G., & Sanjuán, L. (2010). *El Mercado de Credit Default Swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias.* Documentos de Trabajo (CNMV), (42), 7-50.

Zaidi, D. (2016). *The Indisputable Role of Credit Ratings Agencies in the 2008 Collapse, and Why Nothing Has Changed.* TruthOut Economy & Labor. Recuperado de <https://truthout.org/articles/the-indisputable-role-of-credit-ratings-agencies-in-the-2008-collapse-and-why-nothing-has-changed/>

Hill, C. A. (2009). *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?* U. Pitt. L. Rev., 71, 585.

Sinclair, T. J. (2010). *Credit rating agencies and the global financial crisis.* Economic Sociology, The European Electronic Newsletter, 12(1), 4-9.

Quintanilla Pardo, I. (2010 I). *Crisis financiera y economía conductual.* Infocop, 46. Enero-febrero, 6-10.

Quintanilla Pardo, I. (2010 II). *Motivaciones del consumidor y crisis económicas.* REME (Revista Electrónica de Motivación y Emoción), 13(35-36), 40-61.

Press Association (2012). *Minister: consumers must 'accept responsibility' for financial crisis.* Financial Crisis, The Guardian. Recuperado de <https://www.theguardian.com/business/2012/may/03/minister-consumers-must-accept-responsibility-financial-crisis>

Causes of the Great Recession (2020). Muddy Water Macro, Washington University in St. Louis. Recuperado de <https://muddywatermacro.wustl.edu/node/92>

Riera, M. (2020). *Hipotecas subprime: las responsables de la crisis.* Help My Cash. Recuperado de <https://www.helpmycash.com/hipotecas/hipotecas-subprime/>

Steinberg, F. (2008). *La crisis financiera mundial: causas y respuesta política.* Boletín Elcano, (107), 8.

Menezes, V. y Rodil, O. (2012). *La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes.* Revista de Economía Mundial, 31 (2012), 199-226

Mathiason, N. (2008). *Three weeks that changed the world.* The Guardian. Recuperado de <https://www.theguardian.com/business/2008/dec/28/markets-credit-crunch-banking-2008>

Frame, W. S. (2010). *2008 Federal Intervention to Stabilize Fannie Mae and Freddie Mac.* DIANE Publishing, 1-10.

Dagher, J., & Fu, N. (2017). *What fuels the boom drives the bust: Regulation and the mortgage crisis.* The Economic Journal, 127(602), 996-1024.

Kocherlakota, N. (2010). *Back inside the FOMC.* President's speeches, Federal.

Taylor, J. B. (2010). *Getting back on track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis.* Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(3), 165-176.

Kalleberg, A. L., & Von Wachter, T. M. (2017). *The U.S. Labor Market During and After the Great Recession: Continuities and Transformations.* RSF: The Russell Sage Foundation Journal of the Social Sciences, 3(3), 1-19.

Teslik, L. H. (2008). *The U.S. Financial Regulatory System.* Council on Foreign Relations Global Economy in Crisis. Recuperado de <https://www.cfr.org/backgrounders/us-financial-regulatory-system>

Isidore, C. (2016). *35 bankers were sent to prison for financial crisis crimes.* CNN Money. Recuperado de <https://money.cnn.com/2016/04/28/news/companies/bankers-prison/index.html>

Rex, J. (2019). *Criminal Prosecutions and the 2008 Financial Crisis in the US and Iceland: What Can a Small Town Icelandic Police Chief Teach the US about Prosecuting Wall Street.* Concordia L. Rev., 4, 101.

Audit Division (2014). *Audit Report 14-12, Audit of the Department of Justice's Efforts to Address Mortgage Fraud.* U.S. Department of Justice, Office of the Inspector General.

Uhlmann, D. M. (2012). *Deferred prosecution and non-prosecution agreements and the erosion of corporate criminal liability.* Md. L. Rev., 72, 1295.

Eisinger, J. (2014). *Why only one top banker went to jail for the financial crisis.* New York Times Magazine, 30. Recuperado de <https://www.nytimes.com/2014/05/04/magazine/only-one-top-banker-jail-financial-crisis.html>

SEC Enforcement Actions: Addressing Misconduct That Led To or Arose From the Financial Crisis (2017). U.S. Securities and Exchange Commission, SEC. Recuperado de <https://www.sec.gov/spotlight/enf-actions-fc.shtml>

Dhami, S. (2016). *The foundations of behavioral economic analysis*. Oxford University Press, 1386.

Simkovic, M., & Kaminetzky, B. S. (2011). *Leveraged buyout bankruptcies, the problem of hindsight bias, and the credit default swap solution*. *Colum. Bus. L. Rev.*, 151-156.

The Hindsight Bias: When the Business Judgment Rule Isn't Enough (2016). Trembly Law. Recuperado de <https://tremblylaw.com/the-hindsight-bias-when-the-business-judgment-rule-isnt-enough/>

Webel, B. (2011). *Troubled Asset Relief Program (TARP): Implementation and Status*. Congressional Research Service.

Weller, C.E. (2012). *10 Reasons Why Public Policies Rescued the U.S. Economy*. Center for American Progress. Recuperado de <https://www.americanprogress.org/issues/economy/news/2012/05/29/11593/10-reasons-why-public-policies-rescued-the-u-s-economy/>

Guynn, R. D., Polk, D., & Wardell, L. L. P. (2010). *The Financial Panic of 2008 and Financial Regulatory Reform*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Recuperado de <https://corpgov.law.harvard.edu/2010/11/20/the-financial-panic-of-2008-and-financial-regulatory-reform/>

Go Banking Rates (2019). *Trump Is Deregulating Banks: Here's What That Means for You*. Nasdaq Articles. Recuperado de <https://www.nasdaq.com/articles/trump-deregulating-banks-heres-what-means-you-2019-02-12>

9. ANEXOS

Agencias reguladoras del sector financiero en EE. UU.

Agencia Reguladora	Funciones
<i>Federal Reserve</i> (Reserva Federal)	<p>La Reserva Federal es el banco central estadounidense. Tiene entre sus funciones, regular el sistema monetario y la vigilancia de las operaciones de las sociedades de cartera, incluidos los bancos tradicionales y los conglomerados. En términos generales, su mandato es promover la estabilidad de los precios y el crecimiento económico. Ejerce sus funciones a través de tres entes diferenciados:</p> <ul style="list-style-type: none">• <i>Board of Governors</i>: Su principal responsabilidad es orientar la política monetaria mediante la coordinación con el <i>Federal Open Markets Committee</i> (FOMC) y los bancos de reserva regionales, así como supervisar el sector de los servicios financieros.• <i>Federal Open Markets Committee</i> (FOMC): El FOMC es el principal organismo de la Fed para la formulación de políticas monetarias. Se encarga de evaluar el panorama económico y financiero y de establecer la tasa de los fondos federales.• <i>Reserve Banks</i>: El sistema bancario de la reserva federal abarca doce bancos regionales con veinticinco sucursales en total. Ellos almacenan y distribuyen reservas, procesan cheques y otras formas de pagos interbancarios, y generalmente supervisan las operaciones de los bancos comerciales en su región.
<i>Department of the Treasury</i> (Departamento del Tesoro)	<p>El Tesoro americano fue inicialmente ideado con el objetivo de gestionar los ingresos del Gobierno de la nación, aunque sus funciones actuales incluyen otras distintas:</p> <ul style="list-style-type: none">• Política fiscal• Regulación de exportaciones e importaciones

	<ul style="list-style-type: none"> • Recolección de ingresos, tales como impuestos y tasas • Diseña y acuña el sistema monetario de EE. UU.
<i>Securities and Exchange Commission</i> (SEC)	<p>Se trata de una agencia gubernamental independiente encargada de supervisar los mercados de valores, hacer cumplir la ley de valores y vigilar los intercambios de acciones, opciones y otros valores. También es responsable de supervisar las adquisiciones corporativas.</p> <p>Una de las principales tareas asignadas a la comisión es la promoción de la transparencia en los mercados de valores y, por lo tanto, la protección de los inversores contra el fraude o la malversación corporativa, en parte mediante la exigencia de que las empresas presenten informes financieros trimestrales y anuales.</p>
<i>Commodities Futures Trading Commission</i> (CFTC)	<p>Se trata de una agencia gubernamental independiente encargada de proporcionar un marco regulatorio al, cada vez más complejo, mercado de contratos de futuros (mediante el cual los comerciantes acuerdan comprar o vender un bien en un momento determinado del futuro a un precio específico).</p> <p>Entre otras funciones de supervisión, la CFTC regula las cámaras de compensación de derivados que reúnen a los compradores y vendedores de contratos de futuros; aprueba y regula las organizaciones responsables de la ejecución efectiva de las operaciones de futuros; y supervisa a los compradores y vendedores en un intento de asegurarse contra el fraude y otras infracciones.</p>