



UNIVERSIDAD PONTIFICIA
DE SALAMANCA

Máster en Dirección Aseguradora Profesional

Curso académico 2019/2020

Memoria Fin de Máster

El Caso AIG: Lecciones Aprendidas en el Ámbito de la Gestión de Riesgos

Autor: Federico Esquivel Gallegos
Tutor: Francisco Picón García

Esta memoria es propiedad del autor. No está permitida la reproducción total o parcial de este documento sin mencionar su fuente. El contenido de este documento es de exclusiva responsabilidad del autor, quien declara que no se ha incurrido en plagio y que la totalidad de referencias a otros autores han sido expresadas en el texto.

En caso de obtener una calificación igual o superior a 8.0, autorizo la publicación de este trabajo en el centro de documentación de ICEA, de acceso libre y gratuito a través de internet.

Sí, autorizo a su publicación.

No, desestimo su publicación.

Firmado: Federico Esquivel Gallegos

Dedico esta Memoria de Fin de Máster a mi mujer y a mis hijos, quienes me han apoyado durante todo este Máster; todo mi cariño y amor para ellos. También me gustaría dedicar este trabajo a mi madre, a mi hermana, y a mi padre, quien habría disfrutado mucho leyéndolo.

Mi más sincero y profundo agradecimiento a mis tíos, quienes nos apoyaron y ayudaron a salir adelante luego de la pérdida de mi padre. Mi eterna gratitud a mi jefe Ignacio; gracias a él pude iniciar mi camino en este mundo de los seguros hace tres años. Agradezco también el apoyo incondicional que he recibido por parte de Matteo, de Ricardo, y de todos mis compañeros de la división internacional.

Me gustaría transmitir mi reconocimiento y dar las gracias a todas las personas que han hecho posible que haya cursado este Máster: a mi tutor, Francisco Picón; a mis compañeros de REALE, a Raúl Lozano, a David Iglesia, a Jesús Santolaya; a mis profesores de ICEA; a Óscar Herencia, quien ha compartido su tiempo de forma extensa, y a todos mis compañeros de la Trigésimo Primera Promoción del Máster en Dirección Aseguradora Profesional-MDA de ICEA. Somos una promoción única y especial, y siempre nos unirá el vínculo de haber sacado adelante este Máster en medio de unas condiciones muy difíciles. ¡Mil gracias a todos!

Aldi luzeak, guztia ahaztu

Gracias, Dios, por haberme dado tantas cosas.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	5
OBJETIVOS	7
Objetivo principal:	7
Objetivos secundarios:	7
1. LOS ORÍGENES DE AIG	8
2. HANK GREENBERG, UN CEO EXIGENTE, IMPLACABLE, Y TEMIDO	13
3. LA CULTURA DE AIG	17
4. EL NACIMIENTO Y LOS PRIMEROS AÑOS DE AIGFP	20
5. EL PRINCIPIO DEL FIN DE GREENBERG: PROBLEMAS CONTABLES Y LEGALES	27
6. EL FIN DE LA ERA GREENBERG	31
7. PÉRDIDA DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO Y CAMBIOS EN LA CÚPULA: LAS CONSECUENCIAS PARA EL MODELO DE GESTIÓN Y EL GOBIERNO COPORATIVO DE AIG	38
8. LOS EXCESOS DE AIGFP Y DE AIG GLOBAL INVESTMENT CORPORATION	44
9. EL RESCATE DE AIG	52
10. LAS PRINCIPALES CONSECUENCIAS DEL RESCATE DE AIG	63
11. AIG EN LA ACTUALIDAD	67
CONCLUSIONES	69
BIBLIOGRAFÍA	71

INTRODUCCIÓN

“*Más alto ya no he de subir y esto me hace sufrir*” – Rey Louie. (Reitherman, Wolfgang. El Libro de la Selva. 1967).

A finales del año 2005, American International Group (AIG) era la aseguradora más grande del mundo. Sus números no tenían parangón en la historia de la industria aseguradora: la compañía estadounidense acabó el ejercicio de ese año con más de 90.000 empleados y con operaciones en 130 países (Boyd, página 198). Sus ingresos totales fueron de 108.905 millones de dólares estadounidenses (€87.560 millones al tipo de cambio medio de €0,804/\$1 durante ese año, según la OCDE) y sus ganancias netas alcanzaron la cifra de 10.477 millones de dólares estadounidenses (USD o \$).

Menos de tres años después, en septiembre de 2008, AIG tuvo que ser rescatada por el Gobierno estadounidense por falta de liquidez. El rescate acabó costando un total de \$182.000 millones (Bernanke, página 537), y acabó generando un fuerte debate en el seno de la sociedad estadounidense. ¿Cómo pudo una compañía como AIG caer tan rápido en tan poco tiempo? ¿Cuáles fueron las causas del “Caso AIG”?

La caída de AIG se debió a una “tormenta perfecta” de varios factores, destacando la mala gestión de riesgos como la causa principal de la debacle. Sin perjuicio de lo anterior, hubo ciertos factores que amplificaron las consecuencias de una deficiente gestión del riesgo por parte de AIG, siendo los más importantes la excesiva dependencia de su CEO durante 37 años, Maurice R. (“Hank”) Greenberg, quien fue repentinamente obligado a abandonar la empresa en 2005; la falta de un plan de sucesión adecuado, una cultura imperante que premiaba la obtención de resultados y de rentabilidad por encima de cualquier otra cosa, un marco regulatorio que no fue capaz de detectar la acumulación de riesgos, y una exposición demasiado alta al riesgo de una caída histórica del mercado inmobiliario. Todos estos factores en su conjunto conspiraron para llevar eventualmente a AIG a situarse al borde de la quiebra.

El autor elige este tema porque considera que las lecciones aprendidas en el ámbito de la gestión de riesgos derivadas del “Caso AIG” siguen siendo de enorme importancia más de 12 años después del rescate de la gigantesca aseguradora. El “Caso AIG” marcó en los EE.UU. un antes y un después en la percepción que la sociedad tiene de los rescates: el enorme tamaño y el riesgo sistémico de una posible quiebra de AIG originó la frase “*too big to fail*”, la cual quiere decir que la aseguradora era demasiado

grande para abandonar a su suerte sin poner en jaque al sistema financiero estadounidense. A la frase anterior se unió otra en la conciencia colectiva: “*moral hazard*”, o riesgo moral. Dicha frase cobra especial relevancia debido al escándalo de los “bonus” millonarios que se pagaron a algunos ejecutivos de AIG posterior al rescate por parte del Gobierno estadounidense.

Para elaborar este trabajo de investigación, el autor ha consultado ocho libros y decenas de artículos de prensa económica y financiera. Se ha hecho un esfuerzo por recopilar información proveniente de diversas fuentes y de diversos puntos de vista, desde el Gobierno estadounidense hasta el del propio “Hank” Greenberg. El resultado de este esfuerzo investigativo refleja un análisis que tiene en cuenta los argumentos de los principales actores involucrados en el “Caso AIG”.

Sin entrar en detalles excesivamente técnicos, esta Memoria Fin de Máster procurará ofrecer una visión general de la suma de factores que llevaron a AIG al borde de la quiebra y a su posterior rescate. El método de trabajo incluye la compilación y la consideración de los distintos análisis del “Caso AIG” consultados en los libros, en los artículos y en las diversas fuentes citadas en el párrafo anterior.

Si bien el autor no es un erudito en la materia, sus estudios financieros, su experiencia laboral y su apoyo en su tutor Francisco Picón, Director de Prestaciones de Seguros Generales en Caser, forman parte del conjunto de métodos que se han utilizado en esta investigación.

OBJETIVOS

Objetivo principal:

- Analizar la gestión del riesgo en el “Caso AIG”. Esta Memoria de Fin de Máster demostrará que, si AIG se hubiera limitado a su actividad aseguradora, el colapso de liquidez que experimentó la compañía muy probablemente se habría podido evitar.

Objetivos secundarios:

- Contrastar la cultura de gestión de riesgo de Maurice R. (“Hank”) Greenberg, CEO de AIG durante más de 37 años, con la de sus sucesores
- Establecer las consecuencias más importantes de la gestión de riesgos de AIG.
- Resaltar la importancia del buen gobierno corporativo en las empresas aseguradoras, así como la necesidad de que dichas empresas se centren en su actividad propia.
- Enfatizar la trascendencia y el valor de la correcta regulación y vigilancia de las actividades de las compañías aseguradoras.

1. LOS ORÍGENES DE AIG

Para conocer el origen de AIG, debemos remontarnos al año 1919. En diciembre de ese año, un emprendedor californiano llamado Cornelius Vander Starr (“C.V.”) funda en la ciudad china de Shanghái una agencia llamada American Asiatic Underwriters, la cual pasaría a llamarse American International Underwriters (AIU) poco tiempo después. El negocio de AIU consistía en representar y gestionar el riesgo de suscripción de las aseguradoras estadounidenses que quisieran operar en China, previa obtención de la correspondiente licencia.

Starr funda su agencia de representación y suscripción de riesgos en Shanghái, una ciudad de marcado carácter cosmopolita. La ciudad de Shanghái a comienzos del S.XX se regía todavía por el principio de extraterritorialidad heredado de las “concesiones” impuestas por el Reino Unido a China luego de que ésta resultase derrotada en la Segunda Guerra del Opio (1856-1860). La ciudad más próspera e importante de China, sin ser colonia, contaba con una Concesión Internacional de Shanghái, heredada de los sectores británico y estadounidense, y una Concesión Francesa. Dentro de dichas concesiones, los extranjeros podían hacer negocios e incorporar compañías de acuerdo con las leyes británicas o francesas; además, la policía y los tribunales respectivos se encargaban de hacerlas cumplir. Shanghái, pues, funcionaba en realidad como dos ciudades: una para los chinos y otra para los ciudadanos de las distintas potencias extranjeras, con el Reino Unido y Francia a la cabeza (Shelp, página 18).

En esa época, el sector asegurador de la ciudad estaba controlado mayoritariamente por aseguradoras británicas: a ellas acudían las compañías estadounidenses que querían asegurar algo en la ciudad o en el país. Para hacer crecer su incipiente negocio, Starr decide viajar a los EE.UU. en 1921. A pesar de su relativa juventud (tenía 29 años en ese momento), C.V. Starr logra convencer a varias aseguradoras estadounidenses de establecer una base común para suscribir seguros generales en China (Shelp, página 23). La base común funcionaba de la siguiente forma: AIU, como agente en China de dichas compañías, suscribía distintos riesgos que iban a parar a un fondo común. Cada compañía procedía entonces a asegurar un porcentaje determinado de todas las pólizas emitidas por AIU.

Starr tuvo otros tres grandes aciertos en sus primeros años. El primero fue el vender pólizas a empresas y a ciudadanos chinos, un importantísimo sector del mercado que

había sido prácticamente ignorado por las aseguradoras británicas. Dichas compañías eran muy reacias a vender pólizas a chinos debido a la alta incidencia de fraude. Para combatirlo, AIU estableció un departamento de prestaciones que adquirió rápidamente la fama de ser metódico, de utilizar las técnicas de investigación más modernas y de ser difícil de engañar. Muchos años más tarde, este rasgo cultural se trasladaría a las operaciones de AIG.

El segundo gran acierto fue el establecimiento de una compañía de seguros, Asia Life Insurance Company, cuyo objetivo principal era el de vender pólizas de vida a ciudadanos chinos. Starr había notado que muchos chinos sobrevivían hasta la vejez, y determinó que los avances en medicina y en los estándares de higiene en China haría que un creciente número de sus habitantes llegase a alcanzar la tercera edad. Al igual que ocurría con los seguros generales, las compañías británicas ignoraban el segmento de ciudadanos chinos, centrándose en su lugar en la venta de seguros de vida para expatriados. Starr, a su vez, veía en el segmento de ciudadanos chinos la posibilidad de ser pionero en un mercado de seguros de vida gigantesco y con enormes posibilidades de crecimiento.

El tercer gran acierto de Starr fue quizás el más importante: en una ciudad en donde el grado de segregación era casi total y en la que los chinos vivían completamente aparte de las concesiones occidentales, Starr decide promover a ciudadanos chinos a puestos de responsabilidad en sus empresas. Los gerentes locales, la mayoría con gran ambición y capacidad de trabajo, ayudaron a las compañías de Starr a rechazar riesgos de suscripción no deseados, y a detectar y denegar siniestros fraudulentos.

En contraste con las empresas del Grupo Starr, las aseguradoras británicas en China no contrataban en el mercado local; incluso los occidentales no británicos que lograban entrar en ellas tenían muy pocas posibilidades de ascender más allá de puestos intermedios. AIU y Asia Life rompieron con ese modelo, mezclando varias nacionalidades en sus oficinas: Starr contaba con rusos y polacos entre sus más estrechos colaboradores. El resultado de apostar por el talento y no por la nacionalidad es la instauración de una meritocracia en las compañías de Starr. Dicha cultura del mérito ayudaría mucho al crecimiento AIU y de Asia Life en China y a nivel internacional y pasaría a formar parte de la cultura de internacionalización de AIG algunas décadas más tarde.

Doce años después de la creación de AIU y 10 años después de la creación de Asia Life, las compañías de Starr contaban con varias oficinas en China, así como en Hong Kong, Filipinas, Malasia, e Indonesia. Haber conseguido un crecimiento tan importante a nivel internacional con los limitados medios de transporte y comunicación de la época fue realmente meritorio. Cabe resaltar que, durante sus primeros años de operación, las compañías de Starr no contaban con el respaldo de unas oficinas centrales localizadas en EE.UU., ya que en ese país contaban sólo con una agencia en Nueva York; dicha agencia se había abierto en 1926. Las operaciones se llevaban a nivel local, lo cual obligaba a los gerentes (en muchos casos locales), a tener que tomar decisiones difíciles de forma independiente. Esta independencia operativa eventualmente también llegaría a formar parte de la cultura de AIG.

El volumen de negocio en los EE.UU. aumentó durante la década de los años 30. Con la compra de la compañía United States Life Insurance Company, Starr pudo lograr su sueño de no solo ser agente de otras compañías aseguradoras, sino de contar además con su propia compañía de seguros. En este caso, es de resaltar el hecho de que una compañía basada en china había logrado comprar una compañía estadounidense. Esta “multinacionalización en reversa” (Shelp, página 39) sirvió para que Starr pudiera diversificar geográficamente sus riesgos y promover la inversión en China por parte de compañías estadounidenses.

Hasta finales de la década de los 40, el negocio de las compañías de Starr se centró principalmente en Asia y, en menor medida, en Estados Unidos. No fue sino hasta los años 50 durante los cuales se dan los primeros pasos para crecer en otros países: se abren algunas agencias en Europa, así como en países tan diversos como Cuba, Líbano y Pakistán.

Al inicio de la década de los 60, Starr acierta nuevamente al observar que la era de los aviones de reacción traería un fuerte incremento en el comercio y en los viajes internacionales a nivel global. Starr calculó correctamente que dicho incremento generaría una fuerte demanda de seguros de accidente, de salud, y de viaje. Poco después, en una reunión en Hong Kong con Milburn Smith, expresidente de la aseguradora Continental Casualty, Starr le preguntó si conocía a alguien con el talento y la energía necesarios para asumir el reto. Smith mencionó un nombre: el de Maurice R. (“Hank”) Greenberg.

En 1960, Hank Greenberg llevaba 8 años trabajando en Chicago para la Continental Casualty. Luego de un ascenso meteórico, había llegado a la vicepresidencia de la empresa y era considerado una de las personas de confianza de Milburn Smith. Luego de la renuncia de Smith debido a una disputa con el consejero delegado de Continental, Greenberg era considerado como uno de sus posibles sucesores. A pesar de ello, a Greenberg le preocupaba que el hecho de ser judío le impidiese alcanzar la presidencia de la empresa (Greenberg & Cunningham, página 30).

Sin perjuicio de lo anterior, Greenberg rechazó varias ofertas de trabajo hechas por Starr, hasta que en diciembre de 1960, la tenacidad de Starr rindió sus frutos: Greenberg aceptó dejar Chicago para irse a Nueva York a trabajar en C.V. Starr & Company (compañía que en ese momento estaba a la cabeza de todas las compañías del Grupo Starr) en calidad de vicepresidente ejecutivo de las operaciones en América del Norte. Greenberg también asumiría el mando a nivel global de la nueva división de seguros de accidentes y de salud del Grupo Starr.

A pesar del rechazo que Greenberg generaba en algunos de los socios de Starr y en algunos “*managers*” a nivel internacional, su gestión fue efectiva y produjo muy buenos resultados en Japón, en Hong Kong y en Europa. Es por ello que en 1962, a Greenberg se le encomendó la misión de transformar American Home, una de las compañías del Grupo Starr, la cual afrontaba problemas financieros en ese momento. Greenberg logra cumplir con éxito la misión debido a su insistencia en un principio capital: el de generar rentabilidad de suscripción y no tener que depender de las inversiones. Posteriormente, Greenberg aplicaría dicho principio a rajatabla durante sus más tres décadas al frente de AIG.

Los excelentes resultados obtenidos por Greenberg le convierten en el favorito para suceder a Starr al frente de las compañías del Grupo que lleva su nombre. En el verano de 1968, Starr se encontraba en un frágil estado de salud, hecho que le empuja a acelerar su plan de sucesión. Starr acabó decantándose formalmente por Greenberg como su sucesor en agosto de 1968 con su nombramiento como consejero delegado y presidente del consejo de dirección del Grupo Starr. Starr decidió promover a Greenberg porque consideraba que era el ejecutivo mejor preparado para reorganizar y hacer crecer a las empresas del grupo. Starr temía que, de haber promovido a alguno de los rivales de Greenberg para el puesto, las compañías del grupo se acabarían vendiendo una a una (Shelp, 108).

Poco antes del fallecimiento de Cornelius Vander Starr en diciembre de 1968, Greenberg puso en marcha el plan de reorganización de las compañías del Grupo Starr a nivel mundial. Una de las partes más importantes del citado plan de reorganización era la consolidación en una subsidiaria de varias compañías del grupo, incluyendo American Home y la American Life Insurance Company (ALICO). La subsidiaria se llamó originalmente American International Enterprise, aunque Greenberg decidió cambiarle el nombre y la compañía pasó definitivamente a llamarse American International Group (AIG). Es así como AIG nace en el año 1969.

A nivel operativo, AIG integraba las operaciones a nivel mundial de tres compañías de seguros generales y una compañía de seguros de vida. Se estima que AIG, la cual también comienza a cotizar en bolsa en 1969, tenía un valor inicial de mercado de \$915 millones (Shelp, página 93).

2. HANK GREENBERG, UN CEO EXIGENTE, IMPLACABLE, Y TEMIDO

En 1952, poco después del fin de su participación en la guerra de Corea, un exsoldado de 27 años entró sin cita previa en una de las sucursales neoyorquinas de la aseguradora Continental Casualty y preguntó al responsable de recursos humanos si había algún puesto de trabajo disponible. El encargado de RR.HH. le ignoró, lo que provocó que el exsoldado sintiera que se le estaba tratando de forma despectiva y descortés.

Seguidamente, el exsoldado irrumpió en la oficina del vicepresidente de la sucursal, Bob Vollreide, y le comentó que el responsable de RR.HH. era una persona descortés y un “imbécil” (Boyd, página 77). El vicepresidente, lejos de rechazar el comportamiento del exsoldado, quedó gratamente impresionado por su franqueza, iniciativa, y empuje. Luego de una larga conversación, el ejecutivo de Continental ofreció al exsoldado un puesto como aprendiz de suscripción a cambio de un sueldo semanal de \$75 (Boyd, página 77). Tan sólo 9 años después, en 1959, ese exsoldado, llamado Maurice R. (“Hank”) Greenberg, se convertiría en el vicepresidente más joven de Continental a nivel mundial.

Nacido en 1925, Greenberg no procedía de una familia privilegiada. Su padre, taxista de profesión, murió cuando Greenberg tenía solo 7 años. Su madre volvió a contraer matrimonio con un granjero y la familia se trasladó a vivir a una zona rural del estado de Nueva York. La vida en un entorno agreste no motivaba al joven Greenberg, quien con 17 años decidió falsificar su edad y alistarse en el ejército estadounidense. Poco tiempo después, Greenberg combatiría en la Segunda Guerra Mundial, lo cual le valió una condecoración con la Estrella de Bronce. Una vez acabada la Guerra, Greenberg cursó sus estudios en la Universidad de Miami y en la facultad de derecho de la Universidad de Nueva York, donde obtiene el título de abogado. Posteriormente, luchó en la Guerra de Corea, donde también formó parte de una unidad de combate.

Greenberg, a pesar de no haber nacido en el seno de una familia acomodada ni influyente, pudo ganar la carrera para suceder a C.V. Starr al frente del grupo de empresas Starr. A pesar de tener en Gordon Tweedy a un rival de familia patricia y de “sangre azul” (Tweedy poseía además un título en derecho por la prestigiosa Universidad de Yale), Greenberg acabó imponiéndose como sucesor de Starr debido a

los excelentes resultados obtenidos como vicepresidente del grupo, a su visión del negocio asegurador, a su capacidad de trabajo y a un empuje casi despiadado en la búsqueda del crecimiento y de la rentabilidad de las empresas del grupo.

A pesar de resultar como vencedor de la carrera de sucesión al frente de las empresas del Grupo Starr (transformadas poco tiempo después en AIG), Greenberg, tuvo que seguir lidiando con algunos rivales. El más importante de ellos era Tweedy, quien ejercía como presidente del consejo de administración de AIG. Tweedy adoptó el papel de contrapeso de Greenberg durante unos meses y procedió a cuestionar y a disputar algunas de las decisiones tomadas por este último.

Un anécdota que refleja con bastante precisión el ambiente que se respiraba en aquella época ocurrió en los primeros meses de 1969. En una reunión del comité de inversiones de AIG, Greenberg abogaba por invertir en bonos, a lo cual Tweedy se oponía, alegando que los tipos de interés iban a subir y, por ende, el precio de los bonos bajaría. La discusión alcanzó un tono elevado, llegando incluso a los gritos. En un momento determinado, Greenberg, bastante molesto, le espetó a Tweedy: “Gordon, ¡cállate y siéntate! Yo soy quien estoy a cargo ahora.” (Shelp, página 109). Tweedy, estupefacto y enmudecido, se sentó, y poco después abandonó la reunión. Al año siguiente, abandonaría la compañía. Greenberg había quedado con el control total de AIG.

Greenberg generaba una mezcla de miedo, admiración, y devoción entre sus empleados. La cultura que él había implementado en AIG consiguió obtener el máximo esfuerzo y promover la iniciativa de los empleados en todos los niveles de la empresa. No había ninguna otra empresa aseguradora estadounidense con un nivel similar de compromiso y dedicación. Greenberg lideraba con el ejemplo: no sólo era un trabajador incansable, sino que estaba dispuesto a viajar él mismo a cualquier parte del mundo si consideraba que había la necesidad de hacerlo.

Greenberg no toleraba que ningún empleado le ocultase información. En un incidente, Greenberg se enteró de que un alto ejecutivo de AIG había interferido con una investigación llevada a cabo por las autoridades francesas, poniendo en peligro la licencia de AIG para operar en ese país. Greenberg se citó pocos días después en su oficina de Nueva York con el ejecutivo en cuestión, para escuchar su versión de los hechos. Cuando Greenberg constató que el ejecutivo le ocultaba datos relevantes de la investigación, procedió a abroncarle y a despedirle en el acto (Greenberg & Cunningham, página 244).

La revista "Fortune" publicaba cada año un índice titulado "Los 10 CEO más exigentes de los Estados Unidos". Los presidentes y consejeros delegados de la mayoría de las compañías intentaban evitar entrar en ese selecto club. Con Greenberg sucedía lo contrario: el presidente y consejero delegado de AIG anhelaba entrar todos los años en la lista. Trabajar con él en el día a día no era para todos los gustos: muchos de los trabajadores que lidiaban con Greenberg solían ser un manojo de nervios. Greenberg no dudaba en regañar y abroncar a sus colaboradores delante de quien fuese. Según Ron Shelp, quien trabajó para Greenberg durante 12 años (y salió de la empresa por su cuenta), era muy importante saber cómo y cuándo hablar con el legendario presidente, especialmente cuando se trataba de transmitir noticias desagradables (Shelp, página 139).

Greenberg insistía en inculcar disciplina a sus empleados en una época en que las comidas de trabajo en EE.UU. se acompañaban con frecuencia de bebidas alcohólicas (Shelp, página 142). Para combatir el problema, Greenberg desarrolló un sistema compuesto de 4 reglas simples e inequívocas: 1 – No beber durante las comidas. 2 – Si tiene que beber durante la comida, límitese a una copa. 3 – Si bebe más de una copa durante la comida, no vuelva a la oficina esa tarde. 4 – Si vuelve a la oficina después de haber bebido más de una copa, no hace falta que vuelva nunca más.

Las reglas disciplinarias de Greenberg se extendían mucho más allá de los hábitos durante las comidas. La disciplina era imprescindible en la gestión de riesgo de la empresa y abarcaba distintos aspectos como la rentabilidad de la suscripción, el control de los gastos, el continuo análisis y seguimiento del riesgo, la calibración de precios y la minimización de errores.

Sin perjuicio de lo anterior, Greenberg, quien exigía lealtad absoluta a sus colaboradores, también recíprocaba con un gran sentimiento de lealtad hacia ellos. Una historia que ejemplifica el sentimiento de lealtad de Greenberg hacia sus empleados ocurrió en Irán. Durante el reinado del Sah Reza Pahleví, AIG había conseguido una licencia para operar en Irán gracias a la insistencia y al esfuerzo de uno de sus ejecutivos, K.C. Shabani, a quien Greenberg había encomendado la misión. "No me digas cómo, sólo hazlo, le había ordenado Greenberg" (revista Fortune, 8 de agosto de 2005). En noviembre de 1979, la Revolución Iraní impulsada por Jomeini triunfó y logró derrocar al Sah, quien era apoyado por EE.UU.

Pocos días después, los activos de AIG en el país fueron expropiados, y el nuevo régimen encarceló a Shabani, acusándolo de ser un espía de la CIA. Shabani, quien poseía la doble nacionalidad estadounidense e iraní, pasaría un año encarcelado antes de ser transferido a un régimen de casa por cárcel en la residencia de su hermana. A los pocos días, recibió una llamada diciéndole que le iban a sacar del país. Unas semanas más tarde, un coche con un chófer no identificado recogió a Shabani y le llevó en un recorrido de 1.290 km. hasta la frontera turca, donde le esperaba un ejecutivo de AIG llamado Ken Nottingham.

Para conseguir la libertad de su empleado, Greenberg había gastado más de \$1 millón en el plan de rescate, y había intercedido ante las autoridades estadounidenses para que emitieran un nuevo pasaporte a Shabani, ya que el original había sido decomisado por el régimen iraní. Sin un pasaporte en regla, las autoridades turcas le habrían denegado la entrada al país. Luego de su regreso a los EE.UU., Shabani fue recompensado por AIG con un despacho y un asistente personal de por vida. Shabani trabajaría en AIG hasta cumplir los 80 años de edad.

Pese al enorme agradecimiento que sentía hacia Greenberg, Shabani afirmó en una entrevista con la agencia internacional de noticias Bloomberg que “admiraba el empuje y la determinación” del presidente de AIG pero que “era muy difícil trabajar para él”. En esa misma entrevista, Shabani describió a Greenberg como un hombre que ocasionalmente podía ser “rudo, casi llegando a tosco y basto.” (Bloomberg, 27 de mayo de 2015).

Al margen de las opiniones que generaba Greenberg, es indiscutible que AIG experimentó un enorme crecimiento bajo su mandato. El día en que AIG comenzó a cotizar en bolsa, el valor de mercado de la aseguradora era de \$915 millones. Cuando Greenberg abandonó la empresa en 2005, el valor de mercado de AIG se situaba en \$165.000 millones, lo que se traduce en un crecimiento neto anual del valor de capitalización de mercado del 24% (Shelp, página 93).

3. LA CULTURA DE AIG

La cultura de AIG, desde sus orígenes en 1969 hasta el año 2005, lleva el sello de su presidente y consejero delegado, Maurice R. Greenberg. Si bien AIG hereda muchos aspectos culturales de las empresas originales del Grupo Starr, es Greenberg quien acaba moldeando dichos aspectos en una cultura única y diferente a la prevaleciente en otras empresas estadounidenses del sector asegurador. La cultura empresarial impulsada por Greenberg combinaba el espíritu emprendedor de una compañía privada con la disciplina de una aseguradora que cotizaba en bolsa. Dicha cultura empresarial se centraba en tres elementos principales: la gestión del riesgo, el control de costes, y la rentabilidad.

Poco después de comenzar su andadura como presidente y consejero delegado de AIG, Greenberg diseñó un plan de compensación como incentivo para que los empleados y los ejecutivos de AIG adoptasen su filosofía y cultura empresarial y cumplieren con las ambiciosas metas de crecimiento trazadas al comienzo de cada ejercicio. La clave del plan compensatorio de Greenberg era su énfasis en el largo plazo: los mejores empleados y ejecutivos de la compañía entraban en un selecto grupo a los que se les compensaba con acciones de la compañía (sin asumir la titularidad de las mismas), las cuales no se podían vender hasta que el empleado cumpliera los 65 años de edad. Si por cualquier motivo el empleado dejaba AIG antes de cumplir dicha edad, perdía su plan de compensación, el cual en muchos casos podía superar el millón de dólares estadounidenses. Por otra parte, los empleados que formaban parte del selecto grupo de compensación no tenían asegurada su participación en el mismo: si la rentabilidad de su división bajaba de un umbral preestablecido, el empleado salía del grupo.

Con la implementación del plan de compensación descrito en el párrafo anterior, Greenberg pretendía que formar parte de AIG no fuera visto como un mero trabajo, sino como “una forma de vida” en las palabras del propio Greenberg (Greenberg & Cunningham, página 16). Los empleados de la empresa, quienes no tenían contratos de trabajo fijos y cobraban menos de la media del sector, estaban dispuestos a viajar de forma intensa y a trabajar hasta 60 horas por semana para tener la oportunidad de cobrar una cantidad importante de dinero al jubilarse (Boyd, página 85). Muchos altos ejecutivos tenían prácticamente todo su patrimonio neto vinculado a las acciones de AIG.

Uno de los principales elementos diferenciadores de la AIG de finales de los años 60 y comienzo de los 70 respecto a sus competidores en el sector fue el de ofrecer “seguros a medida”, para lo cual era necesario unos estándares de análisis de riesgo más rigurosos. Adicionalmente, Greenberg insistía en generar una suscripción rentable, lo cual pasaba por un férreo control de costes y una correcta fijación de los precios de las pólizas (Greenberg & Cunningham, página 19). El sistema impuesto por Greenberg tenía como objetivo cumplir, al final de cada ejercicio, con lo que en AIG se conocía como “los tres 15”: crecimiento de ingresos del 15%, crecimiento de la rentabilidad del 15%, y rendimiento del capital del 15% (Shelp, página 9).

La innovación fue otra de las señas de identidad de AIG durante la era de Hank Greenberg. Desde los primeros años de la década de los 70, AIG desarrolló nuevas líneas de negocio que eran pioneras en su época. La aseguradora estadounidense con raíces chinas empezó a vender pólizas que cubrían riesgos que otras aseguradoras no estaban dispuestas a suscribir, ofreciendo cobertura para el secuestro de ejecutivos, para los satélites en órbita, para la infraestructura petrolera y para el envío de mercancías, entre otros. AIG fue capaz de generar dinero en esas líneas de negocio poco tradicionales debido a su buena gestión de evaluación y tarificación de riesgos.

Al igual que ocurría con las empresas del Grupo Starr, AIG valoraba la independencia de los empleados y los ejecutivos a nivel global. La autonomía en la gestión local y la descentralización eran elementos que formaban parte integral del funcionamiento de la empresa. A los responsables de las distintas divisiones, tanto a nivel nacional como internacional, se les exigía cumplir con las metas de ventas y de rentabilidad, pero se les concedía un altísimo margen de maniobra en la gestión de sus operaciones. La interacción con los clientes, con los mediadores, con los reguladores y otros entes gubernamentales, así como la correcta gestión de las políticas de riesgo y suscripción de la empresa se situaban íntegramente bajo el ámbito de responsabilidad de los ejecutivos de cada división.

Un aspecto cultural de AIG que no se puede dejar de lado es el estrecho entrelazado de sus intereses económicos y comerciales con los de los Estados Unidos de América. AIG, a pesar de sus profundas raíces internacionales, es una compañía estadounidense cuyos títulos cotizan en la bolsa de Nueva York. Durante su expansión internacional durante las décadas de los 70, 80, y 90, AIG se alió con los negociadores comerciales del Gobierno de los EE.UU. para luchar por el libre comercio en servicios y para poder tener acceso a los mercados de seguros de aquellos países que imponían barreras a

las aseguradoras estadounidenses. En más de una ocasión, AIG no dudó en utilizar su amplia red de contactos políticos en el Gobierno de turno de EE.UU. para presionar a países extranjeros para que no tomaran decisiones que pudieran ir en contra de los intereses de la aseguradora.

Sin perjuicio de lo anterior, Greenberg valoraba enormemente las relaciones interpersonales y los contactos con los principales líderes económicos y políticos de los países en los que AIG operaba. La insistencia de Greenberg y su equipo en mantener buenas relaciones personales a nivel internacional se tradujo en importantes oportunidades de negocio para AIG. La empresa estadounidense consiguió ser la primera aseguradora extranjera en recibir una licencia para operar en territorios tan diversos como Japón, Rumanía, Uzbekistán, China (en ese país se otorgó la primera licencia a una aseguradora extranjera desde que los comunistas asumieran el poder en 1949), Eslovaquia, India, y Vietnam, por citar algunos países (Greenberg & Cunningham, página 150).

La combinación de una cultura disciplinada, emprendedora y centrada en la rentabilidad con la buena gestión del riesgo a corto y mediano plazo pronto rendiría sus frutos: AIG era una empresa rentable y en pleno crecimiento. Sus títulos de bolsa habían multiplicado su precio por cuatro en el período comprendido entre mayo de 1969 y agosto de 1972 (Greenberg & Cunningham, página 74). Pero lo más importante es que la aseguradora liderada por Greenberg había conseguido diversificar su riesgo a través de la expansión internacional y de la entrada en nuevos ramos de seguros generales y de vida. Gracias a la diversificación geográfica y de cartera de negocio, AIG logró conseguir lo que Greenberg consideraba la joya de la corona: la ansiada calificación AAA concedida por las principales agencias de calificación de riesgos (S&P, Moody's, y Fitch).

4. EL NACIMIENTO Y LOS PRIMEROS AÑOS DE AIGFP

A partir de 1980, AIG comienza a acumular cantidades importantes de capital, el cual continuó creciendo hasta alcanzar sumas enormes a finales de los años 90. Las inversiones de AIG se llevaron siempre por separado de las operaciones aseguradoras, de las cuales emanaba el capital. La evaluación del desempeño de los ejecutivos al mando de las divisiones de seguros de AIG se definía únicamente en función de sus resultados de suscripción y de su rentabilidad. El rendimiento de las inversiones no se tenía en cuenta (Greenberg & Cunnigham, página 217).

A tenor del gran crecimiento de los niveles de capital fruto de su gestión aseguradora, AIG comenzó a dar cada vez mayor importancia a sus operaciones de inversión. El eje central de la estrategia de inversiones de AIG pasaba por su calificación de riesgo AAA concedida por Standard & Poor's, la cual era la mejor calificación posible que una empresa podía obtener.

AIG utilizaba su calificación de riesgo para buscar oportunidades que generasen beneficios económicos. Hay que tener en cuenta que muy pocas empresas en Estados Unidos contaban con una calificación AAA. Dicha calificación de riesgo permite a la empresa que lo sustenta gozar de importantes ventajas en sus transacciones financieras, incluyendo diferenciales de tipos de interés más bajos en su deuda y, en muchos casos, la exención de prestar sus activos en garantía. En otras palabras, la calificación de riesgo de AIG le permitía asumir más riesgos a un coste menor en comparación con el de otras empresas.

Greenberg era perfectamente consciente de la enorme importancia de la calificación de riesgo de AIG. En una ocasión, llegó a mencionar a los empleados de la división de productos financieros que "si hacéis cualquier cosa que ponga en peligro a mi calificación AAA, iré a por vosotros con una horca" (Ross, página 295).

Sin perjuicio de lo anterior, Greenberg y el vicepresidente financiero de AIG, Edward ("Ed") Mathews, eran conscientes de que la diversificación de riesgo seguía siendo de gran importancia para la aseguradora. Ambos consideraban que la empresa necesitaba un negocio sostenible, pero que fuese al mismo tiempo capaz de generar beneficios sólidos que además fueran independiente del ciclo económico de la industria aseguradora. Ambos llegaron a la conclusión de que, si hacían lo mismo que el resto

de la industria, su calificación de riesgo les permitiría ser ligeramente más rentables, pero nada más. Lo que ambos realmente buscaban era poder hacer algo innovador desde el punto de vista financiero, pero sabían que no sería nada fácil encontrar a un equipo capaz de llevar a cabo un plan de negocio que fuera realmente diferenciador.

La alianza entre la óptima calificación de riesgo de AIG y la innovación financiera comenzó a forjarse en 1986. A finales de ese año, Greenberg recibió una llamada del exsenador del estado de Connecticut, Abraham A. Ribicoff. Este último le recomendó reunirse con Howard B. Sosin, quien se encontraba en ese momento trabajando para Drexel Burnham Lambert, un banco de inversión neoyorkino (Boyd, página 41). Greenberg, quien respetaba a Ribicoff, decidió seguir su recomendación. A los pocos días, Greenberg y Matthews se reunieron con Sosin en el despacho de Greenberg. Durante la reunión, Sosin propuso desarrollar conjuntamente un negocio de permutas financieras de tipos de interés conocido como “*swaps*” en jerga financiera.

Según la Asociación de Mercados Financieros (AMF), un “*swap*” se define como “un contrato en el que dos partes se comprometen a intercambiar, durante un período de tiempo preestablecido, dos flujos de intereses, uno calculado con un tipo de interés fijo y el otro en función de la evolución de un tipo de interés variable de referencia, aplicados ambos tipos de interés sobre un mismo nominal”.

El objetivo de Sosin con su negocio financiero de “*swaps*” era el de atraer clientes de instituciones financieras que buscaban cubrir o cambiar su exposición a las variaciones en los tipos de interés. Algunos clientes tenían préstamos que obligaban al pago de una tasa fija y buscaban cambiar a renta variable, mientras que otros clientes buscaban hacer lo contrario. AIG tenía la capacidad de asegurar este tipo de transacciones, ya que su calificación de riesgo y la enorme fortaleza de su balance avalaban la confianza de los mercados financieros. En otras palabras, en caso de surgir algún problema, las compañías que aseguraban sus contratos de permutas financieras con AIG tenían plena confianza en que recibirían el pago de la correspondiente prestación en caso de producirse un impago, lo que a su vez generaría un siniestro.

Matthews y, en menor medida, Greenberg estaban familiarizados con este tipo de instrumentos, ya que AIG los utilizaba para gestionar su propio riesgo financiero. Pese a ello, durante la primera reunión con Sosin y su equipo, Greenberg y hasta el propio Matthews se vieron incapaces de entender las minucias de la jerga matemática utilizada

por sus socios potenciales. Ambos restaron importancia a este aspecto, centrándose en su lugar en el gran potencial del plan de negocio de Sosin, el cual consistía en utilizar la calificación de riesgo y la fortaleza del balance contable de AIG para conseguir una base estable y cautiva de clientes.

Para cumplir con el objetivo descrito en el párrafo anterior, Sosin y su equipo contaban con modelos matemáticos propietarios y con un programa informático (“*software*”) patentado. Los modelos matemáticos y el “*software*” diseñados por Sosin y su equipo eran pioneros y únicos en la industria financiera, y habían despertado el interés de los emisores de deuda más prolíficos del mercado: los grandes bancos, los conglomerados multinacionales, los gobiernos y las aerolíneas.

Greenberg y Matthews decidieron que, si bien lo que Sosin proponía era muy distinto al negocio asegurador tradicional, si se ejercía un control estricto y un seguimiento constante de la exposición al riesgo, AIG podía ganar mucho dinero si se cumplía el plan de negocio. El presidente y el vicepresidente financiero de AIG habían anticipado correctamente que las compañías aumentarían en los próximos años el uso de contratos financieros especializados para cubrir su exposición a diversos riesgos, entre los que se encontraban los riesgos de volatilidad de tipos de interés, de fluctuaciones en el tipo de cambio de divisas, cambios a nivel regulatorio y giros cíclicos. La combinación del músculo económico de AIG y la innovación financiera de Sosin y su equipo tenían el potencial de atender a una creciente demanda de productos financieros y a la vez generar un alto nivel de ganancias. Según Boyd, a Greenberg se le escuchó repetir en más de una ocasión que “todo lo que le pido a la vida es contar con una ventaja injusta” (Boyd, página 48). Gracias a Sosin, tenía sobre la mesa una propuesta que le permitiría conseguirlo.

La división de productos financieros de AIG (AIGFP o FP, por sus siglas en inglés) inicia su andadura en el mes de febrero del año 1987. Un aspecto importante a resaltar desde el punto de vista regulatorio es que AIGFP pasaba casi totalmente desapercibida. Si bien el marco regulatorio estadounidense de aquella época obligaba a cualquier compañía con domicilio en el país a obedecer las leyes federales, en el día a día ninguna autoridad estaba a cargo de regular las actividades de la división de productos financieros de AIG. Tal y como afirma Boyd, “era como si FP no existiese.” AIGFP no era ni aseguradora, ni banco, ni gestor de fondos (Boyd, página 49). Era un intermediario financiero que no estaba legalmente obligado a divulgar ni a revelar ninguna de sus operaciones. Si bien no existen pruebas de que Greenberg y Sosin diseñaran esa

estructura de forma deliberada, tampoco consta que hicieran algo para cambiarla. La apuesta de Greenberg por Sosin y su equipo fue un éxito rotundo en sus primeros años, generando \$1.100 millones en beneficios antes de impuestos entre febrero de 1987 y enero de 1993. AIGFP pasó a constituir entre el 10% y el 15% de la rentabilidad total de las cuentas consolidadas de AIG durante esos años. El precio en bolsa de las acciones de la aseguradora había aumentado de la mano con los resultados, pasando de \$68 por acción en 1987 a \$88 en el último trimestre de 1993. Los mejores presagios de Greenberg y Matthews habían sido refrendados por los resultados que la división de productos financieros había obtenido durante sus primeros años de operaciones.

A pesar de lo anterior, Greenberg y Sosin tenían importantes diferencias de opinión respecto a varios asuntos que iban desde la contabilidad hasta el control de las operaciones. Los choques entre dos hombres brillantes pero a la vez asertivos y de fuerte carácter eran frecuentes. Hay que tener en cuenta que AIG garantizaba el riesgo de todas las operaciones ejecutadas por Sosin, a quien correspondía el 38% de todas las ganancias netas de AIGFP (el 62% restante correspondía a la división de productos financieros de AIG).

AIG no sólo garantizaba el riesgo de las operaciones de AIGFP, sino que contabilizaba las ganancias de las operaciones financieras de Sosin en función de la duración de las mismas. Por ejemplo, las ganancias acaecidas gracias a un contrato financiero válido durante 25 años se amortizaban en un período de idéntica duración. Sosin se oponía frontalmente a este método de contabilizar las ganancias, alegando que las operaciones que ejecutaba AIGFP estaban totalmente cubiertas. Las diferencias de posturas derivó en varios enfrentamientos con Greenberg y Matthews, quien describió a Sosin como la persona más difícil con la que le había tocado trabajar. Por su parte, Greenberg llegó a tal punto de ofuscación que llegó a preguntarse, en referencia a Sosin, por qué tenía que “tolerar este comportamiento por parte de alguien que supuestamente es mi socio” (Boyd, página 65).

En enero de 1993, las diferencias eran tan profundas que el divorcio entre Greenberg y Sosin era inminente. A comienzos de ese año, una serie de “*swaps*” con Edper, un grupo canadiense, había aumentado la exposición al riesgo de AIGFP. Lo anterior ocurrió debido a que Edper sufrió una pérdida en su calificación de riesgo. A pesar de que la operación había generado ganancias iniciales y las pérdidas posteriores habían sido cubiertas con derivados, Greenberg estaba furioso debido al hecho de que la exposición al riesgo de su división de productos financieros había aumentado.

Pocos días después, Greenberg utilizaría el “Caso Edper” como excusa para dejar sin efecto el acuerdo de colaboración que había firmado con Sosin y su equipo, quienes permanecerían en AIGFP hasta diciembre de 1993. El divorcio entre Greenberg y Sosin acabó en los tribunales, y puso punto y final a una etapa de AIGFP que había sido enormemente rentable, pero que desde el punto de vista de la gestión del riesgo nunca acabó de contentar a Greenberg. Por su parte, Boyd estima que Sosin ganó más de \$150 millones en compensación durante su mandato al frente de AIGFP (Boyd, página 70). Algún tiempo después, Sosin acabaría enfrentando en los tribunales varias denuncias hechas por personas que habían integrado su equipo de trabajo.

Posterior a la marcha de Sosin y de su equipo, Greenberg, no sin cierta reticencia, coloca a Thomas R. (“Tom”) Savage al mando de AIGFP. Savage, quien había obtenido un doctorado en matemáticas por la Universidad de Claremont, tenía una experiencia relativamente escasa en el sector financiero. El *currículum* de Savage se limitaba a unos años en la mesa de operaciones de Drexel Burnham Lambert y a un período de tres años en las oficinas que AIGFP tenía en París y Londres.

Sin perjuicio de lo anterior, Savage era un trabajador efectivo e incansable y ostentaba una personalidad tranquila y poco combativa. Dichos rasgos le permitieron ganarse el respeto de todos sus compañeros y jefes, incluyendo el de Sosin. Pero, por encima de todo, Greenberg y Matthews eran conscientes de que Savage era una de las pocas personas que entendía la complejidad de las operaciones que AIGFP llevaba a cabo (Greenberg & Cunningham, página 226). Fue esto último lo que finalmente decantó la balanza a favor de Savage, quien asumió la presidencia de AIGFP en 1994.

Durante su primera semana como presidente de la división de productos financieros de AIG, Savage decidió involucrar a Greenberg y a Matthews al máximo en las operaciones de su división. AIGFP contaba con un comité de gestión de riesgo que se reunía todos los martes. Dicho comité era integrado por el propio Savage, por el jefe del departamento legal de AIG, por el director financiero de AIGFP, por los gerentes de finanzas y riesgos de AIG, por Matthews y por Greenberg. Durante el comité, se analizaba la exposición al riesgo de AIGFP y se comentaban todas las operaciones que podían experimentar subidas o bajadas a corto plazo sin importar las probabilidades de que ocurriese.

Greenberg, independientemente de donde estuviese o de lo que estuviese haciendo, daba una gran importancia a estas reuniones semanales, a las cuales se aseguraba de

asistir de forma presencial o por vía telefónica. Por su parte, Savage, a diferencia de Sosin, se aseguraba de llamar a Greenberg después de la reunión para comentar y profundizar acerca de algunos de los asuntos que se habían comentado en el comité de gestión de riesgos. Según el propio Savage, en dichas conversaciones no se ocultaba ningún detalle a Greenberg, quien a su vez se dedicaba a dar su opinión y consejo en relación con los temas más relevantes del momento (Boyd, página 116).

Dos años después de la llegada de Savage, Greenberg contrató a Charles M. (“Chuck”) Lucas, quien había trabajado durante muchos años en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, donde se había encargado de dirigir el departamento de evaluación y gestión de riesgos. La misión de Lucas era la de crear un sistema de detección de riesgo que abordase tanto el riesgo crediticio como el riesgo de mercado en AIGFP.

Según Greenberg, el sistema creado por AIG para evaluar y gestionar el riesgo de AIGFP era más estricto y elaborado que el que se utilizaba para las operaciones aseguradoras (Greenberg & Cunningham, página 227). La cartera de riesgo de la división de productos financieros era constantemente vigilada por los directores de AIGFP, por otras unidades de AIG, por los auditores externos y por el consejo de administración de AIG. Había un programa externo que se encargaba de replicar las operaciones de la cartera de AIGFP; los resultados de dicho programa se comparaban con el seguimiento llevado por los auditores. Todos los informes de los directores de AIGFP, del programa externo y de los auditores iban a parar al despacho de Greenberg.

Aparte de las medidas anteriores, Greenberg y Matthews mantenían una reunión semanal (separada del comité de gestión de riesgo de AIGFP) para dar seguimiento a los principales indicadores de cobertura, inversión e ingresos de la división de productos financieros. AIGFP no podía lanzar ningún producto sin la autorización explícita de Greenberg y Matthews.

Las férreas medidas de control adoptadas por Greenberg y el buen desempeño de Savage al mando de AIGFP se tradujeron en unos resultados sumamente positivos: en los primeros tres años de Savage a la cabeza de la división de productos financieros, AIGFP reportó unos ingresos de más \$1.600 millones. Savage había generado ingresos muy importantes en carteras tan variadas como la de emisión de deuda de ayuntamientos y la extracción de petróleo y carbón mediante medios no convencionales, los cuales generaban créditos fiscales a nivel federal debido a que se consideraban menos perjudiciales para el medio ambiente.

Si bien Savage estaba dispuesto a asumir riesgos en carteras poco convencionales, tenía muy claro que había que evitar el mercado hipotecario. Savage había tenido la oportunidad de elaborar modelos de riesgo del mercado hipotecario, y era consciente que en épocas de bajada, muchos bancos habían perdido grandes cantidades de dinero en derivados y otros instrumentos financieros que tenían activos hipotecarios subyacentes. Si bien la inversión en productos financieros hipotecarios no paraba de aumentar en Wall Street, a Savage le tranquilizaba el hecho de que ni Greenberg ni Matthews le habían obligado a que su cartera de activos incluyese activos de ese sector.

La animadversión que Savage sentía hacia los activos hipotecarios era un rasgo que compartía con Sosin, aunque por distintas razones. En el caso de este último, AIGFP no había entrado en el mercado especulativo de hipotecas porque Sosin consideraba que, en términos de conocimiento del mercado, no contaba con ninguna ventaja decisiva respecto a sus competidores. Indistintamente de los motivos de cada uno, AIGFP había evitado incluir activos hipotecarios en su cartera durante sus primeros años de operación.

A finales de 1994, la prudencia y las buenas inversiones de Savage resultaron en un excelente año para AIGFP. Ese mismo año, Savage había visto de primera mano las enormes consecuencias que podían resultar de las inversiones hipotecarias: la firma de valores Kidder Peabody había sido adquirida por Payne Webber antes de su quiebra, y el banco de inversión Solomon Brothers había perdido \$400 millones en su cartera hipotecaria. El Gobierno del condado de Orange, en el estado de California, pronto entraría en bancarrota debido a sus inversiones hipotecarias.

5. EL PRINCIPIO DEL FIN DE GREENBERG: PROBLEMAS CONTABLES Y LEGALES

A comienzos de 2005, Hank Greenberg estaba entre los líderes empresariales más poderosos y respetados a nivel mundial. La aseguradora que presidía con mano de hierro contaba con una calificación de riesgo AAA y con casi \$1 billón en activos (Greenberg & Cunnigham, página 13). Ese año, American International Group logró alcanzar el noveno lugar entre las empresas cotizadas más grandes de los Estados Unidos, según el índice publicado por la revista *Fortune*. A pesar de lo anterior, una serie de transacciones originadas entre 1998 y 2001 acabarían perjudicando la reputación de Greenberg y sacudiendo los propios cimientos de AIG.

En diciembre de 1998, una empresa distribuidora de dispositivos inalámbricos llamada Brightpoint contactó a una de las empresas de AIG, la National Union Fire Insurance Company. Brightpoint necesitaba ayuda para resolver un problema contable: una de sus unidades había incurrido pérdidas ese año que alcanzaban los \$29 millones, un importe muy superior a la pérdida de \$13-18 millones anunciada previamente.

National Union Fire contaba, a su vez, con una unidad especializada en la mitigación de pérdidas. La LMU (“*Loss Mitigation Unit*”), como se le conocía por sus siglas en inglés, se dispuso a ayudar a Brightpoint a maquillar sus pérdidas. El mecanismo era el siguiente: Brightpoint pagaría a AIG \$15 millones en “primas” para cubrir sus pérdidas de forma “retroactiva”. A su vez, la compañía de AIG abonaría a Brightpoint \$11,9 millones en “prestaciones.” El resultado final de la operación permitió a Brightpoint reflejar los \$11,9 en sus cuentas como una “prestación por cobrar”, lo cual le permitiría fijar la pérdida dentro de los niveles anunciados previamente.

Cinco años después de ocurrida la transacción, la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos, comúnmente conocida como SEC por sus siglas en inglés, abrió una investigación y emitió un expediente sancionador a Brightpoint. Pocos meses más tarde, AIG alcanzaría un acuerdo con la SEC y pagaría una multa de \$10 millones. La multa a Brightpoint fue de \$450.000 (Shelp, página 171). Por su parte, Greenberg no estaba para nada contento con el hecho de que AIG hubiera admitido su culpabilidad y hubiera aceptado una multa por parte de la SEC. Aparte de la multa, AIG había acordado también permitir a los inspectores de la Comisión investigar los registros de todas sus subsidiarias en busca de operaciones similares.

Es importante recalcar el hecho de que Greenberg había sido hasta ese punto un presidente y consejero delegado con un altísimo grado de autonomía. La estructura de gobierno corporativo de AIG concedía amplios poderes a Greenberg y los directores externos y/o independientes no solían discrepar de las decisiones de los directores internos de la aseguradora.

Sin perjuicio de lo anterior, el colapso de Enron en diciembre de 2001 y el de WorldCom en 2002 habían provocado dos cambios importantes que acabarían mermando el poder y la autonomía de Greenberg en el consejo de dirección de AIG. En primer lugar, la SEC había sido ampliamente criticada por no haber sido capaz de detectar un amplio catálogo de fraudes que llegaron a costar miles de millones de dólares a los accionistas de Enron y de WorldCom. Ello provocó que, en los meses y años siguientes, la Comisión de Bolsa y Valores, en aras de salvaguardar su maltrecha reputación, abordara su misión reguladora con renovado ímpetu.

En segundo lugar, el Departamento de Justicia de los EE.UU. (DoJ), en línea con la actuación de la SEC, había renovado su afán de impartir justicia y castigar a aquellos que fueran encontrados culpables. El giro radical en la intensidad de la aplicación de las normas financieras llevó al DoJ a aplicar todo el peso de la ley sobre los directores externos tanto de Enron como de WorldCom, imponiendo entre ambos colectivos un total de \$31 millones de dólares en multas (Greenberg & Lawrence, página 261).

El castigo impartido por el DoJ funcionó como un aviso para navegantes para los directores externos de las grandes compañías estadounidenses, quienes optaron por fortalecerse mediante la contratación de despachos de abogados. Los abogados de los directores externos les ayudarían no sólo en sus posibles disputas legales con organismos gubernamentales, sino también les asesorarían en cualquier desacuerdo que podrían llegar a tener con presidentes del consejo y con cualquier director interno.

El cambio en el ambiente legal y regulatorio alcanzó también a las grandes firmas de auditoría, las cuales experimentarían un aumento considerable de investigaciones y de demandas judiciales. Arthur Andersen, la firma contable que había auditado y aprobado las cuentas de Enron, fue investigada por el Gobierno estadounidense, y acabó desahuciada en 2002, año en que tuvo que ceder su licencia contable y vender su operaciones contables a sus principales competidores.

Una serie de transacciones entabladas entre la división de productos financieros de AIG (AIGFP) y el grupo de servicios financieros PNC acabó por ensanchar la brecha entre Greenberg y los consejeros externos de AIG. Con el fin de ayudar a PNC a gestionar la volatilidad de algunos de sus activos, AIGFP montó un esquema que permitía a PNC transferir activos poco rentables a una entidad que serviría como vehículo contable. Dicha entidad estaba bajo el control de AIGFP, la cual integraba las pérdidas o ganancias de los activos en su propio balance contable, permitiendo a su vez que PNC pudiera eliminarlos de sus cuentas financieras. PNC acabaría transfiriendo \$762 millones al vehículo contable de AIGFP; los fondos fueron repartidos en tres transferencias realizadas entre junio y noviembre de 2001 (Boyd, página 160). A cambio, la división de productos financieros de AIG recibiría más de \$39 millones en honorarios.

Greenberg consideraba que AIGFP había examinado exhaustivamente la legalidad de dichas transacciones con contables, asesores legales y algunos directores de AIG, llegando a la conclusión de que no había motivos para dudar de la validez de las mismas (Greenberg & Cunningham, página 245). La SEC y el DoJ discrepaban, abriendo un expediente a PNC a finales de 2001, el cual se resolvió en una multa de \$115 millones en el verano de 2003. A diferencia de lo ocurrido con PNC, la cual rápidamente decidió admitir su culpabilidad y negociar con la Comisión de Bolsa y Valores y con el Departamento de Justicia, AIG, a instancias de Greenberg y asesorada por sus abogados, decidió defenderse de forma enérgica.

No obstante lo anterior, dado el contexto regulatorio y legal explicado en los párrafos precedentes, la SEC y DoJ no dieron su brazo a torcer. A finales del mes de noviembre de 2004, AIG llegó a un acuerdo con ambos entes gubernamentales. El pacto legal obligaba a la aseguradora a pagar una multa de \$126 millones (incluyendo \$46 millones destinados a un fondo de restitución para los inversores de PNC), y a entablar una serie de cambios en su gobierno corporativo. Entre los cambios más importantes estaban la creación de un comité de revisión de transacciones y la contratación de un director de cumplimiento. Uno de los aspectos más importantes del acuerdo fue el establecimiento de un “encausamiento diferido”, el cual permitiría a AIG y a sus directores evitar denuncias judiciales por parte de los fiscales del Departamento de Justicia si la aseguradora no incurría en conductas ilegales en los 14 meses posteriores a noviembre de 2004.

Ni Greenberg ni los directores externos habían quedado satisfechos por el acuerdo firmado con la SEC y el DoJ. Greenberg consideraba el acuerdo como “una capitulación de los directores externos” (Greenberg & Cunnigham, página 246) a quienes acusaba de querer aplacar a las autoridades gubernamentales en lugar de defender los derechos de los empleados de AIG. Por su parte, los directores externos habían quedado descontentos con la belicosidad mostrada por Greenberg y por AIG en su estrategia legal. Consideraban que la defensa legal de AIG no sólo había sido poco eficaz, sino que además había resultado en que la aseguradora terminase pagando una multa más elevada para llegar a un acuerdo. Sin incluir los costes legales, la multa que AIG pagó al Gobierno de los EE.UU. fue \$11 millones más alta que la abonada por PNC.

A pesar de los problemas legales y contables, y de la división en el seno del consejo de dirección de AIG, la aseguradora seguía siendo enormemente rentable. Al comenzar el último trimestre de 2004, el resultado operativo había aumentado un 22% respecto al año anterior. AIG acabaría el ejercicio con unos ingresos de más de \$97.500 millones y generaría un beneficio neto de \$9.839 millones (formulario 10-K de resultados auditados de AIG correspondientes al año 2004). Pese a los excelentes resultados, el precio de las acciones de AIG bajaría un 2% durante el ejercicio de ese año (Boyd, página 165).

6. EL FIN DE LA ERA GREENBERG

Las transacciones contables descritas en el capítulo anterior difícilmente habrían, por sí solas, forzado la salida de Greenberg de AIG. No obstante, las artimañas financieras y contables de AIG tuvieron lugar en medio de un contexto legal y regulatorio que acabaría costando el puesto al único presidente que la aseguradora había conocido en sus 37 años de recorrido hasta ese momento.

La operación que años más tarde se convertiría en la gota que colmaría el vaso tuvo lugar el 31 de octubre del año 2000. Cinco días antes, AIG había publicado su informe financiero correspondiente al tercer trimestre de ese año. Dicho informe reveló una merma de \$59 millones en las reservas de seguros generales de AIG, lo que produjo que el precio de sus acciones bajase de \$99 por acción a menos de \$93 por acción. Greenberg había reaccionado de forma airada ante los acontecimientos de ese día, ya que consideraba que una reducción de menos del 0,25% en el nivel total de reservas de AIG no ameritaba una bajada tan pronunciada del precio por acción. Al fin y al cabo, AIG contaba con \$24.500 millones en reservas en esa época.

En la última sesión del mes de octubre, los títulos de AIG en la bolsa neoyorkina recuperaron sus pérdidas y cerraron a un precio de \$99 por acción. Ese mismo día, Greenberg había llamado a Ron Ferguson, presidente de una reaseguradora llamada Gen Re. El objetivo de Greenberg era intentar mitigar el problema de la reducción de reservas de AIG mediante la utilización de un tipo de contrato de reaseguro llamado “reaseguro limitado” (*finite reinsurance* en inglés).

La función principal del reaseguro limitado era la de transmitir un riesgo previamente definido y delimitado al reasegurador. La aseguradora, en este caso AIG, se beneficiaba porque conseguía traspasar una parte de su riesgo a un coste relativamente atractivo. Si bien no había nada específicamente ilegal en este tipo de contratos, los problemas para Greenberg y para AIG surgieron debido a que se utilizaron métodos contables cuando menos cuestionables para reducir el riesgo restante y por ende maquillar el nivel de reservas de la empresa con el fin de mejorar su imagen ante los inversionistas (Boyd, página 436).

Según Greenberg, el objetivo de la transacción con Gen Re era la de adquirir una cartera de pérdidas que ya habían sido incurridas y tenían que pagarse en un momento futuro. Gen Re permitiría que AIG reasegurase con ellos una cartera de pérdidas por un importe

total de \$500 millones y a su vez abonaría a la aseguradora \$475 millones en primas. Por su parte, AIG se encargaría de ir pagando a Gen Re las pérdidas conforme fueran acaeciendo, hasta llegar al importe total de \$500 millones. Para Greenberg, lo más importante era que la transacción con Gen Re permitiría a AIG aumentar sus reservas en \$475 millones una vez firmado el contrato. A pesar de la cuestionable legalidad de la transacción, las autoridades estadounidenses de la época permitían este tipo de operaciones, siempre y cuando se demostrase que conllevasen un mínimo componente de riesgo (Greenberg & Cunningham, página 269).

El problema surgió cuando Gen Re no estaba siendo capaz de encontrar una cartera de pérdidas que cumpliera con las necesidades de AIG. Dos semanas después de la llamada de Greenberg, un empleado de Gen Re había planteado la posibilidad de utilizar una operación sin riesgo que le permitiera cumplir con la petición de AIG. Según Boyd (página 184), a pesar de que una transacción sin riesgo no se podía considerar legalmente como una operación de seguro y, por ende, no podía reasegurarse, Chris Milton, responsable de la División de Reaseguro de AIG, no impidió la consumación del contrato de reaseguro poco tiempo después (en España, el artículo cuarto de la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro, también considera que este tipo de contratos carecen de validez).

La batalla legal que siguió a la transacción de AIG con Gen Re fue la gota que colmó el vaso para la mayoría de los miembros del Consejo de Dirección de AIG. El 9 de febrero de 2005, AIG recibió una citación por parte del fiscal general del estado de Nueva York, Eliot Spitzer, y al día siguiente la SEC haría lo propio. El día 11 de febrero, Spitzer citaría a Greenberg como testigo clave. El caso acabaría siendo un referéndum tanto de AIG como de Greenberg, quien había ayudado a construir un gigante que ahora se tambaleaba.

Eliot Spitzer no era un fiscal general cualquiera. Era un hombre de grandes ambiciones políticas, quien resultó siendo elegido gobernador del Estado de Nueva York en noviembre de 2006. En sus primeros años como fiscal general, Spitzer había vivido el colapso de la burbuja de las empresas tecnológicas en el año 2000, así como las caídas de Enron y de WorldCom, entre otros sonados escándalos que habían tenido lugar en Wall Street, epicentro del distrito financiero neoyorkino. Dichos escándalos habían provocado una importante ola de indignación contra la industria financiera en general y contra los grandes bancos y conglomerados financieros en particular.

Spitzer logró adaptarse perfectamente al sentimiento social prevaleciente en ese momento, transformándose en una especie de “defensor del pueblo” que aparecía frecuentemente en los telediarios y en los editoriales de los principales grupos de comunicación estadounidenses. En pocos años, Spitzer y un reducido equipo de fiscales públicos pusieron contra las cuerdas a algunas de las empresas más importantes de Estados Unidos. Bank of America, uno de los principales bancos del país, fue castigado con una multa de \$625 millones. Por su parte, Marsh & McLennan, la correduría de seguros más importante a nivel estadounidense y a nivel mundial, se vio compelida a llegar a un acuerdo que le obligaba a prescindir de su presidente, Jeff Greenberg (hijo de Hank Greenberg) y a pagar al estado de Nueva York una multa de \$850 millones (The Economist, 16 de marzo de 2005).

Las investigaciones que Spitzer y su equipo ponían en marcha no solían acabar en los tribunales. La estrategia de Spitzer, la cual no tenía precedentes, consistía en utilizar el púlpito mediático para avergonzar e infundir miedo en aquellas empresas que eran objeto de sus indagaciones. Muchas transacciones complejas y difíciles de entender para el ciudadano común eran reducidas a simples frases sensacionalistas. Si bien un creciente número de detractores censuraban y reprobaban las tácticas de Spitzer, la popularidad del relato de “David contra Goliat” en la prensa de la época hacían de Spitzer un enemigo formidable.

En las irregularidades contables de AIG, Spitzer había encontrado la plataforma perfecta para afianzar su reputación y agrandar su leyenda. El Caso AIG le daría la oportunidad de poner a disposición de la justicia a un presidente y consejero delegado cuasi todopoderoso y de atacar las dudosas prácticas financieras de una de las compañías más grandes y poderosas del planeta. Spitzer, sin pruebas concluyentes y sin haber llegado a juicio, llegó a dar entrevistas televisivas en las que afirmaba que el propio Greenberg había cometido fraude en la operación de reaseguro de AIG con Gen Re (Shelp, página 3).

Greenberg montaría una defensa robusta para rebatir las acusaciones de Spitzer. El equipo legal de Greenberg afirmó que este jamás había autorizado, de forma verbal o escrita, una transacción sin riesgo con Gen Re. Según Boyd, no ha aparecido hasta ahora ningún documento que establezca fehacientemente que Greenberg haya tenido conocimiento o autorizado lo que a la postre se demostró fue una operación de reaseguro irregular (Boyd, página 185).

Un aspecto a resaltar de la cultura de AIG en ese momento era la enorme lealtad y confianza que los subalternos de Greenberg proferían hacia su jefe. Greenberg, a su manera, solía corresponder, otorgándoles un alto grado de autonomía y confiando en su criterio a la hora de tomar decisiones. Era imposible llegar a presidir una unidad de negocio en AIG sin adaptarse a las exigencias y a la cultura de Greenberg. Si este daba una orden, era de esperar que dicha orden se cumpliera de forma satisfactoria.

En cuanto a la gestión del riesgo, Greenberg se centraba en los resultados, delegando los procesos de ejecución en sus colaboradores. Su estilo a la hora de tomar decisiones era instintivo y rápido. Si bien el presidente de AIG solía hacer muchas preguntas a quien considerase oportuno, la enorme cantidad de decisiones que tomaba en su día a día en casi todos los aspectos de una empresa enorme y compleja significaba que no podía dedicar demasiado tiempo a ninguna decisión concreta. Si bien la toma de decisiones es un aspecto clave del trabajo diario de los directores y consejeros de las grandes empresas multinacionales, pocos ejecutivos ejercían una gestión tan minuciosa de una empresa tan grande y compleja como lo era AIG.

A pesar de que Greenberg había decidido defenderse de las acusaciones de Spitzer, la estrategia de acusaciones públicas liderada por este último estaba rindiendo sus frutos. El escrutinio de AIG por parte de los medios de comunicación había aumentado de forma considerable la presión sobre Greenberg y los miembros del consejo: las grandes cadenas de noticias y los principales periódicos del país habían descubierto su fascinación por una aseguradora multinacional y su otrora temido y respetado presidente.

Las investigaciones abiertas por la SEC y por Spitzer abrieron una brecha insalvable entre los directores externos del consejo de administración de AIG y el propio Greenberg. Cuando recibieron la citación por parte de la oficina del fiscal general del estado de Nueva York, los miembros externos del consejo de administración, liderados por Frank Zarb, decidieron contratar al prestigioso despacho de abogados Simpson Thatcher para defender sus intereses legales. En palabras de uno de los miembros externos, esta vez no se podrían deshacer de Spitzer con una mera multa y la promesa de mejoras en la supervisión de la gestión de AIG (Boyd, página 191). Los cambios que vendrían iban a ser profundos, aunque no necesariamente positivos.

El 11 de febrero de 2005, se hizo público que AIG había obtenido ganancias netas de casi \$10.500 millones en el ejercicio anterior. Greenberg, aprovechando una

conferencia telefónica con analistas, mandó un recado a Spitzer, afirmando, utilizando un término tenístico, que no se podía utilizar las “faltas de pie para acusar a alguien de homicidio.” Spitzer no tardaría en contestar: esa misma noche, durante un discurso, el fiscal general del estado de Nueva York afirmó que “Hank Greenberg debería tener mucho cuidado cuando habla de faltas de pie. Si cometes demasiadas, podrías llegar a perder el partido.” (Greenberg & Lawrence, página 263).

Pocos días después, se hizo público que Greenberg había ordenado la compra de acciones de AIG hasta en dos ocasiones durante el mes de febrero de 2005. En una de esas ocasiones, el especialista de la bolsa de Nueva York (NYSE por sus siglas en inglés) asignado a la acción de AIG había denegado la petición de Greenberg, alegando que, de haber ejecutado la orden, habría vulnerado las disposiciones que regían la recompra de acciones corporativas. Estos incidentes no hicieron sino reforzar el concepto que algunos consejeros tenían de que Greenberg seguía anclado en la década de los 70 en cuanto a gobierno corporativo se refiere.

El día lunes 14 de marzo de 2005 se consumaría el divorcio entre Greenberg y los consejeros externos de AIG liderados por Zarb. El día anterior, un Greenberg furibundo, conectado vía telefónica desde su yate en Florida, acabaría aceptando la propuesta enviada por el consejo de AIG. La propuesta consistía en separar el puesto de presidente del consejo de administración y el de consejero delegado: Greenberg aceptaría renunciar como consejero delegado de AIG, siendo reemplazado por Martin Sullivan quien llevaba trabajando en AIG desde que tenía 17 años. Greenberg aceptaría también seguir vinculado a la aseguradora que había presidido durante más de tres décadas en calidad de presidente no ejecutivo del consejo de administración (Shelp, página 176).

Poco más de una semana después, ocurriría un incidente que acabaría cortando el vínculo profesional que todavía unía a Greenberg con AIG. Los abogados de AIG habían acusado a los abogados de Greenberg de haber sustraído documentos de una oficina en Bermuda que la aseguradora compartía con las compañías del Grupo Starr.

Las compañías del grupo Starr eran legalmente independientes de la estructura de AIG, y poseían entre ellas aproximadamente un 16% del total de las acciones de la aseguradora (Schiff Insurance Observer, 30 de marzo de 2005). A pesar de haber cedido la dirección ejecutiva de AIG, Greenberg seguía ejerciendo como presidente y consejero delegado de todas las empresas del grupo Starr. Anticipando lo que se

antojaba como una cruenta y extensa batalla legal con el consejo de administración de AIG y con el propio Spitzer, Greenberg había ordenado a su equipo legal viajar a Bermuda para recuperar la documentación que legalmente pertenecía a las empresas del grupo Starr.

A pesar de las amenazas de Spitzer y de los abogados de AIG, el incidente en Bermuda no acarreó consecuencias legales para Greenberg ni para las empresas del Grupo Starr. Sin perjuicio de lo anterior, Spitzer había enviado un mensaje tajante al consejo de administración de AIG: o Greenberg quedaba totalmente apartado de AIG antes del lunes siguiente, o los directores asumirían las consecuencias legales. Para que no quedase ningún género de dudas, Spitzer añadió que, si Greenberg seguía, los consejeros asumirían un "importante riesgo de acometer delitos penales" (Boyd, página 197).

El lunes siguiente, los abogados de Greenberg enviaron a AIG un fax confirmando la renuncia de Greenberg como presidente del consejo de administración de AIG. La renuncia se haría efectiva ese mismo día, 28 de marzo de 2005. El largo reinado de Hank Greenberg al frente de AIG había llegado a su fin.

Durante la etapa de Greenberg al frente de AIG, la aseguradora había sido capaz de combinar un crecimiento rápido con unos altos niveles de rentabilidad. Sin perjuicio de lo anterior, el enorme tamaño y el alcance global de las 4.000 entidades que componían la estructura de AIG hacían cada vez más difícil cumplir las exigentes metas de crecimiento impuestas por Greenberg. El propio Greenberg, en aras de seguir proyectando una imagen de solidez y crecimiento, acabó contemplando operaciones poco ortodoxas y, a la postre, irregulares. Indistintamente de su nivel de implicación en las mismas, las operaciones contables que acabaron costando el puesto a Greenberg poco ayudaron a mejorar los resultados de AIG.

El ejecutivo más temido y respetado de la industria aseguradora había abandonado por la puerta de atrás la empresa que había construido durante más de 37 años. El semanario británico "The Economist", en un artículo publicado poco después de la renuncia de Greenberg, aseguraba que si este se hubiera jubilado unos años antes, su legado habría sido "inigualable" (The Economist, 18 de marzo de 2005).

Por otro lado, la premura con la que Greenberg dejó AIG no le dio la oportunidad de asesorar y formar a su sucesor, Martin Sullivan. Este es un punto clave en la transición

de poder de cualquier empresa, pero lo era especialmente en una compañía del tamaño, complejidad y diversidad geográfica de AIG en el año 2005. Las consecuencias acabarían siendo nefastas para la aseguradora.

7. PÉRDIDA DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO Y CAMBIOS EN LA CÚPULA: LAS CONSECUENCIAS PARA EL MODELO DE GESTIÓN Y EL GOBIERNO COPORATIVO DE AIG

La tan atesorada calificación de riesgo de AIG dejó de ser impecable el 31 de marzo de 2005. Ese día, Standard & Poor's (S&P) bajaría la calificación crediticia de AIG de AAA a AA+. En su nota, S&P se limitaría a comentar que su opinión respecto a AIG había cambiado debido a que la compañía había resultado involucrada en una serie de transacciones financieras cuestionables, lo cual había obligado a la agencia crediticia a llevar a cabo una evaluación revisada del gobierno corporativo y de los controles internos de la aseguradora. A la postre, la pérdida de la óptima calificación de riesgo de AIG demostraría que Greenberg había sido un líder efectivo, pero no infalible.

Luego de la pérdida de la calificación AAA de AIG, la gestión de riesgos y el control ejercido por el gobierno corporativo de la aseguradora comenzarían a experimentar cambios importantes, aunque no precisamente para bien. El relevo de Greenberg no sería el único en la cúpula de AIG: Howie Smith, director financiero y colaborador clave de Greenberg, fue despedido en marzo de 2005 al negarse a cooperar con la pesquisas llevadas a cabo por los consejeros externos. Ed Matthews, antiguo vicepresidente financiero, se había jubilado formalmente en 2002, aunque seguía formando parte del equipo de Greenberg en calidad de asesor externo. Pocos días después, Matthews abandonaría su rol como asesor de AIG para pasar a ocupar la presidencia del consejo de C.V. Starr, una de las compañías que forman parte del Grupo Starr. De forma casi simultánea, AIG había perdido a tres de las personas que mejor conocían su funcionamiento, su estructura, y su exposición a diversos tipos de riesgos.

Cualquier análisis de la gestión de riesgo de AIG entre 1969 y 2005 está intrínsecamente vinculado a Hank Greenberg y a su equipo de colaboradores. Greenberg conocía todos los entresijos de la compañía que él había ayudado a construir y a crecer. Todas las grandes decisiones en materia de gestión de riesgo y gobierno corporativo pasaban por su despacho y Greenberg ejercía de juez definitivo de lo que se consideraba como un riesgo asumible.

El principal problema de Greenberg fue que implantó en AIG un sistema de gestión de riesgo que, si bien había resultado efectivo durante muchos años, dependía excesivamente de su criterio y de su buena gestión. Los empleados de AIG habían

aprendido a medir los riesgos en función de lo que Greenberg estuviese dispuesto a tolerar y los inversores y analistas financieros daban por sentado que el sistema de gestión de riesgos de AIG continuaría operando sin sobresaltos de forma indefinida. Los acontecimientos de marzo de 2005 dieron al traste con un sistema que, con sus aciertos y defectos, llevaba casi cuatro décadas implantado y formaba una parte esencial de la cultura de AIG.

Fue el propio Greenberg quien había diseñado y aprobado su plan de sucesión al frente de AIG. Dicho plan contemplaba que Greenberg se quedase en la aseguradora durante un período de tiempo una vez hubiera dimitido de sus responsabilidades ejecutivas. En un primer momento, Greenberg había pensado en uno de sus hijos varones, Evan o Jeffrey, para sucederle al frente de AIG.

Sin perjuicio de lo anterior, Greenberg era especialmente duro y exigente con sus vástagos, quienes acabarían abandonando AIG antes de que Hank Greenberg fuera relevado de sus responsabilidades. Con sus hijos fuera de la carrera por sucederle, Greenberg optó por dos posibles sucesores: Donald P. Kanak y Martin Sullivan. En la opinión del veterano de AIG Ron Shelp, un defecto importante del plan de sucesión de Greenberg fue que sus posibles sucesores habían sido nombrados por el propio Greenberg, cuando en realidad debió haber sido el consejo de administración quien se debió de haber encargado de nombrar los candidatos (Shelp, página 175).

Los perfiles de Donald Kanak y de Martin Sullivan eran marcadamente diferentes. El primero provenía de una distinguida familia de políticos japoneses, y su abuelo había sido el presidente del Parlamento Nipón. Internacionalista consumado, Kanak dominaba a la perfección el japonés y el inglés, además de poseer una formación académica impecable, habiendo cursado sus estudios en las prestigiosas universidades de Oxford y Harvard. Sus credenciales eran idóneas para una empresa internacional como AIG.

Por su parte, Sullivan había comenzado a trabajar en AIG cuando todavía era un adolescente, y no poseía estudios universitarios. A pesar de su falta de formación académica, Sullivan se había abierto camino y había ascendido en el organigrama de AIG, alcanzando el puesto de director de operaciones de la unidad de seguros en 1997. Sin perjuicio de lo anterior, el aspecto más importante a favor de Sullivan era que Greenberg sentía admiración por sus orígenes y por su historial de superación, lo que acabaría por decantar la balanza a su favor.

Martin Sullivan comenzó su etapa al mando de AIG con el objetivo de distanciarse del estilo autoritario y abrasivo de Greenberg. El nuevo consejero delegado pasó sus primeras semanas al mando realizando visitas a varias oficinas de AIG alrededor del mundo, reuniéndose con cientos de trabajadores y transmitiéndoles el mensaje de que, si bien seguía siendo crucial cumplir con los objetivos trazados, había que hacerlo de forma relajada y distendida. Casi todos los empleados y ejecutivos quedaron gratamente sorprendidos por el carácter afable y llevadero de Sullivan. En su primera reunión con la alta dirección de AIG, Sullivan les había animado a que “no se olvidasen de divertirse” (Greenberg & Cunningham, página 353).

En cuanto a la gestión de riesgo, el nuevo consejo de dirección presidido por Sullivan implementaría cambios importantes en el gobierno corporativo de AIG, en la composición del consejo de dirección y en varios aspectos del cumplimiento regulatorio. Por otro lado, se realizaron modificaciones importantes a los sistemas de control y gestión de riesgos, especialmente en lo que concernía a la división de productos financieros (AIGFP). A finales de 2005, Chuck Lucas, quien llevaba en AIG desde 1996 y había diseñado los sistemas de gestión de riesgos de AIGFP, abandonó la aseguradora.

La gestión interna y los sistemas de control de riesgos que AIG utilizaba para monitorear la cartera y las actividades de AIGFP tenían varios objetivos. Uno de los objetivos principales era que la división fuera rentable, lo que iba en consonancia con el modelo de centro de coste y beneficio que Greenberg había implementado en todas las divisiones de AIG. Pero, por encima de todo, los sistemas de control de AIGFP tenían como propósito evitar que se incurriera en alguna transacción que pudiera comprometer la calificación de riesgo AAA que AIG poseía, algo que acabó sucediendo poco después del relevo del legendario presidente y consejero delegado.

Greenberg era del criterio que, si AIG llegase a perder su calificación de riesgo AAA, la aseguradora se vería obligada a recurrir a fórmulas financieras más onerosas para poder mantener la operatividad de su división de productos financieros (Greenberg & Cunningham, página 361). Considerando lo anterior, Greenberg solía afirmar que una bajada en la calificación de riesgo por parte de las agencias obligaría a AIG a retirarse del negocio de productos financieros y a proceder al cierre de AIGFP. El consejo de administración presidido por Sullivan no sólo no intentó recuperar la calificación de riesgo que AIG había perdido, sino que además permitió un aumento considerable del

perfil de riesgo de las operaciones financieras tanto de AIGFP como de AIG Global Investment Corp., otra de las divisiones del grupo.

Los sistemas internos de control de riesgo de AIG también estaban diseñados para asegurar que AIGFP cubriese su exposición al riesgo en todas las transacciones en las que participaba. Por cada riesgo que se añadía a la cartera, los responsables de AIGFP estaban obligados a entrar en una transacción que compensase el riesgo incurrido (una práctica conocida como “hedging” en los mercados financieros). La compensación del riesgo se tenía que ejecutar previamente a cualquier transacción, con el fin de evitar que algún cambio inesperado hiciese inviable o demasiado cara la transacción de compensación. Después del relevo de Greenberg, los estados de cuenta de AIG reflejaron que el principio de cobertura de riesgo había sido abandonado. Durante el 2005, AIGFP había aumentado considerablemente el volumen de sus activos no cubiertos, añadiendo \$80.000 millones a su balance contable (formulario 10-k de AIG, año 2005, páginas 14-18).

Por último, los sistemas de control y gestión de riesgos heredados por Sullivan tenían como objetivo mantener un control estricto de las actividades de los ejecutivos de AIGFP. Los contratos contraídos por la división financiera eran previamente examinados por los departamentos legales y contables de AIG y tenían que estar escritos de forma que los consejeros de AIG pudieran entenderlos.

En otras palabras, AIGFP estaba obligada a explicar claramente el significado y el funcionamiento de las operaciones financieras potencialmente complejas, así como sus posibles consecuencias. En lo que se refería a derivados y otros instrumentos financieros difíciles de tarificar, los compromisos se limitaban a las contrapartes más solventes, incluyendo compañías estadounidenses de solvencia financiera comprobada y bancos extranjeros poseedores de la máxima calificación de riesgo.

En un marcado contraste con la era Greenberg, Sullivan relajaría el control y la supervisión que el consejo de administración ejercía sobre AIGFP. Tom Savage, quien se había jubilado en 2001, había sido reemplazado en la presidencia de AIGFP por Joseph (“Joe”) Cassano, quien había fungido como su vicepresidente entre 1994 y 2001.

Cassano, hijo de un policía de Brooklyn, no había tenido una vida privilegiada. Luego de haber cursado sus estudios universitarios gracias a un préstamo, Cassano consiguió obtener un puesto como auxiliar administrativo en Drexel Burnham Lambert. Gracias a

su enorme capacidad de trabajo y de aprendizaje, Cassano ascendió hasta convertirse en el responsable de los sistemas de control y de ejecución de transacciones de Howard Sosin.

Por otro lado, Cassano, quien carecía los conocimientos matemáticos y la sofisticación financiera de Sosin, se ganó el respeto de este último a base de trabajar incontables horas hasta llegar a entender su forma de operar. Mientras las jornadas de 12 horas no eran algo poco común en Wall Street, Cassano se aseguraba de trabajar 14-16 horas diarias. El esfuerzo de Cassano le había llevado a AIGFP, y pocos años después le había abierto las puertas a convertirse en el sucesor de Savage.

Durante la era de Greenberg, Cassano había llegado a entender que lidiar con el legendario presidente se limitaba a una sencilla propuesta de valor, basada en cumplir las metas de crecimiento, rentabilidad y perfil de riesgo a cambio de un alto grado de autonomía. Sullivan, quien era casi un desconocido en AIGFP, era visto con cierta suspicacia.

Por su parte, Sullivan había comentado a los miembros del consejo que sospechaba que Cassano agradecería que “le dejaran en paz” (Boyd, página 222). Sullivan, quien sólo conocía a Cassano de pasada, tampoco conocía los entresijos de la operativa de AIGFP. Lo que Sullivan sí tenía claro es que AIGFP había generado más de 1.000 millones en ingresos en 2004, según los estados financieros consolidados de AIG.

Durante la reunión inicial que Sullivan mantuvo con Cassano, el consejero de AIG le pidió que se mantuviese el buen ritmo de crecimiento y rentabilidad que AIGFP había experimentado desde su creación en 1987. Cassano, quien no tenía ninguna intención de tener problemas con Sullivan, le comentó que harían todo lo posible por cumplir los objetivos. Una vez concluida la reunión, Cassano juzgó correctamente que ni Sullivan ni el director financiero de AIG, Steve Bensinger, interferirían con su gestión al frente de AIGFP. El nivel de involucramiento en el día a día de AIGFP promovido por Greenberg y Savage había llegado a su fin.

Uno de los principales problemas vividos durante la era de Sullivan al frente de AIG fue que el consejo se acabaría centrando casi exclusivamente en asuntos estratégicos, dejando de lado el riguroso y complejo análisis que las complejas posiciones de riesgo asumidas por AIGFP requería. Ben Bernanke, quien ejerció como presidente de la Reserva Federal (Banco Central) de los EE.UU. entre 2006 y 2014, afirmaría que, desde

el 2005, AIG no había dado los pasos necesarios para compensar o reducir la exposición al riesgo de su cartera de activos (Bernanke, página 516).

Greenberg, a pesar de sus carencias, entendía mejor que nadie que una opinión fundada de las actividades de AIGFP requería comprender las implicaciones de su perfil de liquidez, de su perfil de pasivos y de los ajustes contables necesarios para reconciliarlos. Sullivan, por su parte, conocía muy bien el negocio asegurador, pero carecía de los conocimientos financieros y de los mercados de capital que una compañía tan compleja como AIG requería (Shelp, página 2016).

Lo peor estaría por llegar: durante la era Greenberg, AIGFP había evitado invertir en activos financieros que dependiesen del mercado inmobiliario. Tanto Howard Sosin como Tom Savage consideraban que el dinero que se podía ganar en ese mercado no compensaba los enormes riesgos que había que asumir. Pero eso estaba a punto de cambiar en los primeros meses de 2005.

8. LOS EXCESOS DE AIGFP Y DE AIG GLOBAL INVESTMENT CORPORATION

Los excesos que llevarían a AIG al borde del precipicio se centraban en las operaciones de dos divisiones de la compañía. Por un lado, AIGFP, presidida por Joseph Cassano, incursionaría en el mercado de deuda hipotecaria en abril de 2005, apenas un mes después de la salida de Greenberg, a través de un instrumento financiero llamado permuta de incumplimiento crediticio (conocido en inglés como “*credit default swap*” o “CDS”).

Por otro lado, AIG Global Investment Corp., bajo la dirección de Win Neuger, director global de inversiones de AIG, había aumentado el objetivo de rentabilidad de su programa de préstamos de valores financieros, lo cual conllevaría un importante aumento en el correspondiente perfil de riesgo. En ninguno de los dos casos hubo intento alguno por parte del consejo de administración de AIG de tratar de frenar la alarmante transformación de las respectivas carteras de activos de AIGFP y de AIG Global.

La permuta de incumplimiento crediticio (CDS) es, a todos los efectos, un seguro contra el incumplimiento del pago de un activo financiero. Si un banco de inversión, por ejemplo, cuenta con valores respaldados por hipotecas (“*mortgage backed securities*” o “MBS”), y quiere cubrirse del riesgo de impago, procede a la compra de un CDS similar a los que ofrecía AIGFP. Si ocurre un impago (conocido también como “evento crediticio”), las pérdidas correspondientes son avaladas por la compañía aseguradora del CDS, en este caso AIGFP. Al igual que ocurre con los contratos de seguros, la gran mayoría de los contratos de CDS exigen el pago periódico de una prima para mantener su validez.

Una de las características más importantes de los contratos de permuta de incumplimiento crediticio (CDS) emitidos por AIGFP eran los llamados anexos de apoyo crediticio (“*Credit Support Annexes*” o “CSA”). Los CSA eran anexos estándar que se adjuntaban a los CDS que se firmaban entre AIGFP y las mesas de operaciones de los grandes bancos de inversión. Dichos anexos proveían que la valoración del contrato de CDS tenía que ajustarse a diario al valor de mercado. Si AIG veía reducida su calificación de riesgo o si el valor del CDS bajaba de cierto nivel (normalmente, 4-5% del valor inicial), la contraparte de AIGFP en el contrato de CDS podía exigir la prestación

de garantías adicionales, conocidas en el mundo financiero como “colateral”. Si ello ocurría, AIGFP estaba obligada a abonar un depósito de constitución de garantías.

Según Boyd, Cassano conocía perfectamente la existencia de los anexos de apoyo crediticio (CSA), pero no mencionó la existencia de los mismos a ninguno de los directores o consejeros de AIG (Boyd, página 248). Bob Lewis, director de riesgos de AIG, afirmaría que no supo de la existencia de los CSA sino hasta julio del año 2007, cuando ya era muy tarde. Por su parte, Sullivan y Bensinger estaban exclusivamente centrados en cuestiones estratégicas y en liderar la batalla legal de AIG contra Spitzer y contra Greenberg, respectivamente. En tan solo 6 meses, la cartera de contratos de permuta de AIGFP había pasado de \$17.900 millones a \$54.300 millones. Peor aún, los contratos de nueva emisión carecían de cobertura de riesgo y apostaban decididamente por activos hipotecarios.

Tal y como se ha mencionado previamente, tanto Sosin como Savage habían evitado apostar por activos hipotecarios. Ambos consideraban que dicho mercado no sólo conllevaba un gran componente de riesgo, sino que además acusaba la falta de liquidez en períodos de gran turbulencia económica.

Cassano percibía las cosas de otro modo. En su opinión, una rentabilidad adicional de 10 puntos básicos (1 punto básico equivale a la centésima parte de 1%, o 0,01%) era lo suficientemente atractiva como para asumir el riesgo de una cartera de activos que resultaría rentable en todos los escenarios, con la única excepción de una crisis bursátil equivalente la que había tenido lugar en 1929. El problema que Cassano no veía, o no quería ver, era que un hundimiento de características similares al de 1929 tenía la capacidad de poner en jaque la liquidez de una compañía con presencia global y con 90.000 empleados en su nómina.

Al ignorar el riesgo de un caída bursátil de grandes proporciones y al asumir que las rentabilidades pasadas garantizaban rendimientos futuros, Cassano cometería el mismo error que tienden a cometer algunos inversores mucho menos experimentados. Las permutas de incumplimiento crediticio (CDS) no eran contratos de seguros estándar. Eran instrumentos financieros basados en activos subyacentes que quedaban a merced de los movimientos de un mercado que estaba experimentando cambios muy importantes.

El tipo de CDS preferido por los bancos de inversión de la época y por AIGFP se conocía como obligación de deuda garantizada (conocido en inglés como "*Credit Default Obligation*" o "CDO"). El conjunto de préstamos que las entidades financieras hacían a sus clientes, denominado valores respaldados por activos ("*asset backed securities*" o ABS en inglés) se consolidaba y se dividía en bonos con un valor facial de \$1.000 cada uno. Tanto el principal como el interés de este tipo de derivados financieros provenían de los flujos de caja generados por los ABS subyacentes.

Las entidades financieras, a su vez, dividían el conjunto de préstamos en distintos "tramos", los cuales iban desde los considerados menos arriesgados (llamados "*super senior*") hasta los que más riesgo de impago tenían (denominados "*subprime*"). El problema es que muchos de los préstamos que las agencias de rating habían calificado como poco arriesgados eran en realidad préstamos basura. En caso de haber una bajada importante en los mercados financieros, el riesgo de impago de dichos préstamos era mucho mayor de lo que se podía suponer basado en la calificación.

Por otro lado, el crecimiento exponencial de la emisión de CDS hipotecarios acabaría agravando el riesgo sistémico del sistema financiero estadounidense y mundial. Entre 2001 y 2007, el valor total de los contratos de CDS en vigor pasó de \$920 mil millones a \$62 billones. A pesar de lo anterior, el grueso de esa enorme cantidad de riesgo estaba repartido en apenas una docena de operadores financieros. En caso de haber una crisis financiera, la enorme concentración de riesgo provocaría una caída generalizada en los mercados de obligación de deuda garantizada (CDO) y en los mercados de CDS.

A pesar de las posibles amenazas explicadas en los párrafos anteriores, AIGFP había acumulado en poco tiempo una cartera de CDO que equivalía al 75% de los fondos propios de AIG, y lo había hecho sin ningún tipo de supervisión interna ni externa (Boyd, página 281). Desde el punto de vista de gestión de riesgo, la conducta de Cassano era inexcusable. Pero el fallo en la gestión de riesgo no se limitó a su actuación individual. Durante varias horas de testimonio delante de las distintas entidades gubernamentales y regulatorias que investigaron las causas que originaron el "Caso AIG", no se recoge ninguna instancia en la que algún consejero o alto directivo de AIG haya cuestionado o se haya interesado por las actividades de AIGFP. Como se ha comentado previamente, tanto Sullivan como Bensinger, respectivamente consejero delegado y vicepresidente de AIG, habían dejado a Cassano operar a sus anchas.

Las actividades de AIGFP tampoco fueron cuestionadas por parte del departamento de gestión de riesgo de AIG, ni por parte del departamento de servicios financieros. De igual forma, no consta que el departamento legal, presidido por Anastasia Kelly, haya hecho nada por evaluar o cuestionar las transacciones y las operaciones incurridas por la división de productos financieros de AIG. El fallo en el gobierno corporativo y en la gestión de riesgo de la era post-Greenberg había sido total.

Tal y como se describió al comienzo de este capítulo, la mala gestión de los activos de deuda hipotecaria por parte de AIGFP no era la única amenaza que se cernía sobre AIG. A comienzos de 2005, Win Neuger había detectado que una de las áreas de su división, AIG Global Investment Corp., no estaba creciendo de acuerdo a los objetivos planteados, y que sus niveles de rentabilidad llevaban estancados desde hacía algún tiempo. AIG Global Investment contaba con un programa de préstamos de valores financieros cuya denominación oficial era AIG Global Securities Lending.

Este tipo de programa, cuya existencia era habitual en las aseguradoras estadounidenses de la época, consistía en conceder préstamos de valores financieros a cambio del pago de una garantía en prenda (conocida también como colateral). En el caso de AIG, los valores financieros que constituían la fuente de los préstamos pertenecían a las diversas compañías de seguros de vida del grupo. A su vez, AIG Global Investment, invertía el importe del colateral en inversiones a corto plazo y de bajo riesgo, lo cual le permitía generar un pequeño margen de ganancia. Según los términos de los contratos de los préstamos, las contrapartes de AIG Securities Lending tenían el derecho de devolver los activos prestados y de exigir la devolución del colateral con un día de aviso.

Durante la era de Greenberg, AIG Global Securities Lending se había establecido con el objetivo de mantener un perfil de riesgo bajo y de generar márgenes de ganancia estrechos. Poco después del relevo de Greenberg al frente de AIG, Neuger decide que la rentabilidad de su división podría aumentar considerablemente si se modificaba el perfil de riesgo del programa de préstamos de activos. En un ambiente de tipos de interés bajos y de alta liquidez en los mercados de renta fija, Neuger decidió incluir en su cartera una gran cantidad de valores respaldados por activos (*“asset backed securities”* o *“ABS”*) con una calificación de riesgo AAA. A partir de ese momento, a su división no le bastaría con generar rentabilidades de 5 puntos básicos o menos, sino que en muchos casos se buscaba obtener rentabilidades de hasta 30 puntos básicos

(Greenberg & Cunningham, página 365). Ello conllevaría un cambio drástico del perfil de riesgo de la cartera de AIG Global Securities Lending.

Neuger defendió los cambios que quería implementar ante varios de sus colegas y ante algunos altos directivos de AIG. Mantuvo encuentros con el responsable de renta fija, Richard Scott, con el director financiero, Steve Bensinger y con el vicepresidente de la unidad de riesgo crediticio, Kevin McGinn. No consta que alguno de ellos haya planteado objeciones a los ambiciosos planes de Neuger, cuya división había generado en 2004 unos ingresos de operativos de más de \$500 millones (Boyd, página 231).

El principal grupo de inversores en AIG Global Securities Lending estaba constituido por diferentes subsidiarias de seguros de vida del grupo AIG. Ninguna de esas compañías del grupo había sido notificada del importante cambio en el perfil de riesgo de los activos gestionados por la unidad presidida por Neuger. Los responsables de dichas compañías pensaban que sus bonos corporativos se seguían utilizando de forma conservadora y buscando rendimientos relativamente bajos.

Por su parte, Neuger había quedado convencido de que la supervisión y la gestión del riesgo a nivel corporativo se había relajado considerablemente bajo el mandato de Sullivan y de sus colaboradores. Su confianza en el programa de préstamos de valores gestionado por su equipo fue aumentando de la mano de la ambición de sus objetivos: antes de acabar el 2005, Neuger contaba con un plan para que su división generase más de \$1.000 anuales en ingresos operativos, lo que representaba el doble de lo que se había generado en 2004. Para conseguirlo, AIG Global Securities Lending necesitaría aumentar el bajísimo nivel de rentabilidad que generaba una cartera de \$50.000 millones en activos fijos bajo su control.

No todos en AIG compartían la ambición desmesurada de Cassano y de Neuger. Fred Geissinger, responsable de American General Finance Unit, una de las divisiones financieras de AIG, estaba sorprendido por la retroalimentación negativa que su división estaba recibiendo por parte de sus clientes. Geissinger pudo constatar en verano de 2005 que sus clientes se quejaban de que su compañía exigía demasiadas pruebas de solvencia y solidez financiera antes de conceder hipotecas. Para su enorme sorpresa, Geissinger constató, después de contactar a varios colegas y amigos que trabajaban en otras empresas del sector, que los estándares de concesión de hipotecas habían alcanzado niveles irrisorios. En muchos casos, las hipotecas en los Estados Unidos se

estaban concediendo incluso a inmigrantes ilegales sin documentación y sin dominio del inglés.

Al constatar la extensión del problema, un consternado Geissinger ordenó generar un reporte completo del perfil de riesgo de los clientes de su división. Las conclusiones de dicho reporte señalaban que una gran parte de la cartera de clientes de American General Finance no habría podido calificar para la obtención de una hipoteca bajo los criterios utilizados apenas unos años antes. La tasa de morosidad estaba aumentando y la nueva producción de hipotecas había alcanzado niveles históricos.

Con semejante panorama por delante, y luego de consultar con su equipo, Geissinger tomó la decisión de salir del mercado de hipotecas de baja calidad (conocidas en el mercado como “*subprime*”). American General Finance honraría los contratos ya emitidos, pero no generaría ni un dólar más de hipotecas de alto riesgo. Por un lado, Geissinger avisaría de su decisión a Sullivan, a Bensinger y al responsable de servicios financieros de AIG, Bill Dooley, quienes, sin hacer preguntas, aceptaron su decisión sin más. Por otro lado, Geissinger no consideró prudente compartir su decisión ni con Cassano ni con Neuger.

Bajo Greenberg, cada unidad de AIG gozaba de un altísimo grado de autonomía. El único aspecto que tenían en común era la estricta supervisión y el minucioso análisis de sus actividades llevado a cabo periódicamente por Greenberg y por su equipo. Según Geissinger, Greenberg se interesaba por cada detalle de la gestión de riesgos y no habría permitido un cambio significativo en el perfil de riesgo de ninguna división sin antes haber deliberado de forma extensa con las personas que había puesto a cargo de las mismas (Boyd, página 235).

El fallo en la supervisión de la gestión de riesgos de AIG no se limitaba al gobierno corporativo y al consejo de administración de la aseguradora. El aparato regulatorio que todavía prevalece en Estados Unidos, compuesto por distintas agencias de supervisión a nivel federal y estatal, no fue capaz de detectar y de prevenir los cambios en el perfil de riesgo de los respectivos activos de AIGFP y de AIG Global Securities Lending.

Por un lado, los reguladores de los diversos estados que albergaban las filiales aseguradoras de AIG no constataron ninguna irregularidad en los niveles de solvencia y capital de las mismas. Por otro lado, la ahora disuelta Oficina de Supervisión de Ahorros (OTS por sus siglas en inglés) tampoco pudo apreciar indicios de cambios en

el perfil de riesgo de la cartera de activos de AIGFP (Posner, página 167). Para un ente gubernamental como la OTS, con escasos recursos y una reducida plantilla de inspectores, regular una división del tamaño y la complejidad de AIGFP era una tarea cuando menos abrumadora. A pesar de lo anterior, en la nota anual de las cuentas de AIGFP que la OTS preparó en el año 2007, la agencia había tomado nota del crecimiento de la exposición al riesgo de las inversiones que AIG mantenía en su división de productos financieros. El reporte de la OTS no generaría ninguna reacción por parte de la alta dirección de la aseguradora, ni por parte de los responsables de AIGFP.

Las agencias de calificación de riesgo, quienes tenían la responsabilidad de evaluar y vigilar cualquier aspecto que pudiera suponer cambios en la calificación de riesgo de AIG, también pasaron por alto las señales de que las actividades de AIGFP y AIG Global Securities Lending podían poner en riesgo la viabilidad financiera de la aseguradora. Según Posner, las agencias habían asignado erróneamente altas calificaciones de riesgo a los CDO de la cartera de AIGFP utilizando modelos defectuosos y poco adecuados (Posner, página 166). Dichos modelos infravaloraban los riesgos de impago que se generarían en caso de una bajada generalizada en el precio de los activos inmobiliarios. Si bien AIGFP y AIG Global Securities Lending no eran emisores hipotecarios, ambas divisiones contaban con miles de millones de dólares en activos hipotecarios que consideraban tenían una calificación de riesgo AAA, cuando ese no era realmente el caso.

A finales del tercer trimestre del año 2007, AIG Global Securities Lending tenía en su balance \$88.400 millones en operaciones abiertas de préstamos de valores. Dicha cantidad representaba el 19% del total de los activos estadounidenses de las divisiones de vida de AIG. A efectos de comparación, el valor de las operaciones de préstamos de valores de la aseguradora estadounidense Metlife, quien contaba con un programa similar al de AIG, nunca llegaron a superar el 10% del valor de los activos estadounidenses de su compañía de vida.

Adicionalmente, la división presidida por Neuger había invertido el colateral de los préstamos en una cartera cuyo valor estaba compuesto en un 65% por activos sensibles a los movimientos del mercado inmobiliario e hipotecario (McDonald & Paulson, página 7). Dicha división llegó incluso a apalancarse de forma importante para ofrecer a préstamo activos financieros que no estaban entre sus activos. Es decir, obtenía activos financieros que no eran suyos a cambio de una promesa de pago para luego ofrecer dichos activos a préstamo e invertir el colateral. Gracias a este tipo de operaciones, la

transformación del perfil de riesgo ideada por Neuger era ya una realidad; pocos meses después, pasaría a convertirse en una pesadilla.

Por su parte, AIGFP, quien había dejado de emitir instrumentos de obligación de deuda garantizada (CDO) en febrero de 2006, contaba a comienzos de 2008 con una exposición a CDO asociados al mercado hipotecario que ascendía a \$73.000 millones. Cassano y su equipo consideraban erróneamente que el único riesgo que afrontaban estaba asociado al impago hipotecario. No obstante, los anexos de apoyo crediticio establecían que AIGFP también asumiría el riesgo de tener que abonar garantías adicionales en caso de una pérdida de rating o una bajada pronunciada en el valor de los CDS/CDO. Ni Cassano, ni su equipo, ni la dirección de AIG parecían ser conscientes de los riesgos que comprometían al conjunto de la entidad aseguradora.

A comienzos del año 2008, AIG publicaría sus resultados financieros correspondientes al ejercicio de 2007 (formulario 10-K de 2007). Las cuentas consolidadas del grupo reflejaban un activo de \$1,06 billones y un pasivo de \$964.000 millones, lo cual derivaba en un patrimonio neto de \$96.000 millones y en un ratio de activos sobre patrimonio de 11:1. Sin embargo, las cuentas del grupo no incluían una cartera acumulada de CDS valorada en \$527.000 millones. A tenor de lo anterior, y asumiendo que la cartera de CDS estaba totalmente financiada por los pasivos del grupo, la foto real de AIG debió haber reflejado \$1,59 billones en activos y \$96.000 millones en patrimonio neto, lo cual arrojaba un ratio real de activos sobre patrimonio de 16:1.

Según McDonald & Paulson, AIG no era la única compañía del sector financiero estadounidense que utilizaba vehículos financieros ajenos al balance para financiar sus inversiones inmobiliarias. No obstante, era la aseguradora más expuesta al riesgo inmobiliario y, por ende, al riesgo hipotecario. Incluyendo el ajuste descrito en el párrafo anterior, la exposición real del AIG al mercado inmobiliario equivalía al 24% de sus activos totales (McDonald & Paulson, página 27). Más importante aún, la cartera inmobiliaria de AIG era cuatro veces superior al tamaño de su patrimonio neto. Ello significaba que, si había una bajada lo suficientemente cuantiosa en el precio de dicha cartera, la aseguradora no contaría con los recursos suficientes para hacer frente a sus obligaciones contractuales.

9. EL RESCATE DE AIG

El 29 de noviembre de 2007, la firma contable Price Waterhouse Cooper (PwC), auditora de AIG, se reunió con varios consejeros de la aseguradora y de AIGFP para tratar diversos problemas que se venían dando en los sistemas de gobierno corporativo y de la gestión de riesgos de AIGFP y de AIG Global Securities Lending. Si bien los auditores admitían que por un lado AIGFP había reconocido el riesgo operativo del mercado hipotecario y había cesado la emisión de activos asociados al mismo, por otro lado AIG Global Securities Lending continuaba invirtiendo en activos hipotecarios de baja calidad el colateral que recibía por parte de los prestatarios de sus instrumentos financieros. Las inquietudes planteadas por los socios de PwC encargados de la cuenta de AIG se centraban en los fallos operativos de su sistema de gobierno corporativo, de sus controles internos y de su gestión de riesgos.

Durante la reunión, PwC advertiría a AIG que, bajo los términos de los anexos de apoyo crediticio (CSA) de los contratos de permuta (CDS/CDO) emitidos por AIGFP, la aseguradora estaba en riesgo de perder miles de millones de dólares como consecuencia de la bajada de los precios del mercado hipotecario. Dicha bajada de precios, la cual se había acelerado durante el verano de 2007, había reducido el valor de los derivados emitidos por AIGFP por debajo de los niveles establecidos en los CSA, obligando a su vez a la división de productos financieros de AIG a abonar garantías adicionales de liquidez.

El 7 de noviembre de 2007, tres semanas antes de la reunión entre PwC y AIG, la publicación de los resultados de la aseguradora correspondientes al tercer trimestre de 2007 revelaba un dato preocupante: la aseguradora había incurrido una amortización contable por importe de \$1.950 millones como consecuencia del aumento de solicitudes de garantías de liquidez. Una semana después de que AIG publicase los resultados financieros correspondientes al tercer trimestre de 2007, el banco francés Société Générale emitió una solicitud de garantía adicional de liquidez por importe de \$1.700 millones. Ese mismo día, el grupo financiero estadounidense Merrill Lynch había hecho lo propio, emitiendo una solicitud por importe de \$610 millones. Ante la creciente falta de liquidez, nadie en la cúpula de AIG tenía certeza respecto al nivel total de exposición de la cartera de productos de AIGFP.

Uno de los principales aspectos que preocupaban a PwC en su rol como auditor de AIG era el hecho de que Cassano estaba cada vez más dispuesto a cuestionar el valor de las solicitudes de liquidez emitidas por las distintas contrapartes que habían establecido contratos con AIGFP. Las contrapartes de dichos contratos consistían principalmente de bancos de inversión y de grandes grupos de financieros, entre los cuales destacaba Goldman Sachs, un banco de inversión neoyorkino. Goldman Sachs tenía como política no entrar en ningún contrato de CDO que careciese de anexos de apoyo crediticio (CSA).

En un contexto económico de falta de liquidez y de precios a la baja, la valoración actualizada de los contratos emitidos por AIGFP se hacía especialmente difícil, ya que la industria financiera no contaba con un estándar generalmente aceptado por los principales actores del mercado. En resumen, los CDO eran contratos cuya complejidad fomentaba la falta de acuerdo entre las partes a la hora de alcanzar una valoración de los mismos en un momento determinado.

Sin perjuicio de lo anterior, PwC consideraba que los métodos de valoración utilizados por las contrapartes de AIGFP habían tenido más aceptación en el mercado que los métodos utilizados por la división de productos financieros de AIG. Para dar fuerza a su argumento, PwC había sugerido durante la reunión que AIG debería esforzarse por adoptar los métodos de valoración de sus contrapartes, especialmente los utilizados por Goldman Sachs.

Ante las alegaciones presentadas por PwC, Cassano tomó la palabra para expresar a los presentes que las complicaciones a la hora de valorar los CDO se debían principalmente a la falta de liquidez en el mercado. Añadió que algunas mesas de operaciones de los grandes bancos llevaban más de un mes sin hacer operaciones relacionadas a este tipo de activos. La falta de liquidez, a su vez, impedía al mercado contar con precios actualizados y precisos, lo cual dificultaba enormemente el desarrollo y la implementación de modelos de valoración alternativos.

Cassano concluiría su intervención afirmando que, si AIG se veía obligada a adoptar los métodos de valoración utilizados por Goldman, la amortización contable de los activos de AIGFP alcanzaría los \$5.000 millones. Según Boyd, Sullivan, quien también estaba presente en la reunión, afirmó que esos \$5.000 darían al traste con la rentabilidad de AIG durante el último trimestre de 2007, lo cual le causaría “un ataque al corazón” (Boyd, página 342).

Este último comentario sorprendió a Cassano, quien el día anterior había enviado un informe tanto a Sullivan como a Bensinger. Dicho informe consideraba todos los posibles escenarios de valoración de la cartera de AIGFP, incluyendo la posibilidad de tener que contabilizar una reducción de valor equivalente a \$5.000 millones en caso de que fueran obligados por los auditores a adoptar los métodos de valoración utilizados por Goldman Sachs. Desde el punto de vista de Cassano, la reunión con PwC había servido para confirmar que ni Sullivan ni Bensinger prestaban atención a las actividades de su división.

Una vez concluida la reunión entre AIG y PwC, las cuestiones abordadas por los auditores fueron trasladadas a Robert ("Bob") Willumstad, quien había sido nombrado presidente (no ejecutivo) del consejo de administración de AIG en el año 2006. Willumstad provenía de la multinacional financiera Citigroup, donde había trabajado casi 20 años, llegando a ejercer el cargo de vicepresidente de operaciones a nivel global. Luego de perder la carrera por el liderato de la multinacional financiera, Willumstad abandonaría Citigroup en 2005. Pocos meses después, Frank Zarb convencería a Willumstad de unirse al consejo de administración de AIG.

A los pocos meses de llegar a AIG, Willumstad se dio cuenta de que la entidad tenía carencias muy importantes en sus sistemas de control interno. El principal problema detectado por Willumstad era la falta de integración de los sistemas de control y de riesgo de las distintas unidades de la aseguradora. Ello impedía obtener cifras actualizadas del perfil de riesgo de las distintas unidades de negocio de AIG, las cuales eran diversas, complejas, y repartidas a nivel global. A tenor de lo anterior, la dirección de AIG no contaba con informes consolidados que detallasen los riesgos de la entidad de forma precisa, lo que a su vez les impedía detectar y resolver problemas en tiempo y forma.

Willumstad consideraba que el contraste entre la calidad de la información proporcionada por los respectivos sistemas de control de Citigroup y de AIG era enorme. Durante su etapa en Citigroup, Willumstad era capaz de comprobar casi en tiempo real las diversas implicaciones que las operaciones de las distintas divisiones del grupo tenían para el conjunto de la multinacional financiera. Los análisis de dichas operaciones incluían aspectos legales, comerciales y contables así como las posibles consecuencias en términos de liquidez y de modificaciones en el perfil de riesgo. En cambio, los sistemas de control y de gestión de riesgos que había implementado AIG no habían sido capaces de detectar la creciente amenaza que representaba el cambio

de perfil de riesgo que se había llevado a cabo en AIGFP y en AIG Global Securities Lending.

A ojos de Willumstad, un buen consejero delegado ha de tener la capacidad de gestionar e interpretar correctamente la gran cantidad de información que genera una compañía del tamaño de AIG. Willumstad había comenzado a sospechar que las carencias en los sistemas de identificación y control de riesgos de AIG eran compensadas por la férrea y detallada gestión llevada a cabo por Greenberg y su equipo, y por el gran conocimiento que el antiguo líder de AIG tenía de las operaciones de la aseguradora.

Sin Greenberg al frente de AIG, la gestión de los riesgos a nivel corporativo experimentaría cambios drásticos. Ed Matthews, antes de renunciar como consultor externo de AIG, había solicitado reunirse con Martin Sullivan, quien acababa de ser nombrado consejero delegado de la entidad. La idea de Matthews era alertar a Sullivan de los riesgos que para AIG podía entablar la falta de supervisión de las actividades de Cassano en AIGFP y de Neuger al frente de AIG Global Securities Lending.

Durante más de dos horas, Matthews procedió a describir minuciosamente las operaciones y los perfiles de riesgo de las dos divisiones, enumerando todos los detalles que él consideraba importante que Sullivan conociese. Matthews advirtió a Sullivan que las personas al frente de AIGFP y de AIG Global Securities no compartirían con él los detalles de los perfiles de riesgo de sus respectivas divisiones si no eran compelidos a hacerlo. En un anécdota descrita por Boyd, Matthews, al acabar su charla, preguntó a Sullivan si tenía alguna duda, o si deseaba aclarar alguna cuestión. La sorpresa de Matthews fue mayúscula cuando Sullivan le agradeció por su charla y se despidió de él sin hacerle ni una sola pregunta. Al salir del despacho de Sullivan, Matthews también pudo constatar que este no había escrito ninguna nota en el cuaderno de apuntes que había llevado a la mesa de reuniones (Boyd, páginas 199-200).

El 6 de febrero de 2008, poco más de dos meses después de la reunión que PwC había mantenido con algunos consejeros de AIG, Willumstad recibió un informe en el cual la firma contable detallaba los problemas de gestión de riesgos en el seno de la aseguradora. El diagnóstico de PwC era demoledor: AIG carecía de liderazgo, y la identificación y la gestión de riesgos había dejado de formar parte de la cultura corporativa de la entidad. El informe de los auditores criticaba vehementemente la respectiva gestión de Sullivan, de Bensinger y de Lewis.

En lo que respecta a Sullivan, el informe de PwC afirmaba que el consejero delegado de AIG tenía dificultades para hacer rendir cuentas a sus subalternos en materia de control y de gestión de riesgos. El reporte añadía que otros puntos débiles de la gestión de Sullivan incluían su dificultad para tomar decisiones difíciles, su falta de experiencia en la gestión transformativa y su falta de habilidades de ejecución.

En lo que concernía a la gestión de Bensinger, el informe del auditor de AIG dejaba claro que el responsable financiero de la aseguradora no compensaba los fallos de Sullivan, ya que presentaba las mismas carencias de gestión y liderazgo que el consejero delegado. Por último, el informe preparado por PwC dejaba claro que el futuro de Cassano debía quedar en manos del consejo de administración de AIG. En resumidas cuentas, PwC consideraba que “la cultura de AIGFP tenía que cambiar” (Greenberg & Cunnigham, página 371).

Cassano comprendía que estaba ante una situación insostenible, y renunció como consejero delegado de AIGFP el 1 de marzo de 2008, no sin antes acordar con Sullivan un contrato de consultoría que le pagaría un millón de dólares al mes. Aparte del contrato de consultoría, el contrato de constitución de AIGFP que Greenberg había firmado años atrás con Sosin permitía a sus empleados acumular capital en función de los resultados de la división. Bajo los términos del acuerdo, el capital que correspondía a Cassano luego de 21 años de trabajo en AIGFP era de \$100 millones (Boyd, página 357). Irónicamente, los incentivos a largo plazo que Greenberg había acordado con Sosin acabarían beneficiando a todos los directivos de una división que había sido una de las principales causantes de la debacle de AIG.

El informe de PwC fue publicado por AIG el 11 de febrero de 2008. Ese mismo día, AIG sufrió un nuevo recorte de su calificación crediticia, así como una bajada del 12% en el precio de sus acciones. El 28 de febrero de 2008, AIG haría públicos los resultados del último trimestre de 2007: una pérdida de \$5.300 millones, generada en su mayoría por una reducción de valor de \$11.300 millones en la cartera de activos de AIGFP. El ratio combinado de la aseguradora había subido del 84% al 97%, lo que implicaba una rentabilidad de suscripción de apenas un 3%. Los costes legales y contables también se habían disparado, pasando de \$35 millones en 2005 a \$108 millones en los primeros meses de 2008.

Los resultados del primer trimestre de 2008 tampoco serían alentadores. AIG había sufrido una pérdida de \$7.810 millones, y la reducción en el valor de sus activos

hipotecarios había alcanzado los \$20.000 millones (los ingresos de dichos activos en el período habían sido de apenas \$40 millones). El precio por acción llevaba una caída acumulada del 25% y su múltiplo sobre el valor contable era de 1,4, muy por debajo del múltiplo de 2,5 que era habitual durante la era Greenberg.

Los malos resultados y el informe elaborado por PwC también habían sellado la suerte de Sullivan, quien renunciaría a su puesto como consejero delegado de AIG el 16 de junio de 2008. La indemnización por despido de Sullivan fue de \$47 millones. Unas semanas antes, Steve Bensinger había sido despedido por el consejo de administración de AIG.

El mismo día en que Sullivan había quedado destituido, Willumstad, quien llevaba dos años ejerciendo como presidente del consejo de administración, recibiría el encargo de reemplazarle como consejero delegado de AIG. Al igual que había ocurrido con Greenberg hasta su renuncia en el año 2005, Willumstad ostentaría a partir de ese momento el título de consejero delegado y de presidente del consejo de administración de AIG. Al permitirlo, los consejeros externos de la aseguradora habían repudiado la política, instaurada por ellos mismos en 2005, de separar el cargo de consejero delegado del de presidente del consejo de administración. Dicha política tenía como objetivo reducir el poder de los consejeros internos de AIG.

Justo después de su nombramiento en junio de 2008, Willumstad organizó una conferencia telefónica con los principales analistas financieros del sector. Durante la conferencia, Willumstad anunció que se llevaría a cabo un estudio de planificación estratégica, el cual debería quedar concluido en un período de 60-90 días. El objetivo era mantener una reunión detallada con analistas e inversores en la primera semana del mes de septiembre. Lo que Willumstad ignoraba es que AIG no disponía de tanto tiempo.

Los problemas de AIG no se limitaban a los enormes riesgos generados por las actividades de AIGFP. El gobierno corporativo y los sistemas de control de riesgo de la aseguradora tampoco habían sabido apreciar la señales de alarma que emanaban de AIG Global Investment Corp., la división liderada por Neuger. A primera vista, la división había producido unos resultados impecables en el año 2006, resaltados por unos ingresos de explotación de \$2.300 millones. Sin perjuicio de lo anterior, la letra pequeña revelaba un pasivo que superaba al activo en \$892 millones, lo cual representaba un

patrimonio neto del -1,27% del total de una cartera compuesta por \$70.200 millones en activos.

Dicho patrimonio negativo debió haber constituido causa suficiente para poner fin al ambicioso programa de préstamos de AIG Securities Lending. Pero nadie en la alta dirección de AIG hizo mención alguna del dato, ni obligó a Neuger a dar explicaciones. Por otro lado, las compañías de seguros de vida del Grupo AIG, las cuales constituían el principal grupo de inversores de la cartera de activos de AIG Securities Lending, tampoco fueron informadas del hecho de que el programa gestionado por Neuger había acabado el año con un patrimonio neto negativo. A pesar de lo anterior, la estela de Neuger continuaba en ascenso, al igual que su compensación: el director global de inversiones de AIG disfrutó de una remuneración total de \$8,78 millones en 2006 (Boyd, página 308).

La única señal de disensión a la arriesgada estrategia de Neuger se produjo dentro del seno de su equipo. Michael Rieger, un veterano gestor de cartera de AIG Global Investment Corp., había confrontado a Neuger, y le había compartido datos que demostraban el enorme riesgo que conllevaba seguir invirtiendo en activos hipotecarios el colateral generado por el programa de préstamos. Rieger no era un gestor cualquiera; su cartera estaba compuesta por activos cuyo valor total era de \$54.000 millones.

Durante la reunión, Rieger expresó a Neuger su temor de que una bajada generalizada en el mercado inmobiliario resultase en un desfase entre la duración de los activos y de los pasivos de la cartera de AIG Global Securities Lending. Dicha bajada afectaría a su vez los resultados de AIG Global Investment Corp., y a los de la propia AIG. En otras palabras, la cartera estaba diseñada para que la madurez de sus bonos coincidiese en el tiempo con la correspondiente obligación de devolver valores financieros o dinero en efectivo. Si el mercado inmobiliario llegase a sufrir caídas importantes, los requerimientos de devolución de instrumentos financieros o de efectivo (en resumen, el pasivo) podrían superar ampliamente a la masa de activos de la cartera.

Considerando el tamaño de la cartera de activos de AIG Global Securities Lending, el cual era de \$70.200 millones en ese momento, existía la amenaza real de que una pérdida significativa en su valor de mercado pudiera superar las reservas de liquidez de la propia AIG si esta se viese obligada a intervenir. Este riesgo no se divulgó en ninguno de los informes anuales presentados por la aseguradora en su momento.

Al concluir la reunión, Neuger se limitó a dar las gracias a Rieger, quien no había conseguido convencerle de abandonar su política de inversiones en el mercado hipotecario. De haberlo hecho en ese momento, las pérdidas para el grupo AIG se habrían limitado a \$1.000 millones. Pocos días después, Rieger presentaría su renuncia.

Pero el riesgo de la cartera de AIG Global Securities Lending no sólo seguía estando presente, sino que aumentaba. En palabras de Ben Bernanke, quien desempeñó el cargo de presidente de la Reserva Federal durante la crisis financiera de 2008, AIG “había redoblado de forma imprudente su apuesta en el mercado hipotecario” (Bernanke, página 517).

Dos semanas después del nombramiento de Willumstad como consejero delegado de AIG en junio de 2008, la aseguradora publicó que la valoración de la cartera de AIG Securities Lending había bajado en \$13.000 millones (la bajada total era de más de \$20.000 si se contaban los activos de AIGFP). El día 27 de ese mismo mes, la agencia de noticias financieras Bloomberg News publicó un artículo en el que detallaba los esfuerzos de varias compañías de vida del grupo AIG por sostener la liquidez del valor de la cartera de AIG Securities Lending.

Chris Winans, vicepresidente de relaciones públicas de AIG, tuvo que salir al paso de las reacciones de preocupación generadas por el artículo de Bloomberg. Winans aclaró que, a diferencia de lo que ocurría con los activos de AIGFP, el programa de préstamos de valores de la división presidida por Neuger no estaba sujeto a cláusulas tipo CSA de ajuste de valor de mercado (“*mark-to-market*” en jerga financiera anglosajona). No obstante, si las contrapartes de los contratos de préstamos de valores decidían devolver los instrumentos financieros y reclamar el importe cedido en prenda (colateral), AIG Securities Lending se enfrentaba a enormes pérdidas de liquidez. Si AIG Securities Lending no devolvía el colateral, las contrapartes tenían derecho a quedarse con los instrumentos financieros que habían recibido en calidad de préstamo.

A tenor de lo anterior, las opciones para AIG eran nefastas. El programa de préstamos era posible gracias a la aportación de instrumentos financieros hecha por parte de las compañías de vida del grupo. Si no se les devolvía su aportación, dichas compañías quedarían en riesgo de no cumplir sus compromisos con algunos de sus clientes. La alternativa consistía en que el conjunto del Grupo AIG utilizase sus reservas de liquidez para estabilizar una cartera cuyas pérdidas estaban alcanzando niveles alarmantes. Por

primera vez, los analistas y los inversores se planteaban abiertamente que había una posibilidad real de que AIG no lograra contar con la liquidez suficiente para hacer frente a las pérdidas generadas por sus activos hipotecarios.

Pocas semanas después, la magnitud de las pérdidas de AIGFP y de AIG Securities Lending acabarían por superar las fuentes de financiación y los niveles de liquidez de AIG. La ambición de Cassano y de Neuger al frente de sus respectivas divisiones y la falta de supervisión y de gestión de los riesgos a todos los niveles habían condenado a AIG al fracaso. La caída de AIG fue provocada por una tormenta perfecta compuesta por el colapso histórico del mercado inmobiliario y por la excesiva concentración del riesgo de las carteras de activos hipotecarios. Dichos factores causarían una fuerte crisis económica a nivel global y una crisis de liquidez sin precedentes, las cuales a su vez acabarían poniendo en jaque al sistema financiero internacional.

En los últimos días del mes de agosto de 2008, Willumstad comenzó a informar a la Reserva Federal (banco central) de EE.UU. de las necesidades de liquidez de AIG y de las consecuencias que una nueva caída de su calificación crediticia tendría para la aseguradora. Según Willumstad, nadie en el Gobierno estadounidense parecía entender el riesgo sistémico que una posible quiebra de AIG significaría para el andamiaje financiero a nivel mundial. El consejero delegado de AIG contaba con un informe que detallaba los requisitos de liquidez de la compañía, así como el gigantesco nivel de exposición de las contrapartes de sus operaciones aseguradoras y financieras. Dicho informe calculaba que la dicha exposición alcanzaba los \$2,5 billones, una cifra equivalente a la octava parte del producto interno bruto de los Estados Unidos (Boyd, página 376).

En la segunda semana de septiembre, la situación financiera de AIG era insostenible. La falta de liquidez en los mercados de capital y la inminente caída de importantes grupos financieros como Lehman Brothers y Merrill Lynch habían sembrado el caos y el pánico. Nadie estaba dispuesto a cubrir las necesidades de financiación de AIG. En un intento desesperado por recabar fondos, Willumstad había intentado vender, a cambio de \$25.000 millones, algunas de las unidades aseguradoras del grupo al legendario inversor Warren Buffett, quien contaba con enormes reservas de capital y tenía un gran conocimiento del negocio asegurador. La negativa de Buffett tardaría apenas unas horas en llegar.

La noche del viernes 12 de septiembre, Standard & Poor's informó a Willumstad de que una rebaja en la calificación de riesgo de AIG era inminente, y que dicha rebaja podía ser de hasta 3 niveles. Ello significaba que AIG disponía de horas para cubrir las necesidades de financiación de AIGFP y de AIG Securities Lending, las cuales ascendían a \$30.000 millones en ese momento. Pese a lo anterior, el secretario del tesoro (ministro de hacienda) de EE.UU., Hank Paulson, se resistía a dar garantías de que AIG iba a ser rescatada.

Durante el fin de semana del 13 y 14 de septiembre, los activos de AIGFP y de AIG Securities Lending sufrirían el equivalente de una estampida bancaria. Tanto los contratos de CDO de AIGFP como el programa de préstamo de valores de AIG Securities Lending contaban con cláusulas que permitían a las contrapartes reclamar el valor del colateral si se cumplían ciertas condiciones asociadas al valor de los activos respectivos o a la pérdida de rating de la aseguradora. La caída en picado de los mercados financieros y los rumores de un fuerte descenso en la calificación de riesgo de AIG provocó una enorme subida en las peticiones de garantías de liquidez y en las solicitudes de colateral por parte de las contrapartes AIGFP y de AIG Securities Lending. En tan sólo un fin de semana, las necesidades de liquidez de AIG pasaron de \$30.000 a \$80.000 millones. AIG estaba abocada a la quiebra o al rescate por parte del Gobierno estadounidense.

El colapso de Lehman Brothers el lunes 15 de septiembre hundiría, si cabe, todavía más los ánimos. El Gobierno estadounidense había dejado caer a un grupo financiero con un balance de \$600.000 millones. Según Bernanke, la Reserva Federal había optado por no rescatar a Lehman Brothers porque el grupo no contaba con activos suficientes para poder pagar un hipotético préstamo (Bernanke, página 539). Luego del procedimiento de bancarrota, los inversores de renta fija de Lehman acabarían recuperando apenas 27 centavos por cada dólar que habían invertido en Lehman Brothers.

Pocas horas después de que se conociera la noticia de la caída de Lehman Brothers, Willumstad informó a Tim Geithner, presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York (FRBNY, por sus siglas en inglés) que AIG se declararía en quiebra al día siguiente, y que procedería a retirar \$14.000 millones de la línea de crédito que la aseguradora tenía en la Reserva Federal de Nueva York. Geithner le aconsejó que no sacase dinero de la línea de crédito, añadiendo que recibiría un documento oficial en breve.

El pliego de condiciones enviado poco después por la Reserva Federal otorgaba a AIG una línea de crédito de \$85.000 a cambio de un 79.9% de las acciones de la compañía, el máximo permitido por la ley. Dicha línea de crédito sería respaldada al 100% por los activos de AIG. La propiedad del Gobierno estadounidense se formalizaría mediante la ejecución de un producto financiero derivado llamado opción de compra o “*warrant*”. Este tipo de derivados otorga a su propietario el derecho, pero no la obligación, de comprar un activo.

En este caso, y para evitar problemas legales, la opción de compra a favor del Gobierno de EE.UU. a través del “*warrant*” estaba estructurada de forma que prácticamente le obligaba a consumir la toma de control de AIG. La enormidad del préstamo, cuyos términos iniciales incluían un tipo de interés anual del 14%, obligaría a AIG a vender varias joyas de la corona para poder pagar al Gobierno estadounidense. Poco tiempo después, la aseguradora dejaría ser la más importante del mundo en términos de primas emitidas.

Ese mismo día, Paulson y Geithner llamarían a Willumstad y a los asesores legales de los consejeros externos para explicar los términos del acuerdo, y para informarles que sería la única oferta que recibirían por parte del Gobierno de los EE.UU. Antes de colgar, Willumstad fue informado por Paulson y Geithner de que estaba despedido. Menos de tres horas después, el consejo de AIG ratificaría los términos del acuerdo tal y como los había planteado la Reserva Federal. Willumstad sería sustituido como consejero delegado por Ed Liddy, antiguo presidente y consejero delegado de la aseguradora Allstate.

El grupo AIG acabaría el año 2008 con unas pérdidas acumuladas de \$99.000 millones (formulario 10-K de AIG, año 2008, página 36). El precio de las acciones de la compañía, el cual llegó a alcanzar \$103,69 en el año 2000 (formulario 10-K de AIG, año 2000, página 16), acabó el 2008 con un valor de \$1,35 por acción (formulario 10-K de AIG, año 2008, página 34). Las pérdidas incurridas por AIG en 2008 habían superado el patrimonio neto con el que la compañía había acabado el ejercicio del año 2007. De no haber sido por la intervención del Gobierno estadounidense, AIG habría enfrentado no solo un problema de liquidez, sino también un problema de solvencia (McDonald & Paulson, página 30).

10. LAS PRINCIPALES CONSECUENCIAS DEL RESCATE DE AIG

El rescate de AIG por parte del Gobierno estadounidense evitó el colapso de un grupo asegurador y financiero que representaba un enorme riesgo sistémico a nivel mundial. Las pólizas y productos financieros emitidos por el grupo asegurador estadounidense tenían una importante presencia no sólo en el sector financiero, sino también en varios sectores clave de la economía, incluyendo el de transporte aéreo y el de transporte marítimo. El daño económico habría sido considerable, lo cual, a su vez, habría podido acarrear graves perjuicios a la imagen y a los intereses de los Estados Unidos a nivel mundial. En otras palabras, AIG era demasiado grande para dejar caer (*“too big to fail”*).

A pesar de lo anterior, el “Caso AIG” causó una reacción negativa en un amplio sector de la sociedad y de la clase política estadounidense. El rescate de AIG no beneficiaría únicamente a la propia aseguradora: casi la totalidad de sus contrapartes eran bancos de inversión que también habían apostado de forma temeraria e irresponsable por el mercado hipotecario. Dichos bancos estadounidenses y extranjeros acabarían recuperando sus inversiones gracias al contribuyente estadounidense. Peor aún, los anexos de los contratos de CDO y de préstamos de valores no obligaban a la Reserva Federal (conocida también como “Fed”) a pagar el valor nominal de los activos, sino el valor de mercado.

A pesar de ello, la Fed alegaba que no disponía del tiempo suficiente para negociar con todas las contrapartes de AIG, las cuales habían manifestado claramente que no estaban dispuestas a aceptar que los activos de sus transacciones con AIG se reembolsasen a valor de mercado. Temiendo una batalla legal prolongada, la Fed decidió abonar los activos a valor nominal, lo cual era equivalente a transferir miles de millones de dólares de dinero público a varias instituciones financieras sin pedir nada a cambio. Los principales beneficiarios indirectos del rescate de AIG fueron el banco francés Société Générale (\$16.500 millones), el banco de inversión Goldman Sachs (\$14.000 millones), el banco alemán Deutsche Bank (\$8.500 millones) y el grupo financiero Merrill Lynch (\$6.200 millones), quien acabó siendo absorbido por el banco estadounidense Bank of America antes de colapsar.

Aunque se produjese de forma indirecta, el rescate de muchos de los actores financieros que habían propiciado una crisis económica que había dejado sin trabajo y sin casa

propia a millones de familias causó una enorme indignación a nivel mundial. La expresión riesgo moral (“*moral hazard*”) pasó a formar parte del léxico diario de los estadounidenses. En “El Caso AIG”, el riesgo moral ocurrió porque muchas de las distintas instituciones financieras que apostaron por el mercado inmobiliario no fueron obligadas a afrontar las consecuencias de los riesgos que habían asumido. Lo mismo aplica a varios trabajadores de dichas instituciones, muchos de los cuales seguían en sus puestos de trabajo y seguían cobrando sueldos e incentivos considerables.

La indignación popular alcanzó su cénit cuando, en marzo de 2009, se publicó que AIG había pagado a sus ejecutivos más de \$220 millones en primas de incentivos entre diciembre de 2008 y marzo de 2009. El contrato de consultoría que Cassano había firmado con Sullivan tres años antes también llegaría a ocupar las portadas de los periódicos. Los miembros del Congreso de los Estados Unidos, sin importar su inclinación política, reaccionaron con rabia e indignación ante los acontecimientos, llegando al punto aprobar una ley que aumentaría la carga impositiva de los bonos pagados por AIG. El escándalo fue de tal magnitud que obligaría al propio presidente estadounidense en ese momento, Barack Obama, a pedir a Geithner, quien había sido nombrado presidente de la Reserva Federal, que buscara fórmulas legales que permitieran recuperar el dinero que AIG había gastado en primas (The Economist, 17 de marzo de 2009).

En sus memorias, Ben Bernanke, quien ocupó el cargo de presidente de la Reserva Federal en la época del rescate de AIG, defendió la actuación del Gobierno estadounidense y de la Reserva Federal (Bernanke, página 528). Alegando la falta de familiaridad con la compleja estructura de AIG, el riesgo sistémico que la potencial quiebra de la compañía significaba para la economía mundial y el hecho de que ningún actor privado estaba dispuesto a poner dinero para rescatar a la aseguradora, Bernanke consideró que el riesgo asumido por el Gobierno estadounidense era muy significativo.

A pesar de lo anterior, Bernanke considera que la prioridad del gobierno de EE.UU., aparte de salvar a AIG y preservar el orden económico mundial, era reducir el riesgo moral asociado al rescate de la aseguradora. La única forma de hacerlo, a ojos de Bernanke, era imponiendo duras condiciones, las cuales provocarían grandes cambios y reducirían considerablemente el tamaño de AIG. La transferencia de la propiedad de casi el 80% de las acciones de la compañía a través la dilución de los títulos existentes causaría enormes pérdidas a sus accionistas, incluyendo a Greenberg y al Grupo Starr. Tanto Bernanke como otros miembros del Gobierno estadounidense que participaron

en el rescate de AIG se defendieron de los furibundos ataques de Greenberg y de otros accionistas, afirmando que quedarse temporalmente con un 20% del valor de la compañía era mejor que perderlo todo en un proceso de bancarrota.

Posner discrepa del razonamiento Bernanke, argumentando que las duras condiciones del rescate de AIG, lejos de sentar un precedente que reduciría el riesgo moral, lo acabaría fomentando (Posner, página 213). La razón ofrecida por Posner se centra en el hecho de que, si las instituciones financieras considerasen que su capital podría ser parcialmente confiscado por el Gobierno estadounidense en un rescate, aumentarían los incentivos de tapar los problemas financieros y contables hasta el último momento.

El rescate de AIG por parte del Gobierno estadounidense tuvo varios defectos. El principal de ellos fue que la dilución de casi el 80% de la participación de los accionistas de la aseguradora se hizo sin que al asunto se sometiese a votación, lo cual constituía una clara violación de los estatutos corporativos del estado de Delaware, sede legal del Grupo AIG. Lo que quedó de AIG resultó severamente diezmado cuando el equipo gestor impuesto por el Gobierno de los EE.UU., con Ed Liddy a la cabeza, decidió, una vez más sin someterlo a votación, vender a precio de saldo muchas de las filiales internacionales más importantes y rentables del grupo, incluyendo compañías en Filipinas, Taiwán y Japón. El objetivo de Liddy era pagar lo más rápidamente posible el préstamo que el Gobierno estadounidense había hecho a AIG.

El 15 de junio de 2015, luego de años de enfrentamientos y más de \$1.000 millones gastados en honorarios legales, un juez de Nueva York daría a Greenberg, en su calidad como accionista de AIG, la razón en su litigio contra el Gobierno de los Estados Unidos. El juez dictaminó que el rescate por parte del Gobierno estadounidense había violado los estatutos de la Reserva Federal y constituía un tratamiento injusto hacia los accionistas de AIG, cuya compañía había sido obligada aceptar unos términos de rescate más severos que los ofrecidos a otras compañías del sector.

El juez, en su sentencia, subrayó que, en los 75 años de vida de la Reserva Federal, esta jamás había exigido formar parte del accionariado de una empresa solicitante de un préstamo, lo cual además no estaba permitido en ninguno de los estatutos de la Reserva Federal. Sin perjuicio de lo anterior, la victoria de Greenberg resultó ser pírrica, ya que el juez eximió al Gobierno de lo EE.UU. de pagar compensación alguna a los accionistas de AIG. La sentencia argumentaba que el Gobierno estadounidense no dispuso en su momento del tiempo suficiente para evitar una crisis aún mayor. Este

hecho le había obligado a actuar de una forma imperfecta ante el enorme riesgo sistémico representado por AIG. Si el Gobierno estadounidense no hubiera actuado, los accionistas de AIG habrían quedado con “un 100% de nada” (The Economist, 20 de junio de 2015).

A pesar de las críticas, la actuación del Gobierno estadounidense en “El Caso AIG” también tuvo su punto positivo. El rescate público, teniendo en cuenta la urgencia de los acontecimientos, se gestionó de forma rápida y concisa y evitó el riesgo sistémico del colapso de una de las 10 compañías más grandes del mundo en ese momento.

11. AIG EN LA ACTUALIDAD

Después de haber tenido un solo consejero delegado durante más de tres décadas, AIG pasaría por 6 consejeros delegados en poco más de una década. Desde mayo de 2017, la aseguradora está dirigida por Brian Duperreault, quien, habiendo trabajado previamente en AIG entre 1973 y 1994, conoce muy bien tanto a la aseguradora como a Greenberg y a su cultura de trabajo intenso y de énfasis en la rentabilidad de la suscripción.

Poco después de asumir las riendas de AIG, Duperreault fijaría sus objetivos principales, entre los cuales destacaban la mejora de los márgenes de suscripción y del ratio combinado, el crecimiento internacional, y el hacer posible que los empleados se sintieran nuevamente orgullosos de pertenecer a AIG. Para cumplir con sus objetivos, Duperreault, actuario de profesión, comenzaría en 2018 a fomentar varios aspectos de la cultura empresarial de Greenberg, incluyendo el empoderamiento de los jefes de las distintas divisiones del grupo, a quienes se les permitiría establecer sus propios presupuestos y metas de rendimiento.

Duperreault considera que en la actualidad el objetivo más importante de AIG sigue siendo la mejora de los márgenes de suscripción y del ratio combinado. Para conseguirlo, el consejero delegado y su equipo directivo insisten en transmitir a sus equipos la importancia de ser selectivos al asumir riesgos y no tener reparos a la hora de dejar de lado pólizas que no sean rentables. AIG también ha aumentado la utilización del reaseguro para reducir la exposición al riesgo de sus carteras más vulnerables.

A pesar de los esfuerzos del actual CEO de AIG, una gran parte de los inversores de la aseguradora no parecen estar muy convencidos de sus posibilidades de éxito. Duperreault, quien es el consejero delegado mejor pagado de AIG en la era posterior a Greenberg, ganó más de \$43 millones en 2017. Más de un tercio de los accionistas de la aseguradora votaron en contra de aprobar su remuneración, un nivel bastante alto para los estándares corporativos estadounidenses.

El precio de las acciones de AIG constituye otra señal que refleja el descontento de los inversores. Desde la llegada de Duperreault en mayo de 2017, el precio por acción de la aseguradora ha bajado en más de \$30 por acción hasta situarse a poco más de \$30,65 a comienzos de agosto de 2020 (fuente: bolsa de valores de Nueva York). Desde

el año 2007, las acciones de la aseguradora han perdido más del 98% de su valor, debido también en parte a la dilución de valor de las acciones luego de que el gobierno estadounidense asumiera el control del 79,9% de la compañía cuando se produjo el rescate.

El valor de Mercado de AIG a principios de agosto de 2020 alcanzaba la cifra aproximada de \$26.400 millones, lo cual representaba menos del 25% del valor de AIA, una subsidiaria del grupo AIG que tuvo que ser vendida para poder pagar el préstamo otorgado por el Gobierno estadounidense. En el año 2000, el valor de Mercado del grupo AIG alcanzaría la cifra de \$239.000 millones, su máximo histórico y una cifra más de 10 veces superior a la actual.

En cuanto a la calificación de riesgo actual del Grupo AIG, la agencia S&P concede tanto a la compañía de seguros generales como a la compañía de vida una calificación de A+. Por su parte, Fitch concede una calificación de A+ a la compañía de seguros generales, mientras que otorga una calificación de "A" a la compañía de vida. La calificación de la deuda senior de la aseguradora concedida por ambas agencias es de BBB+. Sin perjuicio de lo anterior, en mayo de 2020 Fitch cambió la perspectiva de la calificación de la compañía de vida de estable a negativa, citando la interrupción de la actividad económica y de los mercados financieros debido a la pandemia causada por el coronavirus.

En 2019, AIG obtuvo ingresos de casi \$49.750 millones. Luego de dos años de sufrir pérdidas, la aseguradora cerró el ejercicio de 2019 con una ganancia neta de \$3.326 millones (formulario 10-K de AIG, año 2019, página 38).

El impacto de la unidades ajenas al negocio asegurador fue de \$124 millones en 2019. Por su parte, AIGFP, la antigua unidad no aseguradora de productos financieros de AIG, cesó definitivamente sus operaciones en el verano de 2011 (Washington Post, 5 de agosto de 2011).

CONCLUSIONES

El “Caso AIG” denota la gran importancia que tiene para las compañías en general, y para las aseguradoras en particular, la correcta identificación y gestión de riesgos. El rescate de AIG por parte del Gobierno estadounidense se debió a su deficiente gestión del riesgo de sus actividades no aseguradoras y no a su actividad aseguradora.

Sin perjuicio de lo anterior, la mala gestión de riesgos en la cúpula de AIG, la falta de un gobierno corporativo que fuera capaz de identificar y reducir la exposición al riesgo de las unidades financieras del grupo, el exceso de autonomía concedido a los responsables de AIGFP y AIG Securities Lending, la excesiva dependencia y la concentración de poder en la figura de un presidente y consejero delegado cuasi todopoderoso, la falta de un plan adecuado para la transición de poder y las brechas regulatorias de los distintos organismos públicos estadounidenses, los cuales eran los encargados de velar por la salud del sistema financiero, acabarían conspirando para forzar un rescate público que evitaría la quiebra de la que hasta ese momento era la aseguradora más grande del mundo. Si bien es muy importante conocer y entender las causas que propiciaron la caída de AIG, el aprendizaje de las lecciones emanadas del “Caso AIG” quizás lo sea todavía más.

Primero, los excesos causados por la falta de supervisión de las unidades financieras de AIG provocarían cambios importantes en la supervisión y la regulación de las entidades aseguradoras. En Europa, uno de los cambios más importantes se produjo con la aprobación de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II). La directiva de Solvencia II se introdujo al marco jurídico español mediante la aprobación de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras (LOSSEAR).

En su **artículo 65.1**, la LOSSEAR establece que *“Todas las entidades aseguradoras y reaseguradoras dispondrán de un sistema eficaz de gobierno que garantice la gestión sana y prudente de la actividad y que sea proporcionado a su naturaleza, el volumen y la complejidad de sus operaciones”*.

El **artículo 65.2** de la citada ley añade que *“el sistema de gobierno comprenderá políticas escritas de gobierno corporativo que incluirán, entre otras, una estructura organizativa transparente y apropiada, con una clara distribución y una adecuada separación de funciones, mecanismos eficaces para garantizar la transmisión de la información, y políticas y prácticas de remuneración adecuadas a las características de las entidades”*.

Considerando los dos artículos descritos anteriormente, queda claro que, si AIG hubiera aplicado los principios expuestos en los mismos, la transición a la era posterior a Greenberg no hubiera tenido porque desembocar en un aumento de la exposición al riesgo que acabaría afectando al conjunto de la empresa. Un sistema que garantizase la gestión sana y prudente y que hubiera sido proporcionado a la naturaleza, al volumen y la complejidad de las operaciones de AIG, muy probablemente habría evitado los excesos promulgados y liderados por Cassano y Neuger, así como la falta de supervisión por parte de Sullivan, de Bensinger, de Lewis, y de los departamentos legales y contables.

Segundo, Solvencia II también prohíbe las actividades de las entidades aseguradoras que sean distintas a la propia actividad aseguradora. En el **artículo 5.1(b)**, LOSSEAR establece la prohibición de *“cualquier otra actividad comercial y la prestación de garantías distintas de las propias de la actividad aseguradora.”* Si bien AIG no estaba obligado por la ley estadounidense a limitarse a la actividad aseguradora, la entidad habría hecho bien en seguir el consejo del viejo y conocido refrán: *“zapatero a tus zapatos”*. De haber evitado su incursión en mercados financieros excesivamente arriesgados y cuyos riesgos no eran del todo comprendidos, la aseguradora estadounidense posiblemente habría evitado un rescate que ocasionaría pérdidas millonarias a sus accionistas, incluyendo al propio Greenberg y al Grupo Starr. Los estados financieros de AIG demuestran que su actividad aseguradora antes del rescate por parte del Gobierno estadounidense era sólida y rentable.

Tercero y último, uno de los principales objetivos de Solvencia II consiste en lograr una mayor armonización reguladora y una mejor coordinación internacional e intersectorial. Incluso con las enormes carencias que tenían los sistemas de gobierno corporativo y de detección y gestión de riesgos de AIG, de haber existido en los Estados Unidos de aquella época un marco regulatorio bien definido, robusto, y bien coordinado, hubiera habido muchas más posibilidades de detectar y aminorar los riesgos de las operaciones de las divisiones financieras de AIG antes de que fuera demasiado tarde.

BIBLIOGRAFÍA

AYOTTE, KENNETH y SKEEL, DAVID A., JR. "Bankruptcy or Bailouts?". University of Iowa Journal of Corporation Law, Vol 35 (3). Año 2010.

BERNANKE, BEN S. "The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and its Aftermath". W.W. Norton & Company. Año 2015.

BOYD, RODDY. "Fatal Risk. A Cautionary Tale of AIG's Corporate Suicide". John Wiley & Sons, Inc. Año 2011.

GREENBERG, MAURICE R. y CUNNINGHAM, LAWRENCE A. "The AIG Story". John Wiley & Sons, Inc. Año 2013.

MACDONALD, ROBERT L. y PAULSON, ANNA "AIG in Hindsight". National Bureau of Economic Research. Año 2015.

POSNER, ERIC A. "Last Resort. The Financial Crisis and the Future of Bailouts". The University of Chicago Press. Año 2018.

ROSS SORKING, ANDREW. "Too Big to Fail. Inside the Battle to Save Wall Street". Penguin Books. Año 2010.

SHELP, RON y EHRBAR, AL. "Fallen Giant. The Amazing Story of Hank Greenberg and the History of AIG". John Wiley & Sons, Inc. Año 2009.

Normativa Legal:

Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro.

Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Otros recursos consultados:

The Economist "AIG's accounting lesson. The world's largest insurance company shows how to polish a profits statement" noticia publicada el 4 de marzo de 2004. Disponible en: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2004/03/04/aigs-accounting-lesson>. Fecha de consulta: 25 de junio de 2020

The Economist "The end of AIG's Greenberg era" noticia publicada el 16 de marzo de 2005. Disponible en: <https://www.economist.com/unknown/2005/03/16/the-end-of-aigs-greenberg-era>. Fecha de consulta: 2 de junio de 2020

Schiff's Insurance Observer "AIG's Relationship with Three Starr Entities" noticia publicada el 30 de marzo de 2005. Disponible en: <http://www.insuranceobserver.com/PDF/2005/033005.pdf>. Fecha de consulta: 5 de agosto de 2020

Fortune "All I Want in Life is an Unfair Advantage" noticia publicada el 8 de agosto de 2005. Disponible en: https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2005/08/08/8267642/index.htm. Fecha de consulta: 31 de julio de 2020

The Economist “Bail-out or bust? AIG could be the next casualty of the credit crisis, unless the authorities step in” noticia publicada el 16 de septiembre de 2008.

Disponible en: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2008/09/16/bail-out-or-bust>. Fecha de consulta: 3 de junio de 2020

Expansión “La cuasi quiebra de AIG” noticia publicada el 1 de octubre de 2008.

Disponible en: <https://blog.iese.edu/martinezabascal/files/2010/07/4.La-cuasi-quiebra-de-AIG.pdf>. Fecha de consulta: 3 de junio de 2020

The Economist “A lifeline for AIG. America’s government comes to the rescue of a giant insurance company” noticia publicada el 17 de septiembre de 2008. Disponible en: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2008/09/17/a-lifeline-for-aig>. Fecha de consulta: 3 de junio de 2020

The Economist “Size matters. Why one of the world’s biggest insurers needed a government rescue” noticia publicada el 18 de septiembre de 2008. Disponible en: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2008/09/18/size-matters>. Fecha de consulta: 3 de junio de 2020

The Washington Post “The Beautiful Machine” noticia publicada el 29 de diciembre de 2008. Disponible en: https://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/12/28/AR2008122801916_pf.html. Fecha de consulta: 20 de junio de 2020

The Washington Post “A Crack in The System” noticia publicada el 30 de diciembre de 2008. Disponible en: <https://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/12/29/AR2008122902670.html>. Fecha de consulta: 20 de junio de 2020

Time “Did those people at AIG not understand anything about financial risk?” noticia publicada el 30 de diciembre de 2008. Disponible en: <https://business.time.com/2008/12/30/did-those-people-at-aig-not-understand-anything-about-financial-risk/>. Fecha de consulta: 22 de junio de 2020

The Washington Post “Downgrades And Downfall” noticia publicada el 31 de diciembre de 2008. Disponible en: <https://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/12/30/AR2008123003431.html>. Fecha de consulta: 22 de junio de 2020

The Washington Post “After 24 years, AIG lays Financial Products unit to rest” noticia publicada el 5 de agosto de 2011. Disponible en: https://www.washingtonpost.com/business/economy/after-24-years-aig-lays-financial-products-unit-to-rest/2011/08/05/gIQAvty4wI_story.html. Fecha de consulta: 27 de junio de 2020

Los Angeles Times “Sale of last AIG shares brings U.S. bailout profit to \$22.7 billion” noticia publicada el 11 de diciembre de 2012. Disponible en: <https://www.latimes.com/business/la-xpm-2012-dec-11-la-fi-mo-aig-bailout-treasury-department-20121211-story.html#:~:text=Sale%20of%20last%20AIG%20shares%20brings%20U.S.%20bailout%20profit%20to%20%2422.7%20billion,-By%20Jim%20Puzzanghera&text=WASHINGTON%20%2D%2D%20The%20Treasury%20Department,with%20a%20%2422.7%2Dbillion%20profit.>. Fecha de consulta: 20 de junio de 2020

Expansión “Auge y caída de AIG, la mayor aseguradora del mundo” noticia publicada el 20 de febrero de 2013. Disponible en:

<https://www.expansion.com/2013/02/19/directivos/1361299246.html>. Fecha de consulta: 4 de junio de 2020

Bloomberg “The Wrath Of Hank: Ex-AIG CEO Greenberg Won’t Give Up At Age 90” noticia publicada el 27 de mayo de 2015. Disponible en:

<https://www.famag.com/news/the-wrath-of-hank--ex-aig-ceo-greenberg-won-t-give-up-at-age-90-21889.html?section=43&page=3>. Fecha de consulta: 31 de julio de 2020

New York Times “Judge in A.I.G. Case Rebukes Davis Polk Law Firm” noticia publicada el 16 de junio de 2015. Disponible en:

<https://www.nytimes.com/2015/06/17/business/dealbook/judge-in-aig-case-rebukes-davis-polk-law-firm.html>. Fecha de consulta: 4 de junio de 2020

The Economist “Pyrrhus would be proud. A judge rules a government takeover was illicit but caused no harm” noticia publicada el 20 de junio de 2015. Disponible en:

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2015/06/19/pyrrhus-would-be-proud>. Fecha de consulta: 4 de junio de 2020

New York Times “Former A.I.G. Executives Reach Settlement in Accounting Fraud Case” noticia publicada el 10 de febrero de 2017. Disponible en:

<https://www.nytimes.com/2017/02/10/business/dealbook/former-aig-executives-reach-settlement-in-accounting-fraud-case.html#:~:text=Maurice%20R.,Mr.> Fecha de consulta: 2 de junio de 2020

Reuters “After its near-death, AIG CEO plots revival by returning to basics” noticia publicada el 10 de septiembre de 2018. Disponible en:

<https://www.reuters.com/article/us-financial-crisis2008-aig/after-its-near-death-aig-ceo-plots-revival-by-returning-to-basics-idUSKCN1LQ15Y>. Fecha de consulta: 16 de julio de 2020

Reuters “CEO Duperreault Bets on Underwriting Culture, Greenberg Ways in Restoring AIG to Greatness” noticia publicada el 11 de septiembre de 2018. Disponible en:

<https://www.insurancejournal.com/news/national/2018/09/11/500630.htm#>. Fecha de consulta: 16 de julio de 2020

Fuente de datos de conversión de tipo de cambio:

Datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

<https://data.oecd.org/conversion/exchange-rates.htm>

Fuente de la clasificación de las 500 empresas cotizadas más grandes de los EE.UU. (revista Fortune):

https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune500_archive/full/2005/

Fuente de la definición de contratos de permutas financieras de tipos de interés, conocidos en la industria financiera como “swaps” ó “IRS” según la Asociación de Mercados Financieros (AMF)

https://www.asociacionmercadosfinancieros.com/producto_financiero/derivados-renta-fija/irs/