

## INTRODUCCION A LA REGULACIÓN DE VALORES EN LOS ESTADOS UNIDOS \*

Adriana Lucía López Alvarez<sup>1</sup>

**SUMARIO. 1. MARCO INTRODUCTORIO A LA REGULACION DE VALORES DE LOS EE.UU.** 1.1. Estructura General del Mercado y sus Participantes: Emisores e Inversionistas. 1.1.2. Introducción. 1.1.3 Estructura General del Mercado de Valores en los EE.UU. 1.1.4. Participantes en el Mercado. 1.2. Presentación General del Marco Legal para la Distribución Original de Valores y para su Distribución Secundaria: Securities Act de 1933 y Securities Exchange Act de 1934. 1.2.1. Securities Act de 1933. 1.2.2. Securities Exchange Act de 1934. 1.3. Blue Sky Laws. 1.4. Calidad de la Información del Mercado-Materialidad de la Información. 1.5. La SEC-The Securities & Exchange Comisión-Naturaleza, Objetivos, Funciones y Competencia en relación al Mercado de Bienes, Derivados y Servicios Financieros. 1.5.1. Naturaleza. 1.5.2. Objetivos. 1.5.3. Funciones. 1.5.4. Competencia de la SEC en relación al Mercado de Bienes, Derivados y Servicios Financieros.

**2. DEFINICION DE “VALOR”.** 2.1. Definición de Contrato de Inversión. 2.2. La “Prueba de Howey”. 2.3. Acciones. 2.4. Intereses en una Sociedad (Partnership Interests). 2.5. Compañías de Responsabilidad Limitada (LLC- Limited Liability Company) . 2.6. Bienes Raíces. 2.7. Planes de Retiro. 2.8. Valores Exentos.

**3. LA OFERTA PÚBLICA Y EL PROCESO DE SUSCRIPCION - Underwriting Process.** 3.1. El Acuerdo de Suscripción o Distribución (Underwriting Agreement) y los Suscriptores o Distribuidores (Underwriters). 3.1.1. Acuerdo de Suscripción o Underwriting Agreement. 3.1.2. Suscriptor o Distribuidor. 3.2. Participantes en el Proceso de Distribución: el Emisor, el Distribuidor (Underwriter), los Negociantes (Dealers) y los Inversionistas. 3.2.1. El Emisor. 3.2.2. El Suscriptor o Distribuidor (Underwriter). 3.2.3. Los Dealers. 3.2.4. Los Inversionistas. 3.3. Tipos de Acuerdos de Suscripción: Suscripción en firme, al mejor esfuerzo o todo o nada. 3.3.1. Suscripción en Firme. 3.3.2. Suscripción al Mejor Esfuerzo. 3.3.3. Suscripción Todo o Nada. 3.3.4. Suscripción Stand-By. 3.4. Ofertas Publicas Iniciales (IPO's). 3.5. Registro de las Ofertas. El Informe de Registro-Registration. Statement: Objetivo, Procedimiento y Registro de Cajón. 3.5.1. Objetivo. 3.5.2. Procedimiento y Contenido. 3.5.3 Registro de Cajón-Shelf Registration. 3.6. Ofertas Públicas Internacionales: Ofertas de Emisores Extranjeros dentro de EE.UU., Ofertas afuera de los EE.UU. y Regulación S. 3.6.1. Ofertas de Extranjeros dentro de EE.UU. 3.6.2. Ofertas Afuera de los Estados Unidos-Regulación S.

**4. TRANSACCIONES EXENTAS DE REGISTRO.** 4.1. Diferencia entre Valores Exentos y Transacciones Exentas. 4.2. Ofertas Intraestatales. 4.3. Colocaciones Privadas. 4.4. Regulación D. 4.5. Regulación A.

**5. DISTRIBUCIONES SECUNDARIAS.** 5.1. Definición de Distribuciones, Transacciones y Distribuciones Secundarias. 5.2. Regla 144. 5.3. Regla 144<sup>a</sup>. Reventas bajo las leyes “Blue Sky”

---

\* Este artículo fue presentado a la revista el día 8 de abril de 2008 y fue aceptado para su publicación por el Comité Editorial el día 28 de noviembre de 2008, previa revisión del concepto emitido por el árbitro evaluador.

<sup>1</sup> Abogada de la Universidad Externado de Colombia. Especialista en Derecho Comercial y en Negocios Internacionales y Mercados de Capita de la misma universidad. LL.M. en Valores y Regulación Financiera de Georgetown University.

**6. RESPONSABILIDAD BAJO LA LEY DE VALORES (SECURITIES ACT) DE EE.UU, MANIPULACION DEL MERCADO Y FRAUDE EN CONEXIÓN CON LA COMPRA O VENTA DE VALORES.** 6.1. Responsabilidad Civil y Penal en Conexión con el Suministro de Información y Requisitos de Registro. 6.2. Manipulación del Mercado. 6.3. Fraude en Conexión con la Compra o Venta de un Valor - Regla 10b-5. 6.4. Sarbanes-Oxley Act.

**7. REGULACION DE LAS NEGOCIACIONES INTERNAS (Insider Trading).** 7.1. Deber de Informar o Abstenerse. 7.2. Negociación Externa (Outsider Trading) y la Teoría de la Malversación (Misappropriation Theory). 7.3. Penalidades para las Negociaciones Internas. 7.4. Tippers y Tippees. 7.5. Regla 14e-3 del Exchange Act.

**8. REGULACION DEL MERCADO DE VALORES Y DE LOS BROKER-DEALERS.** 8.1. Las Bolsas de Valores. 8.2. Facultad de Autorregulación de las Bolsas de Valores. 8.3. Los Mercados OTC (Over the Counter). 8.4. La NASD-The National Association of Securities Dealers: Naturaleza y Objetivos. 8.5. Definición de Brokers y de Dealers.

**9. REGULACION TRANSNACIONAL DEL MERCADO DE VALORES DE LOS EE.UU.** 9.1. Cómo pueden los emisores extranjeros emitir dentro del mercado de valores de EE.UU: Legislación aplicable y procedimiento. 9.2. Obstáculos más comunes enfrentados por el emisor extranjero dentro del mercado de valores de EE.UU-GAAP. 9.3. ADR's y GDR's. 9.4. Regulación S y Regla 144<sup>a</sup>.

**10. EVOLUCION RECIENTE DE LA LEGISLACION DE VALORES DE LOS ESTADOS UNIDOS PARA LA PROTECCIÓN DE LA ESTABILIDAD DEL MERCADO-SARBANES-OXLEY ACT.**

## **MARCO INTRODUCTORIO A LA REGULACION DE VALORES DE LOS EE.UU.**

### **1.1 Estructura General del Mercado y sus Participantes: Emisores e Inversionistas**

#### **1.1.2 Introducción**

En la actualidad y como producto de la evolución de la dinámica económica, existen diversas alternativas de financiación para las personas tanto naturales como jurídicas. Una de esas alternativas es el mercado de valores, el cual presenta opciones que en ocasiones permiten lograr importantes aumentos de valor en los procesos económicos. Como consecuencia de la globalización de la economía, el acceso a los mercados de valores internacionales permite a los emisores locales la consecución de recursos provenientes del ahorro exterior, así como permite a los emisores extranjeros la consecución de recursos del ahorro local.

Como efecto de los procesos de globalización económica, las personas que eligen como alternativa de financiación los mercados de valores, no solo están acudiendo a sus mercados locales sino también a los mercados de valores internacionales. Colombia no ha sido ajena a este proceso de integración de los mercados y en la actualidad hay varias empresas colombianas que han emitido y emiten en la actualidad sus títulos valores en los mercados externos de capitales. Es por lo anterior que resulta importante tener un

mayor conocimiento del funcionamiento de los mercados externos de capitales y en particular, del mercado de valores norteamericano.

El objetivo de la presente investigación es hacer una introducción a la regulación de valores en los EE.UU. y con ella lograr un entendimiento básico del funcionamiento y reglas del mercado de capitales norteamericano, cuyo conocimiento reviste vital importancia para efectos de comprender la dinámica de un mercado que se constituye como una atractiva alternativa de financiación para las empresas colombianas.

En todo caso, resulta pertinente aclarar que el propósito de la presente investigación no es hacer un estudio profundo y detallado de la regulación de valores de los Estados Unidos, sino hacer una introducción a la misma, poniendo al alcance de los lectores, esto es, estudiantes de derecho y profesionales del derecho que busquen hacer una primera aproximación al tema, un entendimiento general y básico del mercado de valores norteamericano y de su regulación, la cual es conocida dentro del ámbito de los abogados estadounidenses como una de las materias más complejas del derecho de ese país.

### **1.1.3 Estructura General del Mercado de Valores en los EE.UU.**

Los valores en los EE.UU. son transados en los mercados de valores. En cuanto a la clasificación de los mercados de valores en los EE.UU., esta se puede hacer en dos dimensiones: i) dependiendo del lugar, ya sea físico o virtual, donde se transen los valores, y ii) dependiendo de si los valores emitidos son vendidos en primera instancia a los inversionistas, o si los inversionistas compran y venden valores que ya habían sido emitidos previamente en el mercado (mercado primario y secundario).

#### i) Mercados Físicos (bolsas de valores) y Mercados OTC (Over The Counter).

Los mercados de valores pueden ser lugares físicos, o ser sistemas informáticos a través de los cuales emisores y compradores se encuentran virtualmente para ejecutar transacciones.<sup>2</sup>

Como ejemplo de los mercados físicos se encuentran las bolsas de valores (New York Stock Exchange-NYSE y American Stock Exchange-AMEX, entre otras) y como ejemplo de los sistemas informáticos se encuentra el National Association of Securities Dealers-NASD, los cuales se explicarán más adelante.

#### ii) Mercado Primario y Mercado Secundario

El mercado primario es aquel mercado en el cual un emisor vende valores a los inversionistas para efectos de financiarse. En el mercado primario, los emisores pueden emitir valores ya sea en los mercados públicos o también pueden hacerlo por medio de colocaciones privadas. Estas emisiones son comúnmente denominadas como emisiones primarias o distribuciones.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Hazen, Thomas Lee "Principles of Securities Regulation". 2005. Thomson West, Pg. 3

<sup>3</sup> Ibid , P. 6

Por lo tanto, el mercado primario es aquel en el que se transan valores emitidos por primera vez. En el mercado primario, el emisor recibe por sus activos emitidos, el valor de estos pagado por el inversionista o comprador.

El mercado secundario es aquel en el cual se transan valores entre inversionistas, que ya habían sido emitidos previamente por un emisor. Estas transacciones son conocidas como “trading” (transacciones) y no generan beneficios económicos al emisor de los valores transados sino a los inversionistas que ejecutan las transacciones sobre dichos valores previamente emitidos.

El mercado secundario es el escenario donde el mercado de valores cobra mayor dinamismo puesto que permite que los compradores originales de los valores (compradores del mercado primario) puedan revenderlos a otros inversionistas generándose así márgenes de ganancia (diferenciales entre el precio de compra y el precio de re-venta). El mercado secundario otorga liquidez a los valores.

De igual manera, el mercado secundario aglutina a compradores y vendedores de valores, reduciéndose así los costos en tiempo y dinero para los inversionistas, que implica la búsqueda de potenciales compradores para los títulos que detentan.

#### **1.1.4 Participantes en el Mercado**

Existen tres tipos principales de participantes en el mercado de valores en los EE.UU.: los emisores, los inversionistas y los intermediarios del mercado.

Emisores: Tal como su nombre lo indica, son aquellos actores del mercado que emiten valores para efectos de venderlos al público y de esta manera obtener recursos. Los emisores pueden ser compañías, agencias federales, gobiernos estatales y locales, entidades sin ánimo de lucro y fondos mutuos de inversión.

Inversionistas: pueden ser particulares o inversionistas institucionales que adquieren valores para si mismos, a título de una entidad o en nombre de otras personas.

Intermediarios del mercado: El rol de los intermediarios del mercado de valores consiste en unir las puntas del mercado, esto es, la oferta y la demanda, representadas por los emisores y los inversionistas respectivamente.

Dentro de los intermediarios del mercado se encuentran los broker-dealers, los asesores de inversión, las compañías de inversión incluyendo los fondos mutuos de inversión, la banca de inversión y los bancos comerciales. Sin embargo, se puede afirmar que el papel de los broker dealers como intermediarios del mercado, es prominente tanto en las bolsas de valores como en los mercados OTC. Un “broker” es un agente del mercado que compra y vende valores para su cliente y recibe como contraprestación una comisión. Un “dealer” adquiere valores en nombre propio, les marca un precio y posteriormente lo vende a sus clientes.

Tanto las bolsas de valores como los mercados OTC expiden reglas propias con base en su competencia auto-regulatoria, para regular la conducta de sus bróker-dealers, buscando fortalecer la confianza y credibilidad de su mercado. Estos actores también son vigilados por la Securities and Exchange Comisión (la SEC).

## 1.2 Presentación General del Marco Legal para la Distribución Original de Valores y para su Distribución Secundaria: Securities Act de 1933 y Securities Exchange Act de 1934

Tanto el Securities Act de 1933 (Securities Act) como el Securities Exchange Act de 1934 (Exchange Act), se constituyen como los pilares y normas más prevalentes de la regulación del mercado de valores de los Estados Unidos.

Tal como lo veremos a continuación, en términos generales el Securities Act se ocupa de la regulación del mercado primario de valores y el Exchange Act regula la distribución de valores en el mercado secundario y con un cubrimiento bastante amplio, cubija prácticamente la totalidad de actores, instrumentos e instituciones del mercado de valores norteamericano.

### 1.2.1 Securities Act de 1933

Esta regulación fue expedida con posterioridad y con ocasión de la gran depresión y el colapso de los mercados de octubre de 1929, los cuales favorecieron una serie de actos del Congreso de los EE.UU. que durante una década produjeron el conjunto de actos conocido como las leyes de valores federales. La primera ley federal de valores expedida fue el “Federal Securities Act de 1933” que reguló la oferta pública y venta de valores en el comercio interestatal.<sup>4</sup>

Con anterioridad a la gran depresión, se dieron muchos abusos en el manejo del mercado de valores de los EE.UU. y para efectos de conjurar estos abusos y lograr un mercado más confiable y transparente, se expidió el Securities Act de 1933, cuya base más prominente consiste en la “revelación” de información (disclosure). Desde ese punto en adelante, serian las agencias del gobierno aquellas encargadas de decidir la calidad y seguridad de las inversiones a ser ofrecidas al público.

El Securities Act de 1933 regula las denominadas ofertas primarias o distribuciones, las cuales consisten en el proceso en que los valores son ofrecidos por primera vez al público, pero este acto también cubre las denominadas distribuciones secundarias que ocurren cuando por ejemplo “un bloque de valores extremadamente grande ha sido colocado en las manos de un inversionista privado, una institución o un grupo de inversionistas y es subsecuentemente ofrecido por los accionistas vendedores a miembros del público en general. Como es el caso con las transacciones secundarias por lo general, los recursos procedentes de distribuciones secundarias redundan en beneficio del los accionistas vendedores.<sup>5</sup>

El Securities Act de 1933 regula las emisiones de valores hechas a los inversionistas y requiere que el emisor realice un registro de todos los valores que se emitan al público por primera vez. Por lo anterior, se requiere que el emisor haga el registro de lo que dentro de la legislación de valores se ha denominado un “*informe de registro*” (registration statement) ante la SEC (en el momento de la expedición del Securities Act de 1933 este registro se hacia ante el Federal Trade Commission).

---

<sup>4</sup> Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C. “Securities Regulation, Cases and Materials”, , Third Edition, 2001. Aspen Law & Business, Pg. 3

<sup>5</sup> Hazen, Thomas Lee. “Principles of Securities Regulation”, Op.Cit., Pg. 6

La información que debe contener un “informe de registro” se relaciona con la naturaleza de los negocios del emisor, los aspectos clave de los títulos valores a ser emitidos, la naturaleza de los riesgos asociados a la inversión en dichos valores y la información financiera del emisor, donde se incluyen sus estados financieros certificados por un contador público independiente.

El informe de registro esta dividido en dos partes: i) el Prospecto, el cual se distribuye al público como oferta de los valores, y ii) información suplementaria, la cual no es distribuida al público como parte de la oferta de valores, pero reposa en la SEC a disposición del público. El “prospecto” es un documento que revela información sobre el emisor y los títulos a ser emitidos.<sup>6</sup>

“Bajo el lenguaje de la Sección 2(a)(10), sin las excepciones, cualquier oferta por escrito, oferta por radio o televisión o confirmación de una venta es un prospecto. (...), la Corte ha indicado que la definición del término en la Sección 2(a)(10) se refiere a documentos de amplia diseminación.”<sup>7</sup>

Hay algunos valores que se encuentran exentos de registro ante la SEC, pero en caso de no estar exentos, el no efectuar este registro acarrea diversas sanciones de tipo penal, administrativo y civil. Las ofertas públicas iniciales conocidas como IPO's (Inicial Public Offerings) también están sujetas a la regulación del Securities Act de 1933. En cuanto a las IPO's, su importancia radica en la posibilidad que otorga a las empresas que incursionan por primera vez en el mercado de valores, de obtener recursos para sus proyectos, con la posibilidad para los inversionistas de obtener liquidez en el mercado secundario por estos valores.

El Securities Act de 1933 confía en la capacidad del inversionista para analizar la conveniencia de la inversión que va a realizar, por lo que el propósito fundamental de esta regulación es asegurar que este inversionista cuente con toda la información necesaria para hacer su análisis. Por lo tanto, el propósito del registro es dotar al público de toda aquella información que se considere relevante para que este pueda realizar una inversión informada, lo cual redundo en la protección de los intereses de los inversionistas, aumentando así la transparencia y la confianza del público en el mercado.

En aras de proteger al mercado de valores y a sus inversionistas, el Securities Act de 1933 contempla penalidades que van desde multas hasta prisión si la información contenida en el informe de registro es falsa o imprecisa, o si omite información material del emisor, los valores y/o la transacción. Los inversionistas pueden demandar a los emisores y/o a los distribuidores si logran demostrar que incurrieron en pérdidas generadas por información imprecisa otorgada por el emisor o por falta de diligencia del distribuidor en corroborar la información otorgada por el emisor.

### **1.2.2 Securities Exchange Act de 1934**

---

<sup>6</sup> Fabozzi ,Frank y Modigliani, Franco “Capital Markets, Institutions and Instruments”, Second Edition, 1996. Prentice Hall, Inc., Pg. 126

<sup>7</sup> Soderquist ,Larry D. and Gabaldon, Theresa A. “Securities Law”, Second Edition, 2004. Foundation Press, Pgs. 50 y 51

En el año 1934, el Congreso de los EE.UU. expidió el Securities Exchange Act. En términos generales, el propósito de esta disposición es el de proteger el comercio interestatal y el crédito nacional, y asegurar el mantenimiento de la honestidad y justicia en los mercados de valores<sup>8</sup>. Conocida también como el “Exchange Act”, esta disposición regula diversos aspectos del comercio de valores una vez estos han sido objeto de distribución primaria, lo que significa que su alcance regulatorio cubre las transacciones del mercado secundario.

Esta normatividad tiene un alcance regulatorio bastante más amplio que el alcance del Securities Act de 1933 y en términos generales estableció la creación de la SEC (la cual reemplazó al Federal Trade Comisión) y reguló el comercio público de valores, los títulos valores, los emisores, los compradores, los vendedores, el mercado de valores, las bolsas de valores, los mercados OTC y los broker-dealers.

“El Securities Exchange Act de 1934 (SEA) cubre en forma general todos los aspectos de las transacciones de valores y de los mercados de valores. Este alcance amplio del SEA está en contraste con el SA (Securities Act), el cual se enfoca solamente en la distribución de valores. El SEA rige el día a día de las transacciones de valores en comparación con simplemente las distribuciones iniciales y secundarias. El SEA impone requisitos de registro y de reporte a los emisores de ciertos valores. SEA Sección 12. El SEA también regula a los dealers de valores y otros profesionales del mercado, bolsas de valores nacionales y organizaciones auto-regulatorias tales con el NASD, al igual que a valores municipales, dealers de valores municipales y dealers de valores gubernamentales. (...) El SEA no se limita a la regulación de los emisores y sus valores; el Act también se enfoca en la estructura y operación de los mercados de valores. Esta regulación del mercado comprende la regulación de los mercados en si mismos, y también la de los broker-dealers que participan en dichos mercados. En relación al sistema de mercado y a la industria de los broker-dealers, el SEA requiere el registro de todas las bolsas de valores nacionales así como de todos los traders profesionales y de las firmas de comisionistas que son miembros de esas bolsas”.<sup>9</sup>

Para darnos una idea más completa del objetivo de la expedición del Exchange Act, esta regulación contiene una introducción donde se menciona que las transacciones de valores comúnmente llevadas a cabo en las bolsas de valores y en los mercados OTC (Over the Counter) están afectadas por el interés público, el cual hace necesario que se provea por la regulación y control de dichas transacciones y de las prácticas y asuntos relacionados con éstas, requiriendo reportes adecuados, la remoción de impedimentos y perfeccionamiento de los mecanismos de un sistema nacional de mercado de valores, de un sistema nacional para la compensación de las transacciones de valores y la protección de los valores y los fondos relacionados con estos, además de la imposición de requisitos necesarios para hacer dicha regulación y control razonablemente efectiva y completa para efectos de proteger el comercio interestatal, el crédito nacional, los poderes tributarios federales, proteger y hacer más efectivo el sistema nacional de bancos y el sistema de la reserva federal y para asegurar el mantenimiento de mercados honestos y justos en dichas transacciones.

---

<sup>8</sup> Barber, David H. “Securities Regulation” , Legalines, Fifth Printing, 2000. The Barbri Group, Pg. 95

<sup>9</sup> Hazen, Thomas Lee. “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit, p. 174 y 175

Según los profesores James Cox, Robert Hillman y Donald Langevoort, además de velar por la integridad del mercado de valores, una de las misiones primordiales de esta disposición es la regulación del mercado accionario, tal como se expresa a continuación: "(...) El Act estableció un esquema completo de vigilancia federal de las actividades de las bolsas de valores (las cuales fueron sujetas a un requisito de registro bajo la Sección 5 y al requisito de que sus propias reglas, regulaciones y procedimientos operativos cumplieran con ciertos estándares de interés público bajo la Sección 6. (...). Prácticas asociadas con la manipulación y especulación (short-selling) (Sección 10 (a)) y la transacción de opciones (Sección 9 (b)), fueron también restringidas."<sup>10</sup>

Los profesores mencionados también enfatizan en su libro "Securities Regulation, Cases and Materials", el deseo del Congreso de los EE.UU. de asegurar la integridad de la información involucrada en los precios del mercado, esto es, el deber de los emisores de proveer al mercado con información actual razonable sobre su condición financiera y la prohibición de manipulación del mercado. Respecto a los emisores extranjeros, estos mismos autores afirman que aquellos emisores extranjeros que sean transados en bolsas de valores deben acogerse a los requerimientos de registro y entrega de información de los Estados Unidos, aunque en forma particular y racionalizada para estos emisores; y que una exención del requisito de registro solo puede ser obtenida por emisores que no han escogido usar las facilidades del mercado de valores americano. Dentro del Exchange Act, la "Forma 20-F" es el formato básico para el registro y reporte de los emisores extranjeros.

De igual manera, y para efectos de proteger la integridad del mercado de valores, el Exchange Act contiene disposiciones antifraude que penalizan imprecisiones materiales u omisión de información sustancial en conexión con la compra o venta de valores y regula la manipulación de valores o ventas impropias basadas en información relevante no accesible al público (insider trading).

¿Qué debe registrarse ante la SEC por disposición del Exchange Act? El registro ante la SEC busca que se haga pública al mercado la información necesaria para lograr inversiones seguras e informadas al igual que ejercer una vigilancia sobre los actores, instituciones e instrumentos del mercado.

En términos generales, el Exchange Act requiere que se registre ante la SEC lo siguiente:

➤ Todos los valores negociados en las bolsas de valores nacionales y en los mercados OTC, salvo que sean valores exentos de registro según lo establecido en la regulación de valores. La Sección 12(a) del Exchange Act establece que es ilegal para cualquier broker o dealer efectuar cualquier transacción de valores en una bolsa nacional de valores si el valor no se encuentra debidamente registrado. Todos los valores transados en una bolsa nacional de valores deben ser registrados ante la SEC. En cuanto a valores transados en los mercados OTC, las siguientes son las excepciones contenidas en el SEA para el registro de valores transados en estos mercados: a) valores listados y registrados en bolsas de valores nacionales, b) valores de emisores que están registrados bajo el ICA (Investment Company Act de 1940), c) valores de asociaciones de ahorro y préstamo e instituciones similares, d) valores de emisores sin animo de lucro, e) valores emitidos por asociaciones cooperativas, f) valores emitidos por otras asociaciones

---

<sup>10</sup>Cox, James D., Hillman, Robert W. and Langevoort, Donald C. "Securities Regulation, Cases and Materials", Ob.Cit, Pg. 674



cooperativas, g) ciertos valores de compañías de seguros, y, h) ciertas acciones o bonos de empleados y planes de pensión.

- Compañías cuyos valores son negociados en una bolsa de valores nacional o compañías con más de diez millones de dólares en activos y una clase de acción detentada por quinientas personas o más. (Sección 12(g)(1) del SEA). Por lo anterior, sobre estas compañías recaen las obligaciones de reportes periódicos, reporte de transacciones internas sobre acciones de la compañía (insider trading) y demás requerimientos del Exchange Act.
- Bolsas de valores nacionales (salvo que se encuentren exentas de registro), las cuales se definen en la Sección 6(a) del Exchange Act de la siguiente manera: “ Una bolsa podrá ser registrada como una bolsa de valores nacional bajo los términos y condiciones establecidos en esta sección y de conformidad con lo establecido en la Sección 19(a) de este acto, al presentar ante la Comisión una aplicación para el registro en la forma en que la Comisión, por ley, pueda establecer conteniendo las reglas de la bolsa y demás información y documentación que la Comisión, por ley, pueda prescribir como necesaria y apropiada para el interés público o para la protección de los inversionistas. Las asociaciones de dealers de mercados OTC también pueden registrarse.
- Todos los brokers y dealers del comercio interestatal.

### 1.3 Blue Sky Laws

Además de las leyes de valores existentes a nivel federal, los estados de los Estados Unidos tienen su legislación de valores, la cual se denomina “Blue Sky Laws”. Profesores como Thomas Lee Hazen en su libro “Principles of Securities Regulation”, mencionan que los cursos de las escuelas de derecho se enfocan principalmente, sino exclusivamente, en la ley federal, pero lo anterior no puede interpretarse como que los estados no juegan un papel importante en la regulación de las transacciones de valores, puesto que de hecho, la ley estatal es la génesis de la regulación de valores en los Estados Unidos.

Para enfatizar lo anterior, éste profesor afirma que “la regulación de valores en este país (Estados Unidos) comenzó como un asunto de derecho estatal y no fue sino hasta veintidós años después de la primera ley estatal de valores que el Congreso expidió regulación federal de valores en 1933. (...) En 1911, Kansas expidió la primera legislación americana regulando la distribución y venta de valores. Un número de estados le siguieron y hoy cada estado ha expedido un Securities Act. (...) Aunque la legislación federal en 1996 disminuyó significativamente la influencia de las leyes de valores estatales respecto al registro estatal de ofertas públicas de valores, la ley de valores estatal permanece robusta en muchas otras áreas y puede todavía ser invocada respecto a varias transacciones en valores. Por ejemplo, inclusive en relación con la oferta y venta de valores, la ley estatal todavía puede tener un impacto significativo en la regulación de transacciones fraudulentas. Por ejemplo, el Fiscal General de Nueva York ha sido especialmente vigilante en éste asunto pero el no ha estado solo. Las leyes estatales también son importantes en la regulación de los broker-dealers y de los consejeros de inversión”.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Hazen, Thomas Lee. “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit, Pgs. 170 y 171

Tal como se acaba de mencionar, en el año de 1996 con la expedición del “National Securities Markets Improvement Act de 1996-NSMIA”, el Congreso limitó los alcances de las leyes estatales en materia de regulación de valores.

Antes de dicha legislación, las leyes federales y estatales en materia de valores eran concurrentes y con posterioridad a dicha legislación, muchas de las ofertas públicas de valores fueron exentas de la regulación estatal para efectos de requisitos de registro. El fenómeno que se ha presentado es que la legislación federal se ha impuesto sobre la legislación estatal para varios de los requisitos de registro existentes. No obstante lo anterior, las regulaciones estatales anti-fraude se han preservado. De igual manera, los Estados siguen conservando su derecho de requerir el registro de documentos en los estados para efectos de información.

Complementando lo anterior, “(...) NSMIA está limitada a regulación estatal para ofertas de valores y transacciones posteriores del mercado. Por ejemplo, las enmiendas limitan alguna de la regulación estatal de los broker-dealers. El Act provee jurisdicción federal exclusiva sobre las compañías de inversión registradas bajo el ICA (Investment Company Act). NSMIA también creó la división de responsabilidad regulatoria entre los Estados y la SEC, en relación a la regulación de los consejeros de inversión dependiendo del monto de los activos de inversión bajo la administración del consejero. Ver IAA Sección 203<sup>a</sup>. El Congreso ha tomado otras acciones algunos años después. Como parte del SLUSA (Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998), la mayoría de acciones de clase en valores involucrando valores transados públicamente fueron excluidos de las cortes estatales, haciendo la jurisdicción federal exclusiva”.<sup>12</sup>

#### **1.4 Calidad de la Información del Mercado-Materialidad de la Información**

Como hemos visto, el concepto de “información” es un aspecto fundamental en la regulación de valores de los EE.UU. De igual manera y en relación con lo anterior, es de igual importancia el concepto de “materialidad” de esta información.

El profesor Alan Palmiter en su libro “Securities Regulation, Examples & Explanations” explica que si el mercado de valores contara con información insuficiente, los inversionistas se abstendrían de invertir en él, pero si se exigiera revelar demasiada información resultando esto muy costoso, los negocios evitarían obtener financiación a través del mercado de valores, deprimiéndolo. Por lo anterior y para efectos de evitar que haya escasez o por el contrario, demasiada información en el mercado, las leyes federales de valores limitaron la revelación obligatoria de información por medio del concepto de materialidad. Sin embargo, en la práctica, la materialidad no es un concepto de fácil aplicación.

De la regulación de valores resulta claro que aquella información que sea material debe ser revelada al mercado. Lo que no resulta tan claro es como determinar aquello que debe ser considerado como información material.

En relación con lo anterior, existe una sentencia de la Corte Suprema en el caso “TSC Industries, Inc. v. Northway Inc. (TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438

---

<sup>12</sup> Ibid. pg 172 y 173

(1976), revg. 512 F.2d. 324 (1975) (la traducción es nuestra), la cual arrojó una importante luz sobre el tema y de la cual vale la pena resaltar el siguiente extracto:

*Un hecho omitido es material si existe la probabilidad sustancial de que un accionista razonable le hubiere considerado importante en su decisión de cómo votar. Este estándar es totalmente consistente con la descripción general de materialidad contenida en Mills, como requisito de que “el defecto tiene una propensión significativa a afectar el proceso de votación”. No requiere prueba de probabilidad sustancial el que la revelación del hecho omitido habría causado que un inversionista razonable cambiara su votación. Lo que el estándar contempla es que se demuestre una probabilidad sustancial de que bajo todas las circunstancias, el hecho omitido haya supuesto importancia real en las deliberaciones de un accionista razonable. En otras palabras, debe haber una probabilidad sustancial de que la revelación del hecho omitido habría sido vista por un inversionista razonable como capaz de alterar en forma significativa la mezcla total (“total mix”) de la información disponible.*

De lo anterior podemos concluir que dentro del mundo de los valores, un hecho o una información es “material” si existe la probabilidad sustancial de que un inversionista razonable le hubiere considerado importante para efectos de tomar una decisión relacionada con valores. Este parámetro de calificación de la información material es conocido como el “test de la probabilidad sustancial”.

En cuanto a la naturaleza de la materialidad de la información, el profesor Alan Palmiter indica que “el elemento de materialidad promueve la certeza mediante un examen objetivo respecto a si una información errónea tiene probabilidad de haber inducido una transacción. También reduce revelaciones innecesarias de información en transacciones comerciales al aislar a las partes de responsabilidad si la alegada información errónea carece de importancia”.<sup>13</sup>

El profesor Alan Palmiter en su libro “Securities Regulation” hace una distinción entre la materialidad de la información y el deber de revelar información afirmando que son conceptos diferentes. El manifiesta que el deber de revelar información se relaciona a “si existe o no” el deber de revelar y a “cuando” debe revelarse. Del deber de revelar, dice, tiene dos maneras de manifestarse: a) Obligaciones de Registro ante la SEC, y, b) Deber de Honestidad.

En cuanto a las obligaciones de Registro ante la SEC, las compañías que ofrecen valores al público y las compañías que reportan y que tienen valores que son transados públicamente, deben revelar información en los registros ante la SEC tales como informes de registro y reportes periódicos. Adicionalmente la SEC requiere que estas compañías incluyan en sus reportes cualquier otra información material necesaria para que su revelación de información no sea engañosa.

En cuanto al deber de honestidad, afirma que las provisiones anti-fraude de las leyes federales de valores requieren completa honestidad en relación a la información material que cualquiera divulgue en relación con transacciones de valores. El deber de honestidad incluye deberes de no hacer declaraciones materialmente falsas, no hacer declaraciones materialmente engañosas, corregir declaraciones materialmente falsas o engañosas y actualizar aquellas declaraciones que han devenido en materialmente falsas o engañosas.

---

<sup>13</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples and Explanations”, Ob.Cit., Pg. 70

En cuanto al tipo de información que debe ser revelada, el concepto de materialidad de la información no solo depende del concepto que se mencionó anteriormente, sino que también depende del “tipo” de información del que se trate. Para este efecto y según lo expone el profesor Palmiter, existen diferentes tipos de información dentro de los cuales se encuentran los siguientes:

a) Información histórica: Consiste en información pasada tal como estados financieros, negociaciones y transacciones llevadas a cabo, etc. Para este tipo de información, resulta aplicable el test de la probabilidad sustancial.

b) Información Especulativa: Es información que presagia eventos futuros, tales como negociaciones que pueden conllevar a una fusión, por ejemplo. En este caso, las Cortes han aplicado una versión especial del “test de la probabilidad sustancial”. Las Cortes han manifestado que la materialidad “dependerá del balance de la probabilidad indicada de que el evento va a ocurrir y la magnitud anticipada del evento bajo la luz de la totalidad de la actividad de la compañía” (Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)). En este caso la información será material si su valor esperado indica que afectaría la conducta del inversionista.

c) Información Blanda: Está relacionada con información proyectada de la compañía, esto es, proyecciones financieras, estimados u opiniones. Consiste en una mirada al futuro de la compañía. Esta información resulta muy valiosa para los inversionistas puesto que deriva de estudios internos de la compañía o de expertos que analizan desde afuera la situación y perspectivas de la compañía. Aunque la SEC anteriormente se mostró reacia a la presentación de este tipo de información, actualmente permite relacionar esta información blanda dentro de los informes de registro siempre y cuando haya sido obtenida sobre bases razonables y sea divulgada de buena fe. Inclusive, para ciertos registros ante la SEC, ésta exige que se le presente información blanda de la compañía.

d) Información sobre la integridad de la administración de la compañía: Los inversionistas consideran fundamental para efectos de realizar su inversión el hecho de que la administración de la compañía sea íntegra. La información relacionada con la integridad de la compañía es aquella relacionada a las compensaciones recibidas por la administración, demandas que involucren la solvencia personal de la administración, conflictos de interés, préstamos, fraude en transacciones, procesos penales, etc. Este tipo de información es considerada como información material para la SEC.

e) Información Medio Ambiental: El National Environmental Policy Act de 1969 (NEPA), estableció que todas las agencias federales deben interpretar y administrar las leyes federales de conformidad con las políticas del NEPA. Para efectos de cumplir con lo anterior, la SEC estableció que todas las compañías que le reportan deben divulgar sus procesos medioambientales pendientes, ya sean privados o públicos, que involucren daños potenciales, penalidades o costos del proceso de más del 10 por ciento de sus activos. Esta información sobre procesos ambientales es considerada como información material para los inversionistas.

Existe otro concepto importante dentro del Exchange Act que está relacionado con la materialidad de la información y consiste en la “Totalidad de la Información”, conocida como el “Total Mix” de la información.

Hay un test relacionado con el tema del “total mix” de la información y es el siguiente:

“Debe existir una probabilidad sustancial de que la divulgación de un hecho omitido habría sido visto por un inversionista razonable como un factor que hubiera alterado significativamente el “total mix” de la información divulgada”.<sup>14</sup>

Según el profesor Palmiter, la omisión no es material (inclusive si la información es importante para el inversionista) si un inversionista razonable puede inferir la información omitida de otra divulgación.<sup>15</sup>

Pero entonces, que se entiende por “total mix”? El total mix hace referencia a toda la información existente y que pueda ser conocida o inferida por el inversionista. Los inversionistas no solo dependen de la información que por ley deba ser revelada. Lo anterior implica que un inversionista no podría demandar a un emisor porque este no divulgó cierta información que por ejemplo, ya era del conocimiento público del mercado, aunque se trate de información material.

## **1.5 La SEC- The Securities & Exchange Commission- Naturaleza, Objetivos, Funciones y Competencia en relación al Mercado de Bienes, Derivados y Servicios Financieros**

**1.5.1 Naturaleza:** La “Securities and Exchange Comisión” (SEC) es una agencia federal que fue creada por medio del “Securities Exchange Act de 1934”, Sección 4 a). Dicho artículo del Securities Act de 1934 establece que la Comisión estará conformada por cinco comisionados nombrados por el Presidente según la recomendación y consentimiento dados por el Congreso. La norma también establece que de esos cinco comisionados, no más de tres podrán ser miembros del mismo partido político. Ninguno de estos comisionados podrá dedicarse a otros negocios o empleos diferentes al de comisionado y no podrán participar directa o indirectamente en ninguna operación bursátil que esté sujeta a las regulaciones de la Comisión. El término de la función de los comisionados es de cinco años.

Las responsabilidades en materia de determinaciones judiciales de la Comisión son llevadas a cabo a través de jueces administrativos, y los demás poderes administrativos de la Comisión son manejados a través de sus cuatro divisiones y sus cinco oficinas regionales.<sup>16</sup>

Las cuatro divisiones de la SEC son las siguientes:

1) División de Cumplimiento (Division of Enforcement): Esta división se responsabiliza de investigar las violaciones a las leyes en materia de valores. La SEC cuenta con acciones de cumplimiento y acciones administrativas a ser impuestas cuando esta cree que una violación a las normas ha sido cometida por parte de emisores registrados, sus oficiales y empleados, broker-dealers registrados o miembros de bolsas de valores o de asociaciones auto-regulatorias.

---

<sup>14</sup> TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976)

<sup>15</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples & Explanations”, Ob.Cit, Pg. 79

<sup>16</sup> Hazen, Thomas Lee “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit., Pg. 21

2) División de Finanzas Corporativas (Division of Corporation Finance): Esta división se ocupa de revisar que los documentos de registro cumplan con los requisitos de revelación de información contenidos en las leyes de valores. Esta división prepara las guías de revelación a ser publicadas por la SEC y apoya a los usuarios en la elaboración de sus revelaciones de información.

3) División de Regulación de Mercados (Division of Market Regulation): Esta división expide las políticas relacionadas con las bolsas de valores, los mercados OTC y los broker-dealers.

4) División de Administración de las Inversiones (Division of Investment Management): Esta división se ocupa de la regulación bajo el Investment Company Industry Act de 1940, el Investment Advisers Act de 1940, y el Public Utility Holding Company Act de 1935.

Las cinco oficinas regionales de la SEC desarrollan el trabajo de la Comisión a nivel regional y se enfocan en el trabajo día a día de la Comisión consistente en la prestación de servicios administrativos, procesamiento de información, registros y reportes entre otros.

“Con la creación del Securities and Exchange Commission en 1934, el Congreso dio a la Securities and Exchange Commission la responsabilidad de administrar la regulación provista por las siete leyes en materia de valores. La Comisión conduce esta responsabilidad con cada uno de los cuatro poderes administrativos básicos de la agencia: elaboración de normatividad, determinaciones judiciales, investigación y cumplimiento. Durante la última parte del siglo XX, los poderes de cumplimiento de la SEC se expandieron significativamente. Adicionalmente a que ahora tienen la capacidad de buscar imponer penas por daño triplicado por violaciones en transacciones internas (insider trading), la Comisión tiene la facultad de imponer penas civiles en procedimientos administrativos y tiene autoridad para hacer cesar actuaciones. La única autoridad de tipo administrativo que la Comisión no tiene es el poder para fallar disputas entre litigantes individuales.”<sup>17</sup>

### 1.5.2 Objetivos

El principal objetivo de la SEC consiste en la expedición, ejecución y administración de las reglas de valores federales de los EE.UU. La legislación federal de valores establece que la expedición de reglas por parte de la SEC deberá estar orientada a la protección a los inversionistas y la promoción de la eficiencia, competencia y formación del capital.

### 1.5.3 Funciones

Las principales funciones de la SEC son las siguientes<sup>18</sup>:

- a) Expedición de reglas
- b) Interpretación de la legislación de valores

---

<sup>17</sup> Hazen, Thomas Lee “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit.,Pg. 22

<sup>18</sup>Barber , David H. “Securities Regulation”, Ob.Cit., Pg. 6

- c) Conducción de investigaciones
- d) Procedimientos formales. Procedimientos para la aplicación de *statutory remedies* e imposición de sanciones por la violación de las leyes de valores.

La SEC también es competente para imponer sanciones de orden administrativo.

En términos generales, las normas que la SEC administra son el “Securities Act de 1933”, el “Securities Exchange Act de 1934”, el “Public Utility Holding Company Act de 1935” (esta norma corrige abusos en el financiamiento y operación de compañías de servicios públicos de gas y electricidad), el “Trust Indenture Act de 1939” (regula emisiones de deuda por encima de un millón de dólares y protege a los tenedores de dichos títulos), el “Investment Company Act de 1940” (esta norma regula la actividad de compañías públicas dedicadas a la inversión en valores) y el “Investment Advisers Act de 1940” (establece el registro y regulación de quienes se ocupan de asesorar a otros en materia de inversiones en valores).

En cuanto a su facultad de creación y expedición de reglas, la SEC tiene dos clases de autoridad:

1. Autoridad Delegada
2. Autoridad Interpretativa

1. Autoridad Delegada: Tal como lo señala el profesor Lee Hazen en su libro “Principles of Securities Regulation”, ésta es la autoridad que delega expresamente la ley a la SEC para expedir reglas, y por ende, estas reglas deben estar de conformidad con la ley. Lo fundamental es que la regulación expedida por la SEC esté en cumplimiento de lo dispuesto en la ley y que el alcance de la regulación no exceda la autoridad otorgada en el estatuto orgánico que creó este poder administrativo para la creación de normas.

2. Autoridad Interpretativa: La SEC tiene la facultad de expedir normas que interpretan las reglas existentes en materia de valores. Estas normas no tienen fuerza de ley puesto que son meras ayudas para la interpretación de normas, estas si con fuerza de ley. No obstante lo anterior, estas normas interpretativas tienen gran relevancia dentro del mercado de valores por el conocimiento que tiene la SEC de la regulación de valores y por ende, estas interpretaciones son tenidas en cuenta inclusive por jueces y Cortes en sus fallos.

En cuanto a su facultad para interpretar la ley de valores, la SEC también cuenta con otra forma por medio de la cual da a conocer al público sus opiniones e interpretaciones en materia legislativa, la cual es conocida como “Publicaciones de la SEC”. Estas publicaciones incluyen guías o interpretaciones de leyes y reglas en materia de valores. Adicionalmente, cada vez que la SEC propone o expide una nueva regla o sugiere o expide una enmienda a una regla existente, ésta va acompañada por una publicación de la SEC donde ésta expone su interpretación a la propuesta, regla o enmienda.

Adicionalmente a lo anterior, la SEC hace publicaciones en materia de contabilidad, en las cuales informa asuntos relacionados con la divulgación y presentación de información financiera, al igual que hace publicaciones en materia de litigios, en las cuales informa de procedimientos, acuerdos y juicios llevados a cabo en las Cortes Federales.

Existe otro medio informativo de la SEC adicional a sus publicaciones, consistente en la expedición de “cartas de no acción”. Estas cartas son la respuesta que la SEC da a las preguntas que realizan las personas en relación a si sus conductas cumplen o no con la regulación de valores. Estas cartas no son vinculantes puesto que no representan la posición oficial de la SEC frente a los temas consultados sino que responden mayormente a la interpretación que de dichos temas hacen los funcionarios de la SEC. No obstante lo anterior, estas cartas producen cierto efecto puesto que a pesar de no ser vinculantes, reflejan la opinión de los funcionarios la SEC, quienes tienen un alto conocimiento en temas de valores. De igual manera, estas cartas sirven de orientación a quienes las solicitan, para efectos de conocer cual es la interpretación de los funcionarios de la SEC frente a diversos temas en materia de valores, sobre todo en aquellos temas que son de actualidad y no cuentan con mayor desarrollo en la práctica o no han tenido mayores precedentes de tipo jurisprudencial.

Tal como lo menciona el profesor Thomas Lee Hazen en su libro “Principles of Securities Regulation”, la SEC además de tener responsabilidades cuasi-legislativas, también tiene vigilancia y poderes cuasi-judiciales sobre brokers, dealers y bolsas de valores. De igual forma, la SEC cuenta con la facultad de imponer sanciones administrativas y disciplinarias en contra de broker-dealers, consejeros de inversión, compañías de inversión y profesionales tales como abogados o contadores que practican ante la Comisión.

De otra parte, la Comisión cuenta con la atribución de investigar las posibles violaciones a los actos que ésta administra. Lo anterior es en virtud a su facultad de “cumplimiento”, la cual pone en práctica a través de su División de Cumplimiento. Cuando se presentan este tipo de violaciones, la SEC procede a la imposición de sanciones de tipo administrativo o pone el caso en conocimiento del Departamento de Justicia para asuntos criminales. La SEC también cuenta con la autoridad para hacer cesar las actuaciones de los actores del mercado que se encuentran bajo su vigilancia.

#### **1.5.4 Competencia de la SEC en relación al Mercado de Bienes, Derivados y Servicios Financieros**

A comienzos de los años 70 el desarrollo y diversificación de los productos derivados creó un traslape de competencias entre la SEC y la “Commodity Futures Trading Commission” (CFTC), puesto que el mercado de futuros que usualmente se había dedicado a bienes agrícolas, empezó a transar futuros financieros y otras clases de derivados.

En 1988 tres bolsas de valores presentaron aplicaciones para permitir transacciones en “canastas de acciones”, las cuales consistían en instrumentos de participación en índices de acciones (parecido a futuros en índices o contratos de opciones). Estas canastas de acciones permitían a los inversionistas participar en las ganancias o pérdidas derivadas del índice basado en el precio colectivo de los valores subyacentes. En Marzo de 1989 la SEC otorgó las aplicaciones y reconoció estos índices como valores, lo que motivó un forcejeo entre la SEC y la CFTC. La bolsa mercantil de Chicago alegó que estos instrumentos de inversión eran contratos de futuros y como tales estaban sujetos a la jurisdicción exclusiva de la CFTC y el juez competente (Séptimo Circuito) determinó que estos índices de participación estaban sujetos a la jurisdicción exclusiva de la CFTC, argumentando que si un instrumento podía ser clasificado simultáneamente como un valor



y como un contrato de futuros, éste entraba dentro de la jurisdicción exclusiva de la CFTC.

Lo anterior cambió en el año 2000 cuando se expidió el “Commodity Futures Modernization Act”, el cual estableció que los futuros de valores podrían ser transados tanto en las bolsas de valores bajo la regulación de la SEC, como en los mercados de bienes o en las facilidades para transacción de derivados sujetos a la vigilancia de la CFTC.

En cuanto a los servicios financieros, el Congreso expidió en el año 1933 el “Glass-Steagall Act” por el cual creó una barrera entre la banca comercial y las actividades en materia de valores. En 1999 estas barreras entre actividades comenzaron a derrumbarse cuando el Congreso rechazó los impedimentos estructurales impuestos por el Glass-Steagall Act. En la actualidad no existen las barreras que antes existieron entre las actividades de banca comercial, seguros y banca de inversión. El régimen actual impone una regulación funcional, donde las actividades en valores ejercidas por los bancos y otras instituciones financieras están sujetas a la jurisdicción de la SEC y las actividades de tipo bancario están reguladas por la agencia bancaria federal o estatal pertinente. A su vez, la actividad de seguros es regulada por los Reguladores de Seguros a nivel estatal.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Hazen, Thomas Lee. “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit.,Pg. 26 y 27

## 2. DEFINICION DE “VALOR”

La definición de “valor” en la regulación de los EE.UU. es un tema de particular complejidad puesto que el desarrollo jurisprudencial que la misma ha tenido, hace que no resulte clara la diferencia entre lo que se considera o no un valor. La mencionada diferenciación es de gran importancia en la medida en que aquellas transacciones que involucran valores están sujetas a la regulación de valores de los EE.UU., lo que implica que las mismas están sujetas a registro, y demás requisitos legales aplicables a los valores.

El hecho de no darse cuenta que una transacción involucra un “valor” puede resultar en graves consecuencias en el sentido de que la transacción puede llevarse a cabo sin cumplir con los requisitos contenidos en las leyes de valores de los EE.UU. para aquellas transacciones que involucran valores, lo que puede generar consecuencias de tipo civil, comercial e incluso penal.

El término “valor” se encuentra definido en la Sección 2(a) del Securities Act de 1933, la cual da un listado de instrumentos financieros y contratos que son considerados como valores, siempre que el contexto no requiera lo contrario.

La Sección 2(a) del Securities Act establece lo siguiente:

**Sec. 2(a)** *Cuando sea usada en esta ley, salvo que el contexto lo requiera de otra manera-*

(1) *El termino “valor” significa cualquier nota, acción, acción del tesoro, valor futuro, bono, obligación, evidencia de endeudamiento, certificado de interés o participación en cualquier acuerdo de ganancias compartidas, certificado de fiducia en garantía, certificado de preorganización o suscripción, acciones transferibles, contrato de inversión, certificado de fiducia, certificado de deposito para un valor, interés indiviso en petróleo, gas, u otros derechos minerales, cualquier put, call, opción o privilegio en cualquier valor, certificado de depósito o grupo o índice de valores (incluyendo cualquier intereses en este o basado en su valor), o cualquier put, call, opción o privilegio en una bolsa nacional de valores relativo a divisas internacionales, o en general, cualquier interés o instrumento comúnmente conocido como un “valor”, o cualquier certificado de interés o participación en, certificado temporal para, recibo para, garantía de, o garantía o derecho para suscribir o para comprar, cualquiera de lo anterior.*

De igual manera, el término valor ha sido definido en la Sección 3(a)(10) del Securities Exchange Act de 1934, de la siguiente manera:

**Sec. 3(a)** *Cuando sea usada en esta Ley, salvo que el contexto lo requiera de otra manera-*

(...)

**(10).** El termino “valor” significa cualquier nota, acción, acción del tesoro, bono, obligación certificado de interés o participación en cualquier acuerdo de ganancias compartidas, o en cualquier regalía o locacion en petróleo, gas o minerales, cualquier certificado de fiducia en garantía, certificado de preorganización o suscripción, acciones transferibles, contrato de inversión, certificado de fiducia, certificado de depósito para valores, cualquier put, call, opción o privilegio en cualquier valor, certificado de depósito, o grupo o indice de valores (incluyendo cualquier interés en este o basado en su valor), o cualquier put, call, opción, o privilegio en una bolsa nacional de valores relativo a divisas internacionales, o en general cualquier instrumento comúnmente conocido como un “valor”; o cualquier certificado de interés o participación en, certificado temporal para, recibo para, o garantía o derecho para suscribir o para comprar, cualquiera de lo anterior; pero no debe incluir moneda o cualquier nota, letra de cambio, o aceptación bancaria que tenga madurez en el momento de su expedición que no exceda nueve meses, excluyendo días de gracia, o cualquier renovación a su madurez.

A pesar de que revisten de algunas diferencias, tanto la definición de Securities Act de 1933 como la definición del Exchange Act de 1934 han sido interpretadas en igual sentido.

De las definiciones de valor descritas anteriormente, vemos primero, que la frase que antecede ambas definiciones, esto es, “Cuando sea usada en esta ley, salvo que el contexto lo requiera de otra manera”, se interpreta en el sentido de darle gran importancia al contexto y a la realidad económica en que se desarrolla cada transacción para efectos de determinar que es un valor o no, más que al sentido literal de los términos listados en la definición. Tanto así, que existe jurisprudencia en la que algunas “acciones”, a pesar de estar incluidas dentro de la definición de valor en su sentido literal, han sido consideradas por las cortes como acciones que no son valores, tal como se decidió en el caso *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*. 421 U.S. 837 (1975), el cual expondremos más adelante.

Volviendo a la definición estatutaria de “valor”, vemos que la definición incluye entre otros conceptos, los siguientes:

Nota, acción, acción del tesoro, bono, obligación, valor futuro, evidencia de endeudamiento, certificado de interés o de participación en cualquier acuerdo de ganancias compartidas, certificado de fiducia en garantía, certificado de suscripción, acción transferible, contrato de inversión, certificado de depósito de un valor, opción put o call, entre otros.

Para efectos de poder determinar que es un “valor” con base en estos conceptos, las Cortes se han enfocado en dos preguntas:

- 1) ¿Cuándo una inversión poco ortodoxa puede considerarse que encaja dentro de los términos establecidos dentro de la definición de “valor”, principalmente dentro de la figura de “contrato de inversión”?
- 2) ¿Cuándo hay instrumentos que literalmente encajan dentro de la categoría de “valor” dada en la definición (tal como notas), pero que realmente no son valores?<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Palmiter , Alan R. “Securities Regulation, Examples and Explanations”, Ob.Cit., Pg. 40

A pesar de que estas dos preguntas han servido de referencia, las Cortes federales no han desarrollado una aproximación unificada a las mismas.

Así mismo y tal como veremos a continuación, de los términos listados como “valores” dentro de las definiciones del Securities Act de 1933 y del Exchange Act de 1934, uno de los conceptos que ha resultado más complicado de definir ha sido el de “contrato de inversión”, en la medida en que dicho término ha tenido un desarrollo jurisprudencial, en especial de la Corte Suprema, que no siempre ha facilitado se logre una interpretación clara de lo que puede considerarse o no como una inversión cuya naturaleza es la de ser un valor.

## 2.1 Definición de Contrato de Inversión

Tal como se mencionó anteriormente, el significado de contrato de inversión no es claro, como tampoco resulta claro que realmente constituye o no constituye un contrato de inversión. El término contrato de inversión más que un término con significado comercial, es un término legal, lo cual ha contribuido a la falta de claridad que existe sobre este tema.

Para efectos de poder entender mas fácilmente que se entiende por contrato de inversión, debemos acudir al desarrollo jurisprudencial que ha habido sobre este tema y en particular a una sentencia proferida en el caso SEC v. W. J. Howey Co., cuyos apartes más relevantes se estudiaran a continuación.

## 2.2. “La Prueba de Howey”

A pesar de que existen numerosas sentencias proferidas por las Cortes en relación con la definición de contrato de inversión, existe una sentencia muy reconocida proferida por la Corte Suprema en el caso SEC v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946), en la cual la Corte definió el contrato de inversión así:

*Cualquier transacción en que “una persona invierte dinero en una empresa común de la cual espera ganancias provenientes únicamente de los esfuerzos de otros”.*

De la anterior definición, podemos resaltar cuatro elementos fundamentales:

- 1) Inversión en Dinero
- 2) Empresa Común
- 3) Expectativa de Ganancias
- 4) Esfuerzo de Otros

Los anteriores elementos conforman lo que se ha denominado dentro de la doctrina de valores de los EE.UU. la “Prueba de Howey”, la cual es aplicada cuando se quiere determinar si una transacción es considerada como un “contrato de inversión” de aquellos considerados como un “valor”.

Veamos cual es la interpretación de cada uno de los elementos fundamentales de la definición de contrato de inversión:

1) Inversión en Dinero: Aunque la sentencia mencionada habla de inversión en dinero, esta inversión no necesariamente tiene que ser en dinero. En todo caso, sea en dinero o no, la misma debe tener la naturaleza de inversión y no de gasto, en el sentido de que se está esperando un retorno o ganancia de tipo financiero como contraprestación a la misma.

2) Empresa Común: La empresa común puede ser i) horizontal, o, ii) vertical. Es horizontal cuando existen varios inversionistas con intereses comunes en una empresa común y es vertical cuando hay un solo inversionista que tiene un interés común con el administrador de su inversión. Para ilustrar la empresa común horizontal, en el caso *Curran v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 622 F.2d 216, 224 (6th Cir. 1980), *aff'd and other grounds*, 456 U.S. 353 (1982), se dijo que “no puede existir empresa común horizontal salvo si...existe entre los inversionistas alguna relación que ate las fortunas de cada inversionista al éxito de toda la empresa”. En cuanto a la empresa común vertical, las Cortes no han sido tan unánimes al conceptuar si la misma es suficiente para llenar el requisito de la prueba de Howey e inclusive algunas cortes han distinguido entre dos tipos de empresa común vertical. Sin embargo, una definición mas amplia de empresa común vertical (ver *Mechigian v. Art Capital Corp.*, 612 F. Supp. 1421, 1427 (S.D.N.Y. 1985) establece que hay empresa común cuando la fortuna del inversionista (o inversionistas), esta ligada a la eficacia de los esfuerzos del promotor.

3) Expectativa de Ganancias: Recibir ganancias debe ser la principal motivación del inversionista al hacer su inversión. La Corte Suprema en *Goodman v. Epstein*, 582 F.2d 388 (7th Cir. 1978) definió las siguientes dos formas de ganancia que responden a la prueba de Howey: 1) apreciación del capital como resultado del desarrollo de la inversión inicial y 2) la participación en las ganancias resultantes del uso de los fondos de los inversionistas.

4) Esfuerzo de Otros: Aunque la Corte Suprema en Howey dijo que las ganancias deben derivar únicamente del esfuerzo de otros, cortes inferiores han aceptado que los esfuerzos del inversionista en la empresa común pueden contribuir a las ganancias. Sin embargo, los esfuerzos de los administradores deben ser predominantes y los inversionistas deben ser mayormente pasivos.<sup>21</sup>

Tal como lo destaca el profesor Alan Palmiter en su libro “Securities Regulation”, “las Cortes han aplicado la definición de contrato de inversión en contextos sorprendentes. Los siguientes esquemas han sido considerados como contratos de inversión y por ende, valores:

- La venta de una fila de 48 árboles de limones cuando el cultivo, cosecha y comercialización de la fruta fue manejado por un afiliado del vendedor-hechos de *Howey*
- La venta de lombrices cuando el vendedor prometió recomprar las lombrices (que iban a reproducirse en forma geométrica) y comercializarlas entre los granjeros. *Smith v. Gross*, 604 F.2d 639 (9th Cir. 1979)

---

<sup>21</sup> Ibid, Pg. 41

➤ La venta de participaciones en un esquema de pirámide (para distribuir cosméticos) cuando el vendedor condujo reuniones promocionales y el comprador recibió una comisión por cada nueva persona que atrajo al esquema. *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F 2 d 473 (5th Cir.1974)<sup>22</sup>

Como se desprende de estos ejemplos, lo importante para determinar si se está frente a un contrato de inversión o no, es establecer si se llenan o no los requisitos establecidos en la Prueba de Howey. Si se llenan estos requisitos, se está frente a un contrato de inversión y por ende ante un valor, aunque la transacción se trate de la venta de unas lombrices.

### 2.3 Acciones

Una vez analizado el contrato de inversión, vale la pena dirigirse al estudio de uno de los instrumentos más comúnmente identificados con un “valor” tal como son las acciones. Aunque se pudiera pensar que una acción siempre será un valor, ha habido jurisprudencia donde se ha establecido lo contrario. Tal como ya lo anotamos anteriormente, la Corte Suprema sostuvo en *United Housing Foundation v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975) que las acciones en un proyecto cooperativo sobre casas compradas por residentes del complejo de apartamentos, no eran valores.

En *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*. 421 U.S. 837 (1975), la Corte sostuvo que las acciones en un proyecto cooperativo sobre casas compradas por residentes del complejo de apartamentos no eran valores. “La Corte se atuvo a la realidad económica de la transacción: las acciones compradas no conferían los derechos que comúnmente acompañan a las acciones, no eran transferibles a un no residente, no podían ser objeto de prenda o gravámenes, no conferían derechos de voto y tenían que ser ofrecidas a la compañía del proyecto cooperativo de casas a su precio inicial de venta. Al determinar si esas acciones constituían valores, la Corte rechazó una aproximación literal y rechazó que la transacción evidenciada por una venta de acciones se considerara como una transacción de valores solamente porque la definición estatutaria de valor contenía las palabras “cualquier acción”. A este respecto, la Corte dijo lo siguiente: “Porque las transacciones de valores son de carácter económico, la intención del Congreso fue que la aplicación de estos estatutos resaltarán la realidad económica bajo una transacción y no el nombre dado a la misma”<sup>23</sup>.

Por lo anterior, vemos que para que una acción pueda ser considerada como un valor bajo la regulación de valores de los EE.UU., no basta que la misma se denomine “acción” sino que debe en la práctica ostentar las características de una verdadera acción.

### 2.4 Intereses en una Sociedad (Partnership Interests)

---

<sup>22</sup> Ibid., Pg. 42

<sup>23</sup> Steinberg, Marc I. “Understanding Securities Law”, Ob.Cit., p 9

Aunque los intereses en una sociedad no se encuentran dentro de la definición estatutaria de “valor”, muchas veces han sido considerados como valores al involucrar contratos de inversión y ganancias de inversionistas que dependen de los esfuerzos de otros.

**Williamson v. Tucker**, 645 F.2d 404 (5th Cir.), cert. denied, 454 U.S. 897 (1981), ha sido considerado como el caso más importante en cuanto al tema de intereses en una sociedad, al establecer lo siguiente:

*“Una sociedad o consorcio (joint venture) puede ser considerada como un valor si el inversionista puede establecer...que (1) un acuerdo entre las partes deja tan poco poder en manos de un socio que el acuerdo de facto distribuye el poder como se haría en una sociedad limitada; o (2) el socio o consorciado es tan poco experimentado o poco conocedor de asuntos de negocios que es incapaz de ejercitar en forma inteligente sus poderes como socio o consorciado; o (3) el socio o consorciado es tan dependiente de la habilidad empresarial del promotor o administrador, que no puede remplazar al administrador de la empresa o ejercitar correctamente sus poderes como socio o consorciado”.*

Aunque *Williamson* es citado frecuentemente, relativamente pocos casos han tratado los intereses en una sociedad como valores.<sup>24</sup>

## 2.5 Compañías de Responsabilidad Limitada (LLC-Limited Liability Company)

Este tipo de compañía en los EE.UU. ofrece una interesante alternativa a sus miembros en el sentido de conjugar los beneficios de las dos más utilizadas formas de asociación tales como son las “corporations” y las “partnerships”. De las características de las “corporations”, las LLC ofrecen la responsabilidad limitada (a diferencia de las general partnerships) y de las características de los “partnerships”, las LLC tienen la posibilidad de hacer un pass-through del impuesto a la renta y de las pérdidas. De igual manera, el manejo de la compañía puede estar o en cabeza de sus miembros, o en cabeza de un administrador de la compañía, según lo dispongan sus estatutos. Es por lo anterior, que las LLC se han convertido en una alternativa atractiva dentro de las formas de asociación en los EE.UU.

Ha sido objeto de desarrollo jurisprudencial en los EE.UU. el hecho de que los intereses en un LLC sean considerados o no como contratos de inversión y por ende, valores. Una de las características fundamentales de las LLC's que ayuda a determinar si el interés en un LLC es contrato de inversión o no, es la forma en que se administre el LLC y el poder de sus miembros en las decisiones de administración de la misma.

Para hacer este análisis, en términos generales debe aplicarse la Prueba de Howey, al igual que es común aplicar los parámetros contenidos en *Williamson v. Tucker*, en donde se estableció que independientemente a la forma que tomara la inversión, si el inversionista no podía ejercitar poderes de administración en forma significativa debido a su dependencia al promotor o un tercero, entonces la forma asociativa podría ser considerada como un valor bajo las leyes federales.

---

<sup>24</sup> Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C. “Securities Regulation, Cases and Materials”, Ob. Cit., Pg. 152

Por lo anterior, y en términos generales, cuando los miembros de un LLC toman decisiones de administración del LLC en forma conjunta y por ende, no esperan ganancias de los esfuerzos de otros en forma exclusiva, puede considerarse que el interés en el LLC no es un valor, por no llenar los requisitos de la Prueba de Howey, al igual que los contenidos en *Williamson*. Por el contrario, si el miembro del LLC depende de la pericia del administrador o promotor del LLC para efectos de obtener sus ganancias, en este caso el interés de este miembro en el LLC puede considerarse como un valor bajo la regulación federal de los EE.UU.

## 2.6 Bienes Raíces

Usualmente, la venta de bienes raíces no implica la venta de un valor. Sin embargo, en algunas circunstancias la venta de bienes raíces si involucra un contrato de inversión, por lo que es necesario analizar caso por caso y aplicar la Prueba de Howey.

Por ejemplo y para el caso de la venta de condominios, la SEC estableció los siguientes lineamientos:

“El ofrecimiento de unidades en condominios, junto con cualquiera de los siguientes eventos, hará que la oferta sea vista como una oferta de valores en la forma de contratos de inversión:

1. Los condominios, con cualquier arreglo en la renta u otros servicios similares, son ofrecidos y vendidos con énfasis en los beneficios económicos para el comprador, derivados de los esfuerzos administrativos del promotor o un tercero designado por el promotor, en relación con el arrendamiento de las unidades.
2. El ofrecimiento para participar en un acuerdo para hacer un pool con las rentas, y
3. El ofrecimiento de una renta o un acuerdo similar donde el comprador deba tener su unidad disponible para ser rentada durante cualquier momento en el año, deba usar un agente exclusivo de rentas o está en cualquier otra forma restringido materialmente en su ocupación o capacidad para rentar su unidad”<sup>25</sup>.

Así mismo, “la presencia de un valor también puede ser establecida en la promoción de bienes raíces que enfatizan la apreciación basados en esfuerzos de desarrollos futuros (de los promotores o terceros), en lugar de los ingresos por rentas que se generen a través de la administración de la propiedad”<sup>26</sup>.

En términos generales y aunque siempre debe hacerse un análisis caso por caso bajo los parámetros establecidos por la Prueba de Howey, con base en lo establecido en el caso *Wals v. Fox Hills Development Corp.*, 24 F.3d 1016 (7th Cir. 1994) puede concluirse que la venta de bienes raíces no implica la venta de un valor en los casos en que no exista un acuerdo para hacer un pool con las rentas de todas las unidades del condominio y los

---

<sup>25</sup> Securities Act Release No. 5347, [1972-1973 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 79, 163 (Jan. 4, 1973).

<sup>26</sup> Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C. “Securities Regulation, Cases and Materials”, Ob. Cit., Pg. 163



compradores tengan el control de sus unidades respecto a los contratos de arrendamiento que suscriban sobre los mismos.

## **2.7 Planes de Retiro**

La Corte Suprema se pronunció en el caso Internacional *Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979), respecto a si un interés en un plan de retiro puede ser considerado como un valor. Este caso involucraba un plan de pensiones establecido por el sindicato, del cual todos los miembros del sindicato eran parte y al cual los empleadores contribuían.

En este caso, la Corte consideró que el plan de pensión no cumplía con los requisitos de la Prueba de Howey para ser un contrato de inversión, por las siguientes razones:

- i) el plan no involucraba una inversión de dinero puesto que los empleados no pagaban una contraprestación tangible y definida en retorno por un interés. La Corte anotó que el empleado vendía su trabajo para poder vivir y no para hacer una inversión, y
- ii) las ganancias obtenidas por un empleado bajo el plan de retiro no dependían de los esfuerzos de los administradores del plan, sino más bien de las contribuciones del empleador a éste y de que el empleado cumpliera con los requisitos para resultar elegible bajo dicho plan.

## **2.8 Valores Exentos**

Se consideran valores exentos, los valores de bancos y gobiernos, notas y otros instrumentos de deuda y organizaciones de caridad.

### **3. LA OFERTA PÚBLICA Y EL PROCESO DE SUSCRIPCIÓN-UNDERWRITING PROCESS**

Uno de los aspectos más relevantes de la regulación de valores en los EE.UU. es aquel concerniente a la oferta y venta de valores al público. El hecho de que los recursos del público estén involucrados en este proceso, fue una de las principales motivaciones que tuvo el Congreso de los EE.UU. para expedir el Securities Act de 1933, dando lineamientos para la lograr un mercado más transparente, donde el inversionista pueda tomar decisiones informadas con base en una revelación y suministro de información por parte del emisor respecto a si mismo y a los valores a ser emitidos y donde exista la obligación para los emisores de registrar los valores que sean ofrecidos al público a través de un “informe de registro” acompañado de su correspondiente “prospecto”.

Antes de que cualquier valor pueda ser vendido al público, debe haber sido registrado ante la SEC, salvo que sea objeto de una excepción al registro expresamente contemplada en la regulación aplicable.

Así mismo, la SEC dispone un registro bajo el Exchange Act en el cual se exige el registro de cualquier clase de valor transado públicamente y el registro de compañías públicas.

En relación con el requisito de registro, la Sección 5 del Securities Act exige el registro de cualquier oferta o venta de un valor, salvo las excepciones provistas dentro del mismo Securities Act.

#### **3.1 El Acuerdo de Suscripción o Distribución (Underwriting Agreement) y los Suscriptores o Distribuidores (Underwriters)**

**3.1.1 Acuerdo de Suscripción o “Underwriting Agreement”:** Tal como es expuesto por los profesores Cox, Hillman y Langevoort en su libro “Securities Regulation, Cases and Materials”, los acuerdos de suscripción son aquellos documentos que preceden cualquier oferta pública de valores, y que son suscritos entre el emisor y el suscriptor.

Usualmente, el suscriptor conforma un pool con otros suscriptores para efectos de actuar dentro del acuerdo, siendo el suscriptor inicialmente contactado por el emisor el suscriptor administrador, quien tendrá relación directa con el emisor bajo el acuerdo y quien fijará junto con el emisor, aspectos importantes tales como el precio de oferta de los valores y la comisión de los suscriptores.

**3.1.2 Suscriptor o Distribuidor:** Los suscriptores o distribuidores son actores fundamentales dentro del proceso de distribución de valores, tanto en el mercado primario como en el secundario.

La Sección 2(a)(11) del Securities Act define el termino “suscriptor” (underwriter) de la siguiente manera: “cualquier persona que ha comprado a un emisor con el propósito de, o ofrece o vende para un emisor en conexión con, la distribución de cualquier valor, o participa o tiene una participación directa o indirecta en cualquiera de tales compromisos, o participa o tiene una participación en la suscripción directa o indirecta de cualquiera de dichos compromisos; pero dicho término no debe incluir a una persona cuyo interés está

limitado a una comisión recibida de un suscriptor o de un dealer, que no exceda la comisión usual que recibe un distribuidor o vendedor. Usado en el contexto de este párrafo, el termino “emisor” debe incluir, adicionalmente a un emisor, cualquier persona que directa o indirectamente controle o sea controlado por un emisor, o cualquier persona bajo control común directo o indirecto con el emisor.

Para los anteriores efectos, el termino “control” es definido por la SEC en su Regla 405, como “la posesión directa o indirecta del poder para dirigir o causar la dirección de la administración y políticas de una persona, ya sea a través de la propiedad de valores con poder de voto, por contrato o de cualquier otra forma”.

Tal como lo expone el profesor Marc I. Steinberg en su libro “Understanding Securities Law”, al examinar la Sección 2(a)(11), se evidencia que una persona puede considerarse un suscriptor en los siguientes eventos:

- Al comprar al emisor con el propósito de distribuir
- Ofreciendo o vendiendo para un emisor en conexión con una distribución
- Participando, directa o indirectamente, en la distribución o esfuerzo de suscripción
- Vendiendo valores del emisor a nombre de una persona controlante en conexión con la distribución de cualquier valor; y
- Comprando valores del emisor a una persona controlante con el propósito de distribuir<sup>27</sup>.

Respecto a la responsabilidad de los suscriptores, en el evento en que actúen en conjunto dentro de un acuerdo de suscripción, la Sección 11(e) del Securities Act establece que la responsabilidad de cada suscriptor estará limitada al precio total al que los valores suscritos por él y distribuidos al público, fueron ofrecidos al público. Así mismo, la Sección 11 establece responsabilidades en cabeza del suscriptor si en el momento en que el informe de registro entre en vigencia, éste contiene una omisión o error de un hecho material.

Aunque no son los únicos, en términos generales puede decirse que los suscriptores dentro de una emisión son generalmente la banca de inversión.

Una de las obligaciones más importantes de los suscriptores consiste en llevar a cabo un procedimiento conocido como “debida diligencia” (due diligence). Este procedimiento consiste en la revisión minuciosa de toda la información relacionada con el emisor, los valores objeto de la emisión y la transacción en si, y conlleva la verificación de que la información que se revela en el prospecto es verdadera y recoge toda aquella información que resulta material para la transacción.

El siguiente párrafo es tomado de un fallo de una Corte el cual explica la obligación de un suscriptor de llevar a cabo el procedimiento de debida diligencia:

---

<sup>27</sup> Steinberg, Marc I.. “Understanding Securities Law”. Ob.Cit, Pg. 126

*Un suscriptor mediante su participación en una oferta representa que las declaraciones hechas en los materiales de registro son completas y ciertas. El público inversionista confía en el suscriptor para efectos de que este corrobore la veracidad de las declaraciones y la confiabilidad de la oferta. Cuando el suscriptor no habla, el inversionista asume razonablemente que no hay deficiencias en la revelación de información. Las declaraciones en el informe de registro son tanto del suscriptor como del emisor. (Chris-Craft Industries Inc. v. Piper Aircraft Corp, 1973)<sup>28</sup>*

### **3.2 Participantes en el Proceso de Distribución: el Emisor, el Suscriptor o Distribuidor (Underwriter), los Broker-Dealers, y los Inversionistas**

Dentro del proceso de distribución, existen varios actores dentro de los cuales los más importantes son los siguientes: i) el emisor, ii) el distribuidor, iii) los broker-dealers, iv) los inversionistas y v) los clientes individuales.

**3.2.1 El Emisor:** El término emisor se encuentra definido en forma extensa dentro de la Sección 2(a)(4) del Securities Act. Como parte de la extensa definición, se establece al emisor como “cada persona que emite o tiene el propósito de emitir cualquier valor, excepto los relacionados con certificados de depósito, certificados de fiducia o certificados de fiducia en garantía o con respecto a certificados de interés o acciones en una fiducia de inversión no incorporada sin una junta directiva (o personas que desarrollen funciones similares)(...)”. Los emisores pueden ser corporaciones, entidades gubernamentales, fondos mutuos, entre otros.

**3.2.2 El Suscriptor o Distribuidor (Underwriter):** Tal como se expuso anteriormente, de lo dispuesto en la Sección 2 (a)(11), se puede concluir que una persona es considerada un suscriptor en los siguientes eventos:

- Cualquier persona que ha comprado a un emisor con el propósito de distribuir
- Cualquier persona que ofrece o vende para un emisor en conexión con una distribución
- Cualquier persona que participa directa o indirectamente en la distribución o esfuerzo de suscripción.

Para efectos de esta definición, la Sección 2(a)(11) establece lo siguiente: “(...) El termino emisor incluye además de a un emisor, a cualquier persona directa o indirectamente controlante o controlada por un emisor o cualquier persona bajo control directo o indirecto con el emisor”.

La definición de la Sección 2(a)(11) consagra de igual manera que no se es un suscriptor cuando se es una persona cuyo interés está limitado a una comisión dada por un suscriptor o dealer, que no exceda la comisión usual y acostumbrada para los distribuidores o vendedores.

---

<sup>28</sup> Fabozzi, Frank y Modigliani, Franco “Capital Markets, Institutions and Instruments”, Ob.Cit., Pg. 126

Los suscriptores son por lo general banqueros de inversión que actúan asesorando o apoyando a las compañías u otro tipo de emisores públicos o privados, en la estructuración y desarrollo de emisiones de valores, y que finalmente suscriben estas emisiones, comprándolas para posteriormente revenderlas a los inversionistas.

Uno de los aspectos clave dentro de la definición de suscriptor es que éste actúe en nombre de un emisor o compre directamente al emisor. "La aproximación general al status de suscriptor puede ser resumida de la siguiente forma: cuando un monto sustancial de los valores se venden por cuenta de un emisor (o persona de control) o son comprados a un emisor (o persona de control) y subsecuentemente son revendidos dentro de un periodo corto de tiempo, el status de suscriptor se encuentra presente."<sup>29</sup>

Otro de los aspectos clave para saber si estamos en presencia de un suscriptor es si el pretendido suscriptor tenía la suficiente intención de invertir en el momento de la compra. El punto es saber si el valor se compró con la visión de ser distribuido.

Tal como lo menciona el profesor Lee Hazen en su libro "Principles of Securities Regulation", el periodo entre la compra y la distribución de los valores es un factor significativo para efectos de determinar si los valores fueron comprados originalmente con la intención de ser distribuidos. En términos generales podemos afirmar que si el comprador se demora un largo periodo de tiempo en revender los valores, se podría inferir que el mismo no los adquirió con la intención de revenderlos.

**3.2.3 Los Dealers:** La definición de "dealer" es la siguiente: "Un dealer es cualquier persona que entra de tiempo completo o parcial (directa o indirectamente) como un agente, broker o principal, en el negocio de ofrecer, comprar, vender, negociar o transar con valores emitidos por otra persona".<sup>30</sup>

En términos generales, de la anterior definición podemos concluir que los dealers son negociantes de títulos valores que pueden comprar y vender valores en nombre propio (dealers), o por cuenta de otro (brokers).

La definición legal de "suscriptor" excluye a los broker-dealers de esta definición. "Aunque se encuentran ciertamente involucrados en el proceso de distribución aquellos dealers que no reciben nada diferente a sus comisiones de venta ordinarias no se clasifican como suscriptores bajo la Sección 2(a)(11).

La exclusión de aquellas transacciones en que la única remuneración es la usual y consuetudinaria comisión a los vendedores o distribuidores, está orientada a proteger a los miembros del grupo de vendedores de ser incluidos bajo el concepto de suscriptor. La Regla 141 del Securities Act explica que la comisión de un dealer incluye el margen normal entre el precio de oferta y lo que le costó al dealer ya sea que el dealer hubiera comprado el valor antes de revenderlo o esté actuando meramente como un broker, ejecutando la orden de su cliente."<sup>31</sup>

---

<sup>29</sup>Hazen, Thomas Lee "Principles of Securities Regulation", Ob.Cit. , Pg. 113

<sup>30</sup>"Securities Regulation", David H. Barber, Legalins, Fifth Printing, 2000. The Barbri Group, Pg. 79

<sup>31</sup> Ibidem, Pg. 114

No obstante lo anterior, si un dealer actúa de forma tal que su actuación va más allá de los parámetros del concepto de un dealer normal, y su actuación puede encuadrarse dentro de la definición de suscriptor, este dealer será clasificado como un suscriptor y sus actuaciones se revisarán bajo los parámetros y responsabilidades de un suscriptor.

**3.2.4 Los Inversionistas:** los inversionistas son en términos generales, aquellos participantes en el mercado de valores que buscan comprar los valores para sí mismos o a nombre de otras personas. Se puede decir que los inversionistas son el “público” dentro del mercado de valores y son objeto de la protección de la regulación de valores, salvo que se traten de inversionistas calificados.

### **3.3. Tipos de Acuerdos de Suscripción: suscripción en firme, al mejor esfuerzo, todo o nada y stand-by**

Dependiendo del nivel de resultado de la colocación que un emisor busque para sus valores, los acuerdos de suscripción entre el emisor y el suscriptor pueden ser de tres tipos: i) suscripción en firme, ii) suscripción al mejor esfuerzo, iii) suscripción todo o nada, y iv) suscripción stand-by.

**3.3.1 Suscripción en Firme:** En este tipo de suscripción, el suscriptor se compromete con el emisor a adquirir determinado número de valores del emisor para posteriormente distribuirlos al público o a los brokers, obteniendo un margen de ganancia. Es común que el suscriptor reúna un grupo o pool de suscriptores (suscripción sindicada) donde el suscriptor inicial actúe como el manager de la suscripción y los miembros del sindicato acuerden adquirir un porcentaje de la emisión. El manager gana una comisión por su labor de manager. Este tipo de suscripción da seguridad al emisor, puesto que este colocará con el suscriptor la cantidad de valores que éste determine con el suscriptor, sin depender de cómo se comporte la distribución del valor en el mercado secundario.

**3.3.2. Suscripción al Mejor Esfuerzo:** En este tipo de suscripción, el suscriptor se compromete con el emisor a cambio de una comisión determinada, a hacer sus “mejores esfuerzos” para localizar compradores para los valores de un emisor. Aquí el suscriptor no compra los valores del emisor sino que se limita a hacer el mejor esfuerzo para ubicar dichos compradores y colocar los valores.

**3.3.3 Suscripción Todo o Nada:** En este tipo de suscripción, el suscriptor se compromete con el emisor a colocar la totalidad de los valores acordados con el emisor para ser distribuidos. De no colocarse la totalidad de los valores registrados, el dinero de los valores vendidos es devuelto a los compradores.

**3.3.4 Suscripción Stand-by:** Esta forma de suscripción que es la más antigua de todas, consiste en que el emisor vende sus valores directamente al público, y el suscriptor se compromete a comprar aquella porción de los valores que el emisor no logre colocar, a cambio de una determinada comisión.

### **3.4 Ofertas Publicas Iniciales (IPO's)**

El termino IPO (Inicial Public Offering) se refiere a la “primera” oferta pública que realiza una compañía cuando la misma decide entrar al mercado de valores por primera vez y vender sus valores al público. Lo anterior corresponde a una de las alternativas de financiación con las que cuentan las empresas cuando se encuentran en busca de obtener recursos.

El profesor Marc I. Steinberg describe en su libro “Understanding Securities Law” las ventajas y las desventajas de salir al mercado con una oferta pública inicial de la siguiente forma:

Ventajas:

1. Los fondos obtenidos de la oferta pueden ser utilizados para propósitos de formación de capital y para terminar con endeudamiento existente.
2. Los accionistas pueden vender una porción sustancial de sus acciones y volverse (si no lo son ya) millonarios.
3. Una oferta pública mejora la posición financiera de una compañía y puede permitir un mejor acceso a capital en términos más favorables.
4. Los fondos obtenidos en la oferta pueden utilizarse para permitir que la compañía se expanda al adquirir otros negocios.
5. Al ofrecer paquetes de acciones atados al mercado público, la compañía podrá estar en mejor posición para contratar y retener personal calificado.
6. Al tener un mercado público para sus acciones, la compañía tendrá un mayor reconocimiento, lo cual puede reflejarse en mayores ganancias.

Desventajas:

1. Los costos de un IPO, comparados con otros métodos de conseguir recursos, son altos.
2. Debido al interés de los accionistas en el corto plazo, la gerencia puede llegar a descartar estrategias de largo plazo para efectos de dar énfasis a los precios de las acciones de la compañía.
3. La gerencia, a través de la venta de acciones, puede perder el control de la empresa y quedar sujeta a una toma hostil (hostile takeover).
4. Al entrar al mercado público, la empresa se convierte en empresa que debe reportar bajo el Securities Exchange Act. Lo anterior puede ser percibido como desventajoso frente a los accionistas incluyendo lo siguiente:
  - a) La compañía tiene que empezar a entregar reportes periódicos y anuales, cumplir con los controles internos de contabilidad y reglas de conservación de reportes del “Foreign Corrupt Practices Act” (aunque todas las operaciones de la compañía sean domésticas), y estar sujeta a las reglamentaciones federales, al igual que varios otros requerimientos.

- b) Los gastos para cumplir con los requisitos del Exchange Act serán sustanciales.
- c) Los accionistas pierden privacidad puesto que sus salarios, y transacciones con el emisor deben ser divulgados bajo los requerimientos de las reglas de la SEC.
- d) En razón a la información que debe divulgarse, existe un alto riesgo de litigios entre accionistas.
- e) Los accionistas quedan sujetos a la Sección 16 del Exchange Act, lo que puede devenir en pérdida de liquidez y en potenciales responsabilidades.

Por todo lo anterior, la decisión de salir al mercado público puede no ser fácil. Más aun, el proceso de registro incluyendo la planeación, preparación, estructuración y tiempos de una oferta pública es un compromiso mayor para todas las partes involucradas<sup>32</sup>

En todo caso, la mayoría, incluyendo a profesores como Cox, Hillman y Langevoort, opinan que las IPO's son componentes muy importantes en la economía de los Estados Unidos, puesto que ayudan a que las empresas emergentes satisfagan sus necesidades de capital, expandiendo de esta forma su capacidad productiva y creando nuevos empleos, coadyuvando así la expansión de la economía.

No obstante lo anterior, los mismos autores antes mencionados destacan que las IPO's también tienen falencias que son innegables y que acarrearán problemas al mercado y a los inversionistas. Una de estas falencias es conocida como el "underpricing" (precio por debajo), que ocurre cuando el precio inmediato de transacción de una IPO es significativamente más alto que el precio inicial de la oferta. Un importante estudio encontró que el incremento promedio del precio durante el primer día de transacción siguiente una oferta IPO es del 16% (Ibbotson, et al., Initial Public Offerings, J. Applied Fin. 39 (1988)). En este caso, los perjudicados serían los emisores quienes recibirían por sus valores un monto bastante más inferior a aquel que los suscriptores recibirían por la distribución de la oferta.

### **3.5 Registro de las Ofertas. El Informe de Registro-Registration Statement: Objetivo, Procedimiento y Registro de Cajón**

Tal como lo menciona el profesor Alan R. Palmitier en su libro "Securities Regulation, Examples and Explanations" (Third Edition, Pgs. 108 & 109), según los requerimientos del Securities Act de 1933, para poderse hacer una oferta pública de valores el emisor debe inscribir un documento denominado "Informe de Registro" ante la SEC y debe poner a disposición de los inversionistas un "Prospecto" detallado de la emisión.

#### **3.5.1 Objetivo**

---

<sup>32</sup>Steinberg, Marc I. "Understanding Securities Law", Ob.Cit., pg. 112-113



Según lo indican los profesores Cox, Hillman y Langevoort en su libro “Securities Regulation, Cases and Materials”, el objetivo central del Securities Act es la preparación de un “Informe de Registro” (Registration Statement) para los valores ofrecidos al público.

En términos generales, el objetivo del Registro de las Ofertas ante la SEC consiste en proveer al mercado público y al ente regulador de toda la información relativa al emisor y sus valores para efectos de dar transparencia y seguridad al mercado público de valores, al igual que dotar de elementos e información a los inversionistas participantes en el mercado.

El tipo de información que se incluye en el informe de registro consiste en información respecto a quien es el emisor, cual es el negocio del emisor, información financiera del emisor, información de los títulos y su valor y toda aquella información material y relevante que dote al inversionista de elementos de juicio suficientes para tomar una decisión informada respecto a la compra o no de dichos valores.

El Prospecto también incluye la información relevante del Informe de registro y es un documento que también es de conocimiento de todo inversionista. Esta información debe ser veraz, so pena de acarrear responsabilidades por parte del emisor, sus directores, suscriptores y asesores.

### **3.5.2 Procedimiento y Contenido**

La Sección 5 del Securities Act separa el proceso de registro en tres etapas:

- i) Periodo de Pre-inscripción,
- ii) Periodo de Espera,
- iii) Periodo Post-efectivo.

Durante el periodo de pre-inscripción, la oferta y venta de valores está prohibida. Durante el periodo de espera, las ventas están prohibidas y las ofertas escritas están reguladas. Este periodo va desde que se inscribe el informe de registro ante la SEC hasta antes de que entre en vigencia. Y durante el periodo post-efectivo, las ofertas escritas siguen siendo reguladas y todos los compradores deben recibir un Prospecto cuyo contenido cumpla con las especificaciones legales de los estatutos y de la SEC.

Los valores solo podrán ser vendidos una vez que el Informe de Registro sea “efectivo” y se considera efectivo después de 20 días de inscrito ante la SEC, previas las revisiones al mismo hechas por la SEC. En todo caso, la SEC puede hacer investigaciones al informe de registro tanto antes como después de que el registro devenga efectivo, caso en el cual los valores deben dejar de ser ofrecidos durante el término de la investigación. Las excepciones contenidas en la Sección 5 para el no registro, aplican a: i) venta de valores por fuera de una distribución y, ii) colocaciones privadas.

El Informe de Registro está integrado por “formatos” (Forma S-1, Forma S-2, Forma S-3) y está compuesto de dos partes: i) Parte I que es el Prospecto, y ii) Parte II que contiene información suplementaria, tal como información técnica, firmas y anexos. En cuanto al Prospecto, que es el documento que está a disposición de los inversionistas, el mismo

contiene información sobre el emisor, sus accionistas, los valores, información comercial y financiera del negocio del emisor, factores de riesgo, información sobre la distribución y la destinación de los dineros procedentes de la colocación.

No obstante lo anterior, “el registrar un informe de registro ante la SEC no significa que el valor puede ser ofrecido al público. El informe de registro debe ser revisado y aprobado por la División de Finanzas Corporativas de la SEC antes de que el valor pueda ser ofrecido al público.

Por lo general, los miembros de esta División encuentran algún problema en el Informe de Registro. Entonces, los miembros de la SEC envían una “carta de comentarios” (letter of comments) o “carta de deficiencias” (deficiency letter) al emisor explicándole el problema que ha encontrado. El emisor debe remediar cualquier problema mediante el registro de una enmienda al informe de registro. Si los miembros de la SEC quedan satisfechos, emitirán una orden declarando que el informe de registro es “efectivo” y el suscriptor podrá solicitar ventas.

En todo caso, la aprobación de la SEC no significa que los valores tienen mérito de inversión o que su precio es el adecuado o que la información es cierta. Solo significa que la información apropiada aparece divulgada.

Periodo de Espera. El intervalo de tiempo entre el registro inicial del informe de registro y el momento en que el informe de registro se vuelve efectivo es conocido como el “Periodo de Espera” (waiting period). Durante el periodo de espera, la SEC permite al suscriptor distribuir un Prospecto preliminar. Como el Prospecto aun no es efectivo, la cubierta del Prospecto resalta esta circunstancia en tinta de color rojo, por lo que el prospecto preliminar es comúnmente conocido como el “red herring”. Durante el Periodo de Espera, el suscriptor no puede vender los valores ni puede aceptar ofertas por escrito de inversionistas para la compra del valor”<sup>33</sup>.

### **3.5.3 Registro de Cajón-Shelf Registration**

Esta modalidad de registro de valores ante la SEC consiste en que un emisor tiene la facultad de registrar un número determinado de valores e ir emitiendo dichos valores registrados poco a poco y en la medida que las condiciones de mercado y las necesidades de la empresa lo van indicando. No obstante lo anterior, cada vez que se va a realizar una emisión parcial de estos valores pre-registrados, el emisor debe informar sobre cualquier cambio material y relevante presentado con relación a la información contenida en el Informe de Registro original, incluyendo cambios en la información pertinente a dicha emisión, datos de la empresa, del emisor, información financiera de la compañía e información sobre los valores a ser emitidos.

La Regla 415 regula lo relativo al Registro de Cajón y entre sus aspectos más importantes, dispone que los valores puedan ser registrados para ser ofrecidos en forma continua o discontinua en el futuro, siempre y cuando la oferta total se haga dentro de los dos años siguientes al registro inicial y el emisor se trate de un emisor grande.

---

<sup>33</sup> Fabozzi, Frank y Modigliani, Franco “Capital Markets, Institutions and Instruments”, Op.Cit, Pg. 126 y 127

“En 1982 la SEC aprobó la Regla 415 que tal como se mencionó, permite a ciertos emisores registrar un documento de registro único indicando la intención de vender un cierto monto de una cierta clase de valores en uno o varios momentos dentro de los dos próximos años. La Regla 415 es conocida popularmente como la “Regla del Registro de Cajón” (Shelf Registration Rule) porque los valores se pueden ver como si estuvieran descansando dentro de un cajón y pudieran sacarse de éste y venderse al público sin obtener una aprobación adicional de la SEC.

En esencia, el registro de un único documento de registro permite al emisor entrar al mercado en forma rápida porque la venta de su valor ha sido pre-aprobada por la SEC. Con anterioridad a la expedición de la Regla 415, había un periodo largo requerido antes de que el valor pudiera ser vendido al público. Como resultado, dentro de un mercado que se mueve rápidamente los emisores no podían acceder en forma rápida a este mercado con una oferta para tomar ventaja de lo que pudiera ser percibido como una oportunidad de financiación atractiva. Por ejemplo, si una corporación sentía que las tasas de interés eran atractivas y quería emitir un bono, tenía que registrar un Informe de Registro y no podría emitir su bono hasta que el Informe de Registro se tornara efectivo. La corporación se enfrentaba a la posibilidad de que durante el periodo de espera, las tasas de interés se incrementaran, haciendo su bono más costoso”.<sup>34</sup>

### **3.6 Ofertas Públicas Internacionales: Ofertas de Emisores Extranjeros dentro de los EE.UU., Ofertas afuera de los EE.UU. y Regulación S**

La globalización de los mercados no solo comprende la internacionalización del comercio de bienes y/o servicios, sino que también se extiende a la internacionalización del mercado de valores y productos financieros, donde emisores buscan ofrecer sus valores por fuera de sus mercados locales, al igual que inversionistas buscan invertir en valores ofrecidos en mercados extranjeros. En ese orden de ideas, uno de los mercados financieros más atractivos para que emisores extranjeros ofrezcan sus valores es el mercado de los Estados Unidos, por su tradición, solidez y volumen transaccional.

#### **3.6.1 Ofertas de Extranjeros dentro de EE.UU.**

Cada vez es más creciente el hecho de que emisores extranjeros quieran ofrecer sus valores a inversionistas estadounidenses, para lo cual, estos emisores deben cumplir con una serie de requisitos y normas de las leyes de valores de los Estados Unidos que les son aplicables para efectos de proteger al inversionista estadounidense.

En términos generales y salvo algunas excepciones muy puntuales (tal como la Regulación A, que aplica para emisores norteamericanos y canadienses) uno de los requisitos fundamentales para que un extranjero pueda ofrecer valores en el mercado estadounidense es registrarse bajo el Securities Act o bajo el Exchange Act. Si debe registrarse bajo el Securities Act, deberá utilizar los formularios F-1, F-2 y F-3, y sus estados financieros deberán estar reconciliados con el GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) estadounidense, estos son, los principios generales de

---

<sup>34</sup> *Ibíd.* p. 127

contabilidad de los Estados Unidos. De otra parte, se requiere registro bajo el Exchange Act cuando los valores son transados en bolsas norteamericanas o en sistemas tales como NASD, para lo cual se utiliza la Forma 20-F. Los supuestos que hacen necesario el registro bajo el Exchange Act son los siguientes: i) cuando el emisor tiene activos que excedan la suma de US \$10,000,000 y, ii) el emisor tenga una clase de acción con por lo menos 500 accionistas.

Existe una excepción para el anterior registro cuando el emisor extranjero o su gobierno de origen proveen a la SEC en forma anual de la información que es exigida a dichos emisores por sus países de origen.

### **3.6.2 Ofertas afuera de los EE.UU.-Regulación S**

Esta regulación contenida en el Securities Act exime de registro a aquellas ofertas que sucedan por fuera del territorio de los Estados Unidos. La explicación a esta exención del requisito de registro es que la ley de valores de los Estados Unidos busca proteger al mercado de capitales estadounidense y a todos los inversionistas de dicho mercado, ya sean inversionistas estadounidenses o extranjeros, y en términos generales, una oferta hecha por fuera del mercado de valores de los Estados Unidos no afecta al mercado estadounidense y sus inversionistas.

A este respecto, la SEC se ha pronunciado afirmando lo siguiente: “La aproximación territorial reconoce la primacía de las leyes del lugar donde el mercado está localizado. En la medida en que los inversionistas escogen sus mercados, estos escogen las leyes y regulaciones aplicables en dichos mercados”. Los requisitos básicos para que la Regulación S aplique son básicamente dos: i) que no haya acciones tendientes a la venta o reventa, hechas dentro de los Estados Unidos, y, ii) las ofertas no se hagan a inversionistas que se encuentren dentro de los Estados Unidos. De igual forma, la regulación contempla ciertas restricciones en la reventa de estos valores para efectos de que valores ofrecidos por emisores por fuera del mercado estadounidense bajo la excepción de la Regulación S, no puedan ser re-distribuidos dentro del mercado americano o vendidos a inversionistas estadounidenses en forma inmediata, violándose así el espíritu de esta regulación.

En el Capítulo 9 profundizaremos sobre la Regulación S.

#### 4. TRANSACCIONES EXENTAS DE REGISTRO

Aunque la regla general es que toda oferta de valores debe ser registrada bajo el Securities Act, existen algunas excepciones a esta regla. Sin embargo, dentro de las excepciones debe distinguirse entre exenciones de registro a transacciones y exenciones de registro a determinados valores.

##### 4.1 Diferencia entre Valores Exentos y Transacciones Exentas

En relación a las excepciones al registro, existen dos grandes categorías: i) Excepciones sobre Valores, y, ii) Excepciones sobre Transacciones.

i) Excepciones sobre los Valores: Existen varias clases de valores que se encuentran exentos de registro, los cuales se encuentran listados en la Sección 3 del Securities Act y dentro de los cuales sobresalen los siguientes: i) valores emitidos o garantizados por los Estados Unidos o cualquier territorio de los Estados Unidos o el Distrito de Columbia o por cualquier estado de los Estados Unidos, entre otros. Esta categoría puede resumirse como aquellos valores emitidos o garantizados por organizaciones gubernamentales, ii) cualquier papel comercial derivado de una transacción actual con un término de maduración menor a nueve meses, iii) valores emitidos por organizaciones o personas con propósitos exclusivamente religiosos, educativos, fraternales o de caridad, sin ánimo de lucro, iv) valores emitidos por asociaciones de depósitos y préstamos, bancos cooperativos o instituciones similares supervisadas por autoridades estatales o federales, o por asociaciones cooperativas agrícolas exentas de impuestos, v) valores que sean parte de emisiones ofrecidas y vendidas solo a personas residentes dentro de un solo estado o territorio, donde el emisor del valor es residente o hace negocios, o es una corporación constituida y haciendo negocios dentro de dicho estado o territorio.

ii) Excepciones sobre Transacciones: Tal como lo afirma el autor Alan R. Palmiter en su libro "Securities Regulation" (Pg. 147, Tercera Edición), "El Securities Act exime de registro aquellas ofertas y ventas (esto es, transacciones) para las cuales un registro completo puede resultar innecesariamente caro dado la sofisticación del inversionista, la regulación de valores a nivel estatal o una necesidad pequeña de capital por parte del emisor". De igual manera, sobre este tema el mismo autor dice lo siguiente: "Las excepciones a transacciones aplican a ofertas primarias de emisores, ofertas intraestatales, colocaciones privadas y algunas ofertas pequeñas del emisor. Estas exenciones no cobijan la comercialización subsiguiente hecha por inversionistas u ofertas secundarias hechas por personas controlantes del emisor". La Sección 4 del Securities Act de 1933 da un listado de transacciones exentas, del cual sobresalen las siguientes: i) transacciones hechas por personas diferentes a emisores, suscriptores (underwriters) o dealers<sup>35</sup>, ii) transacciones hechas por emisores, que no sean ofertas públicas, iii) transacciones hechas por dealers, con excepción de transacciones que sucedan antes de 40 días después de la oferta, transacciones de un valor cuyo informe de registro ha sido

---

<sup>35</sup> Esta denominada exención de Transacción de Mercado (Market Trading), "demarca la línea entre la distribución de valores y las transacciones de valores" (ver "Securities Regulation, Examples and Explanations", Alan R. Palmiter, Third Edition, 2005. Aspen Publishers, Pg. 149).

registrado ante la SEC y sucedidas antes de 40 días después del registro o antes de 40 días después de la oferta, iv) transacciones hechas por brokers y ejecutadas por ordenes de clientes en cualquier bolsa o mercado OTC.

Aunque dentro de la legislación de valores existen más excepciones de registro a las transacciones, a continuación profundizaremos sobre las siguientes: i) ofertas intraestatales, ii) colocaciones privadas, iii) Regulación D y iv) Regulación A.

#### 4.2 Ofertas Intraestatales

Tal como lo comentábamos anteriormente, ésta exención está regulada por la Sección 3 (a)(11) del Securities Act de 1933, y exime de registro a cualquier valor que sea parte de una emisión ofrecida y vendida solo a personas residentes dentro de un estado o territorio donde el emisor del valor es residente y hace negocios o de tratarse de una corporación, ésta está constituida e incorporada en, o hace negocios dentro de dicho estado o territorio.

De lo anterior, podemos concluir que la exención mencionada está dirigida a las ofertas locales, esto es, aquellas hechas dentro de los estados y dirigidas a inversionistas residentes de dichos estados.

Sin embargo y a pesar de la aparente claridad de la norma, la anterior exención no resulta tan clara en su aplicación, tal como se puede ver en el siguiente ejemplo: "(...) Se ha sostenido que si una oferta fue hecha solo a residentes de Minnesota y el emisor, una corporación de Minnesota, tiene su única oficina en Minnesota, el hecho de que los recursos obtenidos de la emisión fueran a ser usados por fuera del estado, fue suficiente para hacer la excepción intraestatal inaplicable. *SEC v. McDonald Investment Co.* 343 F.Supp. 343 (D.Minn. 1972). Cf. SA Regla 147 impuso un mínimo de ochenta por ciento de los recursos obtenidos a ser usados dentro del estado"<sup>36</sup>. En conexión con los anteriores requisitos para la aplicación de la excepción, la Regla 147 (e) de la SEC establece lo siguiente: "(...) e) Limitaciones a la Reventa: Durante el periodo en que los valores que son parte de una emisión están siendo ofrecidos y vendidos por el emisor, y por un periodo de nueve meses contados a partir de la fecha de la última venta hecha por el emisor de dichos valores, todas las reventas de cualquier porción de la emisión, por una persona, deberán ser hechas solo a personas residentes dentro de dicho estado o territorio". De lo anterior, se concluye que las reventas de los valores emitidos bajo esta exención, se encuentran limitadas a inversionistas dentro del estado, al menos por un periodo de nueve meses contados desde la última venta. En todo caso, vale la pena aclarar que la exención intraestatal de la que hemos venido hablando es una exención al registro requerido por el Securities Act de 1933, pero dichas emisiones en todo caso quedarán sujetas a los requisitos de registro exigidos por cada estado.

#### 4.3 Colocaciones Privadas

La excepción de colocación privada se encuentra regulada en la Sección 4(2) del Securities Act donde se exceptúa del registro a las "transacciones de un emisor que no involucren una oferta pública". La extensión de la aplicación de esta excepción ha sido

---

<sup>36</sup> Hazen, Thomas Lee. "Principles of Securities Regulation", Ob. Cit.p. 95

interpretada por la Corte Suprema de Justicia según lo anota el profesor Marc I. Steinberg en su libro "Understanding Securities Law". En el hace referencia a la decisión de la Corte en el caso "Securities Exchange Commission v. Ralston Purina Co"<sup>37</sup> caso en el cual la Corte estableció que para determinar la aplicación de esta excepción se debería examinar si la clase de personas afectadas necesitan de la protección del Securities Act y que se requería que "(...) todas las personas a las cuales se presenta la oferta deben haber sido proveídas de, o tener acceso al tipo de información que se encuentra contenida en un informe de registro".<sup>38</sup>

La filosofía detrás de esta excepción, consiste en que no resulta necesario el registro "cuando los inversionistas tienen la adecuada sofisticación e información para protegerse a si mismos"<sup>39</sup>. La pregunta ahora se enfoca en quienes son aquellos inversionistas que por su sofisticación<sup>40</sup> y acceso a la información pueden protegerse a si mismos. Según lo define el profesor Thomas Lee Hazen, "la habilidad para protegerse a si mismo depende del acceso a la información. Se ha sostenido entonces que la excepción no resultaría aplicable no obstante que los inversionistas a quienes se presentara la oferta fueran suficientemente sofisticados si estos no tuvieran acceso al tipo de información que de otra forma hubiera tenido que ser divulgada en el informe de registro. Al contrario, la SEC ha dejado en claro que un brochure que contenga información deseable no es suficiente por si mismo puesto que la naturaleza y/o sofisticación de los inversionistas a quienes se presenta la oferta es un factor igualmente importante"<sup>41</sup>.

Según este mismo autor y con base en lo expresado por la jurisprudencia de las cortes, existen cuatro factores determinantes para saber si esta excepción es aplicable, los cuales deben ser concurrentes:

a. Número de inversionistas a quien se presenta la oferta: aunque el número de inversionistas no es un factor decisivo en todos los casos, si la oferta es presentada a un número significativo de inversionistas, es posible que esta oferta no sea considerada como una colocación privada. En el caso Ralston Purina, el número de inversionistas a quien se realizó la oferta era de quinientos empleados de una empresa y la Corte consideró que este número de empleados era representativo y correspondía a una

---

<sup>37</sup> 346 U.S. 119 (1953)

<sup>38</sup> Ibidem en 124

<sup>39</sup> Palmiter, Alan R. "Securities Regulation, Examples and Explanations", Ob.Cit, p. 153

<sup>40</sup> Aunque no existe una definición concreta para el termino "inversionista sofisticado", se ha acudido a la aproximación dada en el caso Lively v. Hirschfeld, 440 F.2d 631, 633 (10th Cir. 1971), donde se estableció que todos los inversionistas a quienes se ofrezca valores dentro de una colocación privada deben tener "experiencia excepcional en los negocios". No obstante lo anterior, y tal como lo mencionan los profesores Cox Hillman y Langevoort en su libro "Securities Regulation, Cases and Materials" (Third Edition, 2001. Aspen Law & Business, Pg. 396), según los comentarios contenidos en un documento ABA en relación a la excepción de la Sección 4(2), existen diferentes grados de sofisticación que van desde un grado de no-sofisticación donde hay total incompetencia para los asuntos financieros, a la persona que conoce el mundo de los negocios pero tiene experiencia limitada en asuntos de finanzas corporativas y colocaciones privadas, siendo lo determinante, el hecho de si el inversionista puede entender y evaluar la naturaleza del riesgo basado en la información que se le ha proveído.

<sup>41</sup> Hazen, Thomas Lee. "Principles of Securities Regulation", Ob.Cit, Pg. 103

porción considerable de público inversionista, denegando así la aplicabilidad de esta excepción.

- b. La necesidad de información del inversionista (sofisticación del inversionista),
- c. El acceso a la información por parte del inversionista: este debe recibir o tener la misma información que se incluye en un informe de registro, y
- d. El tamaño de la oferta, en términos de la cantidad de valores ofrecidos y del precio de la oferta.

Otro factor indicativo en relación a si se está en presencia o no de una colocación privada, es el hecho de que una colocación privada no puede ser promocionada en forma pública, tal como ha sido manifestado por la SEC. Para evitar el uso de promociones públicas, las colocaciones privadas son promovidas mediante contactos directos del emisor o sus suscriptores con los potenciales inversionistas.

De otra parte y para mantener la protección al público inversionista, existen restricciones para que estas colocaciones privadas sean posteriormente re-ventas al público en general, puesto que si fueran re-ventas al público, se estaría vulnerando la finalidad de esta excepción. Por lo anterior, estos valores sujetos a colocaciones privadas reciben el calificativo de “valores restringidos” (restricted securities).

#### 4.4 Regulación D

Esta regla aplica a emisores pequeños con necesidades de capital no tan considerables, que debido a su condición, encuentran en los requisitos de registro una limitación para financiarse a través del mercado de valores.

Esta regulación esta compuesta de tres excepciones: i) Regla 504, ii) Regla 505 y iii) Regla 506. Las condiciones de estas reglas son las siguientes:

**“Regla 504:** Precio máximo de la oferta de US\$1MM; no disponible para compañías que reporten o compañías de inversión; no hay limitaciones en el número de compradores; no obligación de divulgación afirmativa de información; la reventa de los valores está restringida excepto bajo circunstancias limitadas.

**Regla 505:** Precio máximo de la oferta de US\$5MM; no más de 35 compradores; ciertas clases de individuos, incluyendo inversionistas acreditados, no cuentan para el cálculo del número de compradores; obligación de divulgación afirmativa de información aplicable cuando hay inversionistas no acreditados; la reventa de los valores está restringida.

**Regla 506:** No hay limite en el precio máximo de la oferta; no más de 35 compradores; ciertas clases de individuos, incluyendo inversionistas acreditados, no cuentan para el cálculo del número de compradores; obligación de divulgación afirmativa de información aplicable cuando hay inversionistas no acreditados; los inversionistas no acreditados o sus representantes deben cumplir estándares de sofisticación; la reventa de los valores esta restringida<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> Cox, James D., Hillman, Robert W., Langevoort, Donald C. “Securities Regulation, Cases and Materials”, Ob.Cit, Pg. 401



Para comprender la extensión de las reglas anteriores, resulta necesario entender el significado de “inversionista acreditado”, categoría que está descrita en la Regla 501(a) y que el autor Alan R. Palmiter describe de la siguiente forma:

- “Inversionistas Institucionales: Bancos, instituciones de ahorro, firmas de brokers, compañías de seguros, fondos mutuos y ciertos planes de beneficio a empleados-ERISA.
- Grandes Organizaciones: Organizaciones exentas de impuestos y corporaciones con ánimo de lucro con más de US\$ 5MM en activos.
- Personas Enteradas: Directores, ejecutivos y socios del emisor.
- Millonarios: individuos con ganancias netas (en conjunto con sus esposas) mayores a US\$ 1MM.
- Peces Gordos: Individuos que han tenido durante dos años, y esperan seguir teniendo, un ingreso anual de US\$ 200,000 (o US\$ 300,000 junto con sus esposas).
- Firmas de Capital de Riesgo: Firmas que invierten en compañías nuevas a quienes brindan “apoyo gerencial significativo”.
- Fiducias Sofisticadas: Fiducias con más de US\$5MM en activos y dirigidas por gerentes sofisticados.
- Entidades cuyos propietarios son acreditados: Entidades cuyos dueños son inversionistas acreditados.

La Regulación D asume que inversionistas en estas categorías o tienen la sofisticación para protegerse a si mismos, o tienen los recursos financieros para solicitar la ayuda de un asesor de inversiones sofisticadas. Un inversionista es “acreditado” ya sea por clasificarse en una de estas categorías o cuando el emisor cree razonablemente que el inversionista es acreditado”<sup>43</sup>

#### 4.5 Regulación A

Esta regulación que solo esta disponible para algunas compañías norteamericanas o canadienses, hace excepciones al requisito de registro para emisiones no mayores a US\$ 5MM realizadas durante un periodo de doce meses continuos. Para este tipo de emisiones, la Regulación A establece un régimen de registro simplificado, en el que el emisor utiliza una “Circular para Ofertas” (“Offering Circular”). No obstante lo anterior, dicha circular contiene requisitos muy similares, aunque simplificados, a aquellos exigidos para el registro normal de valores.

Para los profesores Larry D. Soderquist y Theresa A. Gabaldon, una de las más importantes diferencias entre las ofertas registradas y las ofertas bajo Regulación A consiste en que “en las ofertas bajo Regulación A, un emisor puede formalmente “tantear

---

<sup>43</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples and Explanations”, Ob.Cit, Pg. 159

el mercado” (“test the waters”) mediante comunicaciones orales y escritas a compradores potenciales que están designados para medir el interés en la oferta”<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup>Soderquist, Larry D. and Gabaldon, Theresa A. “Securities Law”, Ob.Cit, Pg. 82

## 5. DISTRIBUCIONES SECUNDARIAS

### 5.1 Definición de Distribuciones, Transacciones y Distribuciones Secundarias

En la ley de valores de los Estados Unidos existen dos conceptos cuya distinción tiene consecuencias de orden regulatorio. Los dos conceptos son: i) distribución y ii) transacción. Las distribuciones son reguladas por el Securities Act de 1933 y están sujetas a registro salvo las excepciones expresamente consagradas; las transacciones por el contrario, no están sujetas a registro.

Distribuciones: No existe una definición de “distribución” consagrada en el Securities Act de 1933, pero tal como lo menciona el profesor Alan Palmiter en su libro “Securities Regulation, Examples & Explanations”, según lo entienden las Cortes y la SEC en su Regla 144, la definición de distribución corresponde a cualquier oferta o venta al público inversionista, esto es, una oferta pública realizada por un emisor.

Transacciones: La excepción referente a transacciones, se encuentra consagrada en la Sección 4(1) del Securities Act de 1933 cuando exime de registro a las transacciones hechas por cualquier persona diferente a un emisor, suscriptor (underwriter) o dealer. De lo anterior, se concluye que las transacciones hechas por emisores, suscriptores o dealers si están sujetas a registro.

Distribuciones Secundarias: Tal como lo define Alan R. Palmiter en su libro “Securities Regulation”, existen transacciones que comportan riesgos de información similares a los de las ofertas públicas y que por lo anterior, deben ser sujetas a registro.

“El común denominador en cada caso, son ventas y ofertas al público inversionista por personas con ventajas en materia de información similares a aquellas del emisor, esto es, transacciones que presentan muchos (si no todos) de los riesgos de una oferta primaria tradicional hecha por un emisor. Por esta razón, la reventa de “valores restringidos” o la venta hecha por “personas controlantes” (“valores controlados”) son conocidas como “distribuciones secundarias”.<sup>45</sup>

De lo anterior, podemos concluir que una distribución secundaria es la reventa de valores restringidos o la venta de valores hecha por personas controlantes.

De la definición de distribuciones secundarias surgen dos conceptos principales: i) valores restringidos, y, ii) valores controlados.

Tal como los habíamos definido anteriormente, los *valores restringidos* son aquellos emitidos en colocaciones privadas que tienen restricciones para ser revendidos al público. El profesor Alan Palmiter los define como “valores originalmente adquiridos en una oferta privada, ya sea del emisor o de una persona controlante, que no pueden ser revendidos en el mercado público sin generar que el comprador-revendedor sea considerado como un canal del emisor o de la persona controlante. Los valores restringidos pueden ser adquiridos de varias formas: en una colocación privada de la Sección 4 (2), en una oferta

---

<sup>45</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples and Explanations”, Ob.Cit, Pg. 231

bajo la Regulación D sujeta a limitaciones en la reventa y en transacciones que satisfagan las condiciones de la Regla 144<sup>a</sup>.<sup>46</sup>

Los *valores controlados* “son aquellos adquiridos por una persona controlante que es afiliada del emisor”<sup>47</sup>. Según definiciones de la SEC, “afiliada” significa cualquier persona que directa o indirectamente controla al emisor y “control de un emisor” significa la posesión directa o indirecta del poder para dirigir la gerencia y políticas de un emisor, ya sea a través de la propiedad sus acciones o valores con derecho a voto o de otra manera.

Estas ventas de valores controlados hechas por personas controlantes son sujetas a registro puesto que se presume que las personas controlantes poseen la misma información que el emisor a quien controlan, motivo por el cual, deben ser reguladas de la misma manera en aras de proteger al público inversionista.

Pero la pregunta es: se pueden vender valores restringidos y valores controlados sin necesidad de registro? La respuesta es si, tanto para el caso de los valores restringidos como para el caso de los valores controlados.

Se pueden vender valores restringidos y valores controlados sin necesidad de registro, cuando se presenten las siguientes condiciones:

i) *Para valores restringidos:*

➤ *Esperar hasta que los valores hayan “descansado”-concepto vago e incierto;*

➤ *Cumplir con la Regla 144, el “puerto seguro” (safe harbor) otorgado por la SEC para distribuciones secundarias*

➤ *Evitar una distribución y vender en una transacción privada*

ii) *Para valores controlados: Las personas controlantes que quieran vender sin necesidad de registro también tienen las siguientes tres opciones:*

➤ *Afirmar que ventas aisladas y esporádicas en los mercados públicos no son una “distribución”-lo que constituye una proposición riesgosa,*

➤ *Cumplir con la Regla 144 de la SEC, y*

➤ *Evitar utilizar un “suscriptor” vendiendo en una transacción privada o vendiendo directamente por si mismos sin utilizar ayuda o asistencia<sup>48</sup>.*

## 5.2 Regla 144

Según lo acabamos de ver, la Regla 144 expedida por la SEC, provee una de las formas en que los valores restringidos y controlados pueden ser vendidos al público sin necesidad de registro.

---

<sup>46</sup> Ibidem, Pg. 232

<sup>47</sup> Ibidem, Pg. 232

<sup>48</sup> Ibídem, Pg. 238

La Regla 144 define que personas no están comprometidas en una distribución y por ende no son suscriptores; lo anterior para efectos de no tener que llevar a cabo el registro en el caso de reventa de las clases de valores mencionadas.

Para que la anterior definición pueda verificarse, la regla da ciertas condiciones que deben ser cumplidas. ¿Cuáles son esas “condiciones” a ser cumplidas? Según lo establecido en la Regla 144 Sección b), las condiciones más sobresalientes son entre otras:

- i) Información pública y actual
- ii) Periodo de tenencia (holding period) para los valores restringidos
- iii) Límite en el monto de los valores vendidos
- iv) Forma de venta
- v) Transacciones de brokers
- vi) Notificación de Venta
- vii) Buena fe en la intención de venta.

De las condiciones anteriormente listadas, daremos una descripción de las siguientes por considerarlas las condiciones más sobresalientes:

i) Información Pública y Actual: La Regla 144 puede ser utilizada si hay información actual, adecuada y disponible al público en relación al emisor de los valores.

ii) Periodo de Tenencia (holding period) para los valores restringidos: si los valores a ser vendidos son valores restringidos, la regla general es la siguiente: Debe transcurrir un mínimo de un año entre la fecha de la adquisición de los valores al emisor o a un afiliado del emisor, y cualquier reventa de dichos valores. Este periodo de tenencia de un año fue establecido “para ayudar a determinar si la persona compradora del valor al emisor tenía la intención de hacerlo por inversión o si compró los valores con la intención de distribuirlos”<sup>49</sup>.

iii) Límite en el monto de los valores vendidos: La Regla 144 permite ventas hechas por afiliados siempre que “el monto vendido, combinado con todas las ventas de otros valores de la misma clase vendidos por el afiliado dentro de los tres meses anteriores, no exceda el límite especificado. La regla pone un límite de i) uno por ciento de las acciones de esa categoría según el reporte más reciente del emisor, o, ii) el promedio del volumen semanal reportado de transacciones sobre dichos valores en bolsas nacionales y/o reportados a través de sistemas consolidados de reporte de transacciones, o cualquier sistema automático de una asociación de valores registrados tales como NASDAQ.”<sup>50</sup>

---

<sup>49</sup> Hazen, Thomas Lee. “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit., Pg. 120

<sup>50</sup> Ibid., Pgs. 120 & 121

Si se cumplen las condiciones establecidas en la Regla 144, esta Regla opera como una de las formas en que cualquier persona, incluyendo un afiliado del emisor, puede vender valores restringidos sin necesidad de registro bajo el Securities Act de 1933, en razón a no ser considerado envuelto en una distribución y en razón a no ser considerado un “suscriptor”.

### 5.3 Regla 144A

La Regla 144A es otro de los denominados “puertos seguros” dispuestos por la SEC para eximir del requisito de registro a aquellas reventas de valores restringidos hechas a “compradores institucionales calificados” (denominados QIBs-“Qualified Institutional Buyers”), hechas por personas diferentes al emisor.

La filosofía detrás de esta regla es que no es necesaria la “protección” otorgada por los requisitos de registro, cuando se trata de reventas de valores restringidos hechas a inversionistas que son calificados y por ende, no necesitan de la protección del estado para hacer sus inversiones. Pero, a quienes se considera como QIBs?

Compradores Institucionales Calificados-QIBs: La Regla 144A define a los QIBs en su literal a) 1) como entidades que actuando a nombre propio o a nombre de otro QIB, posean al menos US\$ 100 millones invertidos en valores de emisores que no sean de afiliados del comprador. Algunos ejemplos de estos QIBs son las compañías de seguros, compañías de inversión, Planes de Beneficios a Empleados, entre otros.

Si se trata de Bancos, además del anterior requisito, estas instituciones deben tener un valor neto de al menos US\$ 25 Millones. Para el caso de Brokers y Dealers, el requisito es diferente. Estos deben tener invertido al menos US\$ 10 Millones en valores de emisores que no sean afiliados a dicho broker-dealer.

Cabe anotar que tal como lo menciona el autor Marc I. Steinberg en su libro “Understanding Securities Law” (Third Edition, LexisNexis), la Regla 144<sup>a</sup> no es aplicable a valores que al momento de su emisión, son de la misma clase (esto es, son fungibles) de valores que se están transando en una bolsa de valores en Estados Unidos o en NASDAQ.

De otra parte, y por solicitud al emisor, “dicho emisor debe proveer al tenedor y al futuro comprador de cierta información básica relativa a los negocios del emisor y sus estados financieros”<sup>51</sup>

### 5.4 Reventas bajo las Leyes “Blue Sky”

Tal como lo hemos mencionado anteriormente, los estados tienen sus leyes que requieren el registro de las ventas de valores, al igual que el registro de sus reventas. Sin embargo, después de la expedición del NSMIA, muchos de los valores y transacciones exentas de registro a nivel federal, también se encuentran exentas a nivel estatal.

---

<sup>51</sup> Steinberg, Marc I. “Understanding Securities Law”, Ob.Cit, Pg. 147

Tal como lo menciona el profesor Thomas Lee Hazen al mencionar este tema, “Adicionalmente, inclusive para dichos valores y transacciones no exentas de la regulación estatal, las ventas a compradores calificados definidas por la SEC, están exentas de los requisitos de registro existentes a nivel estatal que van más allá de los registros federales. La mayoría de los valores ofrecidos al público que están registrados a nivel federal no pueden ser regulados por los estados, mas allá de los registros para propósitos de información”.<sup>52</sup>

Sin embargo, hay algunas regulaciones de tipo estatal que no han sido reemplazadas por las regulaciones de tipo federal. La lógica detrás de lo anterior es que “las transacciones exentas a nivel federal pueden requerir de los requisitos de registro a nivel estatal solo cuando los valores son ofrecidos a compradores no sofisticados. Aunque el propósito de la legislación era el de reemplazar o no aplicar varias leyes estatales referentes a transacciones exentas, se ha observado que la mayoría de las transacciones exentas a nivel federal pueden todavía necesitar de registro o de una exención independiente bajo las leyes estatales”.<sup>53</sup>

En cuanto a la regulación de reventas a nivel estatal, la misma también ha sido restringida por el NSMIA. Sin embargo, hay algunas reventas de valores adquiridos en ciertas ofertas exentas de registro federal, las cuales todavía están sujetas a registro bajo las leyes estatales.

Según lo menciona Alan Palmiter en su libro “Securities Regulation, Examples & Explanations”, estas reventas son las siguientes:

- “1) Ofertas de organizaciones religiosas o de caridad,
- 2) Ofertas de valores municipales en el estado del emisor,
- 3) Ofertas intra-estatales exentas bajo la Sección 3 a) 11), y,
- 5) Ofertas pequeñas exentas bajo la Sección 3 b) de la Regla 504 o 505, Regla 701, Regulación A.

Lo anterior significa que las reventas de valores adquiridos bajo una de estas exenciones deben satisfacer no solo las condiciones de reventa federales sino que también deben buscar su excepción a nivel estatal.<sup>54</sup>

En todo caso y según lo menciona el mismo autor, los requisitos a nivel federal son más exigentes que los requisitos estatales en cuanto a “excepciones”, motivo por el cual, si se satisfacen los requisitos federales para lograr estar bajo una de las excepciones a registro, es muy probable que lo anterior sea suficiente para satisfacer los requisitos de los estados.

---

<sup>52</sup>Hazen, Thomas Lee. “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit, Pg. 172

<sup>53</sup> Ibidem, Pg. 172

<sup>54</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples & Explanations”, Ob.Cit.,Pg. 246

## **6. RESPONSABILIDAD BAJO LA LEY DE VALORES (SECURITIES ACT) DE EE.UU., MANIPULACION DEL MERCADO Y FRAUDE EN CONEXIÓN CON LA COMPRA O VENTA DE VALORES**

La mayoría de disposiciones relativas a la responsabilidad tanto civil como penal contenidas en la legislación de valores se enfocan en el suministro de información y en los requisitos de registro para los valores, pero de igual manera, existe un grupo de disposiciones que buscan prevenir un mercado artificial y prácticas que conlleven a establecer precios manipulados y artificiales para los valores.<sup>55</sup>

### **6.1 Responsabilidad Civil y Penal en Conexión con el Suministro de Información y Requisitos de Registro**

El Securities Act de 1933 establece responsabilidades por la violación de las disposiciones contenidas en esta regulación en términos de información (calidad de la información suministrada al mercado, veracidad de la información u omisión en el suministro de la misma), y en términos de los requisitos de registro de valores contenidos en la Sección 5 del Securities Act. En términos generales, estas responsabilidades son de dos tipos: i) civiles y ii) penales.

Según lo mencionan los profesores Larry D. Soderquist y Theresa A. Gabaldon en su libro "Securities Law", el Securities Act no otorga a la SEC poder para iniciar acciones de tipo penal, pero la Sección 20 b) permite a la SEC solicitar una orden de ejecutar o de abstenerse de ejecutar un acto ("injunctive relief") cuando el Securities Act o cualquier regla bajo dicha legislación ha sido o está a punto de ser violada.

"Esta autoridad es una herramienta poderosa (...). Mas allá, la Sección 21(d) (5) del Exchange Act contiene la posibilidad de solicitar un "equitable relief" (orden de ejecutar o abstenerse de ejecutar un acto, en caso de que una indemnización monetaria no sea suficiente para remediar el daño<sup>56</sup>) en el contexto de todas las leyes federales de valores".<sup>57</sup>

La mencionada Sección 21(d)(5) establece lo siguiente: "En cualquier acción o procedimiento instaurado por la Comisión bajo cualquier estipulación de la ley de valores, la Comisión podrá solicitar y cualquier corte federal podrá otorgar, cualquier "equitable relief" que pueda resultar apropiado o necesario para el beneficio de los inversionistas".

Continuando con lo expresado por los profesores Larry D. Soderquist y Theresa Gabaldon en relación a este tema, el Securities Act otorga bajo su Sección 20 (d) a la SEC, la facultad para instaurar acciones ante las Cortes, solicitando resarcimientos de tipo civil (esto es, indemnizaciones de tipo monetario), al igual que también le otorga la posibilidad de emitir las denominadas "cease-and-desist orders" (ordenes de suspender y desistir).

---

<sup>55</sup> Hazen, Thomas Lee "Principles of Securities Regulation", Ob.Cit, Pg. 241

<sup>56</sup> Definición del autor

<sup>57</sup> Soderquist, Larry D. and Gabaldon, Theresa A. "Securities Law", Ob.Cit, Pg. 100



Estas órdenes pueden ser emitidas por la SEC cuando ésta entra en conocimiento de que alguien ha violado, se encuentra violando o esta a punto de violar el Securities Act. Las ordenes para cesar y desistir (cease-and-desist orders) consisten en “una orden de una Corte o de una Agencia prohibiendo a una persona el continuar con el curso de una conducta particular”.<sup>58</sup>

Cuando la SEC solicita la imposición de penas de tipo civil bajo la mencionada Sección 20 (d), las Cortes adicionalmente pueden bajo la Sección 20 (e) tomar las siguientes acciones:

“Prohibir a una persona que ha violado la Sección 17 (a)(1) de actuar como oficial o director de una compañía que tiene valores registrados bajo la Sección 12 del Exchange Act o que es requerida por la Sección 15 (d) de esta misma regulación para registrar reportes (básicamente estas estipulaciones del Exchange Act establecen la definición de “compañías publicas” y la Sección 17 (a)(1) prohíbe el empleo de cualquier dispositivo, esquema o artificio para defraudar en conexión con la oferta o venta de valores)”.<sup>59</sup>

En términos generales, el Securities Act conlleva responsabilidad de tipo civil por violaciones a las disposiciones de dicha regulación en materia de información y requisitos de registro en los siguientes eventos:

- Cuando el “informe de registro” contiene declaraciones falsas de hechos materiales (material facts) u omite declarar un hecho material cuya declaración es requerida o necesaria para que las declaraciones ahí contenidas no resulten engañosas (Ver Sección 11 del Securities Act). En este caso, la responsabilidad puede recaer sobre: i) el emisor, ii) el gerente del emisor, iii) personal financiero y de contabilidad del emisor, iv) cada director, v) cada suscriptor, y vi) cada contador u otro experto; que haya sido responsable de algún aparte del Informe de Registro. En todo caso, esta sección permite que los demandados (excepto el emisor) puedan defenderse y de esa manera llegar a ser exonerados de responsabilidad.
- Cuando una persona ofrece o vende un valor violando la Sección 5 del Securities Act, esto es, sin haberlo registrado no estando exento para ello. Lo anterior se encuentra establecido en la Sección 12 (a)(1), la cual además establece que para que prospere una reclamación de un comprador frente al emisor o frente a quien le haya vendido los valores, es necesario que exista una relación directa entre el vendedor y el comprador. En este evento, el comprador puede rescindir la transacción y recuperar su dinero con intereses o recibir compensación por daños si ha revendido sus acciones.<sup>60</sup>
- Cuando cualquier persona ofrezca o venda un valor (excepto valores del gobierno) por medio de un Prospecto o de forma oral, que incluya una declaración falsa material o una omisión material. Esta persona será responsable ante su comprador si el comprador no tenía conocimiento de esta declaración falsa u omisión al momento de la compra. Lo anterior se encuentra consagrado en la Sección 12 (a) (2). Para mayor claridad, la palabra “Prospecto” ha sido definida por las Cortes como un documento que

---

<sup>58</sup> Garner, Bryan A. “Black’s Law Dictionary, Editor in Chief, Seventh Edition, 1999. West Group, Pg. 215

<sup>59</sup> Soderquist, Larry D. and Gabaldon, Theresa A. “Securities Law, Ob. Cit., Pgs. 101 & 102

<sup>60</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples & Explanations”, Ob. Cit., Pg. 192

describe una oferta pública de valores hecha por un emisor o un accionista controlante del emisor.

➤ Cuando una persona es controlante o controla a una persona responsable bajo las Secciones 11 o 12 del Securities Act, salvo si el controlante no tenía conocimiento de la existencia de los hechos que conllevan a la responsabilidad del controlado. Para los profesores Soderquist y Gabaldon, el término “control” es incierto pero el concepto puede incluir fácilmente a accionistas mayoritarios, directores y jefes. Lo anterior se encuentra consagrado en la Sección 15 del Securities Act.

En términos generales, puede existir responsabilidad de tipo “penal” en los siguientes casos de violación a las disposiciones del Securities Act:

Sección 17(a): Será ilegal para cualquier persona en la oferta o venta de cualquier valor utilizando cualquier medio o instrumento de transporte o comunicación en comercio interestatal o usando correos directa o indirectamente:

- 1) el emplear cualquier dispositivo, esquema o artificio para defraudar, o,
- 2) el obtener dinero o propiedades mediante cualquier declaración falsa de un hecho material o mediante la omisión de declarar un hecho material necesario para hacer que las declaraciones hechas bajo las circunstancias en que fueron hechas no resultaran engañosas, o,
- 3) involucrarse en cualquier transacción, práctica o curso de un negocio que opere como un fraude o engaño frente a un comprador.

## 6.2 Manipulación del Mercado

El propósito de los estatutos y reglas que prohíben la manipulación del mercado es prevenir que se presenten actividades que distorsionen el mercado para efectos de permitir que opere la ley natural de oferta y demanda para efectos de que el precio de mercado de los valores refleje en la mayor medida posible un precio justo para cada valor. La manipulación consiste en cualquier interferencia intencional a la oferta y la demanda.<sup>61</sup>

El Securities Exchange Act de 1934 contiene varias disposiciones relativas a la manipulación del mercado, siendo las más sobresalientes la Sección 9, la Sección 10 (b) y la Sección 15. Dentro de la Sección 10 (b), sobresale la Regla 10b-5, sobre la cual profundizaremos más adelante.

Sección 9: declara fuera de la ley aquellas prácticas manipulativas en conexión con el comercio de valores listados en bolsa.

Sección 10 (b): Otorga competencias a la SEC para expedir normas que prohíban conductas manipulativas.

Sección 15 (c): Prohíbe conductas fraudulentas y manipulativas de los broker-dealers.

---

<sup>61</sup> Hazen, Thomas Lee “Principles of Securities Regulation”, Ob. Cit., Pg. 241

### 6.3 Fraude en Conexión con la Compra o Venta de un Valor-Regla 10b-5

La Regla 10b-5 prohíbe conductas fraudulentas en conexión con la compra o venta de valores. Esta regla dispone lo siguiente:

“Regla 10b-5: Empleo de Dispositivos Manipulativos y Engañosos. Será ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, mediante el uso de cualquier medio o instrumento de comercio interestatal, o de correos o de cualquier facilidad de cualquier bolsa nacional de valores,

- a) emplear cualquier dispositivo, esquema o artificio para defraudar,
- b) hacer cualquier declaración falsa de un hecho material u omitir declarar un hecho material necesario para hacer que las declaraciones hechas, bajo la luz de las circunstancias bajo las cuales fueron hechas, no sean engañosas, o
- c) comprometerse en cualquier acto, práctica o curso de negocios que opere como un fraude o engaño frente a cualquier persona, en conexión con la compra o venta de cualquier valor”.

La Regla 10b-5 es una de las más importantes reglas anti-fraude dentro de la regulación del mercado de valores de los Estados Unidos y de su texto, se pueden identificar las características más sobresalientes de la misma:

- La Regla aplica a **“cualquier valor”**, esto es, valores que se transen en forma pública o privada, sujetos a registro o exentos del mismo.
- La Regla aplica en conexión con la **“compra o venta”** de cualquier valor. Esto es que no solo puede cometer fraude bajo esta regla el emisor o aquel que venda el valor sino también aquella persona o inversionista que lo compre.
- La Regla aplica para **“cualquier persona, en conexión”** con la compra o venta de cualquier valor. Lo anterior significa que cualquier persona cuya conducta haya afectado la transacción puede ser sujeta a esta regla, a pesar de no estar involucrada directamente o hacer parte de la transacción.

De otra parte, las acciones que aleguen violaciones a la Regla 10b-5 deberán ventilarse ante las cortes del distrito federal. (...) Adicionalmente, acciones de grupo (class actions) que aleguen fraude involucrando valores transados públicamente, bajo la ley federal o estatal, deben ser ventiladas en cortes federales. Securities Act Sección 16 c); Exchange Act Sección 28 f) 2).<sup>62</sup>

### 6.4 Sarbanes-Oxley Act

En el año 2002 el Congreso de los Estados Unidos expidió el “Sarbanes-Oxley Act” conocido como SOX, en respuesta al caso Enron y otros escándalos presentados en el mercado de valores de los Estados Unidos y como señal de renovación del compromiso

---

<sup>62</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples & Explanations” , Ob. Cit., Pg. 308

frente a la responsabilidad por fraude en el ámbito del mercado de valores. La explicación del SOX se encuentra desarrollada en el Capítulo 10 de este documento.

## 7. REGULACION DE LAS NEGOCIACIONES INTERNAS (INSIDER TRADING)

En términos generales, las que para efectos de esta investigación he traducido como “negociaciones internas” (insider trading), consisten en aquellas negociaciones de valores hechas con base en información que no es de conocimiento público.

Tal como lo menciona el profesor Thomas Lee Hazen en su libro “Principles of Securities Regulation”, el “comerciar con base en información interna destruye la integridad del mercado dando una ventaja informativa a un selecto grupo de personal interno de una compañía o a otras personas que tengan ventajas en cuanto a tenencia de información. La práctica de “negociaciones internas” es especialmente perniciosa a la luz de las leyes federales de valores que promueven la divulgación total de información, la cual está destinada a crear y mantener un mercado informado y un campo de juego de nivel para las transacciones de valores.<sup>63</sup>

Aunque las negociaciones internas son un aspecto muy importante en el mercado de valores de los Estados Unidos, el mismo autor llama la atención sobre la no existencia de una prohibición expresa en relación a las negociaciones internas. “La mayoría de los casos de negociaciones internas están basados en la provisión general anti-fraude de la Regla 10b-5, la cual no menciona en forma explícita las negociaciones internas.<sup>64</sup>

### 7.1 Deber de Informar o Abstenerse

El “deber de informar o abstenerse” se ha constituido en una regla dentro del tema de las negociaciones internas, la cual surgió de lo consagrado en el literal c) de la Regla 10b-5.

Si recordamos, este literal c) establece que es ilegal para cualquier persona, directa o indirectamente, comprometerse en cualquier acto, práctica o curso de negocios que opere como un fraude o engaño frente a cualquier persona, en conexión con la compra o venta de cualquier valor.

De lo anterior, surgió la regla de “informar o abstenerse”, la cual significa que “cuando un comerciante potencial de valores ha obtenido información material de forma tal que puede verse sujeto al alcance de la Regla 10b-5, éste deberá o abstenerse de transar, o divulgar la información antes de transar con los valores.<sup>65</sup>

En todo caso, la doctrina considera en términos generales que el hecho de aplicar una Regla (Regla 10b-5) para las negociaciones internas, la cual no regula en forma expresa el tema, crea confusión en relación a los verdaderos alcances y limitaciones de las negociaciones internas, motivo por el cual considera que la solución para este vacío consiste en que el Congreso debe adoptar una definición concreta para las negociaciones internas prohibidas.

En todo caso, para entender en que consiste el alcance de una clásica “negociación interna”, el autor Alan Palmiter nos da el siguiente ejemplo:

---

<sup>63</sup> Hazen, Thomas Lee “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit., Pg. 274

<sup>64</sup> Ibidem, Pg. 274

<sup>65</sup> Hazen, Thomas Lee ‘Principles of Securities Regulation”, Op.Cit, Pg. 275

“El paradigma para el caso de una negociación interna deviene cuando personal interno de una corporación comercia (compra o vende) acciones de su compañía utilizando información material y no pública, obtenida a través de su posición dentro de la corporación. La persona interna explota su ventaja informativa (un activo corporativo) a expensas de los accionistas de la compañía o de otras personas que negocian con las acciones de la compañía. La persona interna puede explotar su ventaja ya sea que la información no pública sea buena o mala. Si se trata de buenas noticias, la persona puede obtener ganancias al comprar acciones a los accionistas antes de que los precios incrementen debido a la divulgación de información favorable. (...) Si se trata de malas noticias, la persona puede obtener ganancias vendiendo a inversionistas que desconocen la situación, antes de que el precio caiga debido a la divulgación de información desfavorable (...).<sup>66</sup>

## **7.2 Negociación Externa (Outsider Trading) y la Teoría de la Malversación (Missappropriation Theory)**

Así como existen las “negociaciones internas”, también pueden darse “negociaciones externas”, bajo supuestos muy similares, pero con la siguiente diferencia:

Una “negociación externa” se presenta cuando personal interno de una compañía entra en conocimiento en razón a su posición dentro de la compañía, de información que no es pública y que está relacionada con otra compañía y compra o vende acciones de esa otra compañía con base en la información obtenida, logrando ganancias.

La anterior hipótesis da origen a lo que he traducido para propósitos de esta investigación como la “Teoría de la Malversación” (Missappropriation Theory), la cual consiste en que el personal interno malversa o mal utiliza una información que ha obtenido dentro de su compañía, en relación a otra compañía, la cual puede afectar el precio futuro de las acciones de esa otra compañía.

En los casos de teoría de la malversación, no es necesario que exista una relación de confianza o un deber de lealtad entre quien transa los valores y el propietario u accionista de los mismos, sino que se presenta una violación a la Regla 10b-5 cuando existe una violación a la confianza entre quien transa los valores y la fuente de la información con base en la cual se realizó la transacción, aunque la transacción se realice sobre valores de una compañía con la cual quien transa los valores no tiene ninguna relación o deber.

Por lo anterior, se presenta malversación de información en los casos en que existe un deber de confidencialidad o una relación de lealtad entre quien realiza la malversación y la fuente de la cual obtuvo dicha información. En todo caso y en adición a lo anterior, para que se derive responsabilidad bajo la teoría de la malversación, es necesario que quien realiza la transacción lo haga sin informar a la fuente de la cual obtuvo dicha información que realizaría la transacción con base en dicha información. Si la persona informa a la fuente que va a utilizar información confidencial de la fuente para realizar una transacción, no se deriva para éste responsabilidad bajo esta teoría.

---

<sup>66</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples & Explanations”, Op.Cit, Pg. 358

Pero, como saber cuando existe un deber de confidencialidad o lealtad entre una persona y la fuente de la cual obtuvo la información?

Tal como lo menciona el profesor Marc I. Steinberg, “la Regla 10b5-2 dispara la aplicación de la teoría de la malversación cuando la persona que recibe información material no-pública comercia o transa en las siguientes situaciones:

(1) cuando dicho receptor explícitamente acuerda mantener la confidencialidad de la información;

(2) cuando existe una expectativa razonable de confidencialidad en razón al hecho de que la persona que recibió la información (incluyendo el malversador) era reconocido por recibir y manejar habitualmente información confidencial; y

(3) cuando la fuente de la información (por ejemplo, la persona que entregó la información) era el esposo/a, hijo/a, pariente o hermano/a de la persona que recibió la información, salvo que se pueda establecer como defensa que bajo los hechos o circunstancias particulares de dicha relación familiar, no existía una expectativa razonable de confidencialidad”.<sup>67</sup>

### 7.3 Penalidades para las Negociaciones Internas

Tal como lo menciona el profesor Marc I. Steinberg, “las penas que pueden surgir en este contexto son (1) requerir al sujeto a devolver los beneficios mal obtenidos (o las pérdidas evitadas) dentro de una acción ejecutiva de la SEC, (2) sujetar a un individuo a una multa máxima de un millón de dólares y diez años de prisión, y (3) dentro de una acción ejecutiva de la SEC y bajo la discrecionalidad de una Corte, ordenar al sujeto a pagar al Tesoro de los Estados Unidos una penalidad triplicada consistente en tres veces las ganancias obtenidas o las pérdidas evitadas. Estas penas, junto con la imposición de cárcel y la posibilidad de reclamar daños y perjuicios en materia civil, tienen la intención de desincentivar fuertemente las negociaciones internas”.<sup>68</sup>

Quienes pueden ser sujetos a estas penas en caso de incurrir en negociaciones internas son:

- i) las personas que transan los valores,
- ii) las personas que les suministran la información a quienes transan los valores (esto es, los denominados “tippers”. Quienes reciben la información de los tippers son denominados “tippees”), o
- iii) broker-dealers y consultores en materia de inversión.

### 7.4 Tippers y Tippees

---

<sup>67</sup> Steinberg, Marc I. “Understanding Securities Law”, Ob.Cit.,Pg. 304

<sup>68</sup> Ibidem, Pg. 310

El profesor Alan R. Palmiter define las características y responsabilidades de los tippers y de los tippees de la siguiente manera:

**“Tippers.** Las personas internas o externas que tienen un deber de confidencialidad y que a sabiendas “soplan” información en forma indebida son responsables en su calidad de participantes dentro de negociaciones internas ilegales. El soplo es impropio si un tipper anticipa que habrá beneficios recíprocos en eventos tales como la venta del soplo, el soplar a sus familiares o amigos o cuando espera que el tippee le devuelva el favor. Esta responsabilidad se extiende a los llamados “subtippers” que conocen (o deberían conocer) que un soplo es confidencial y que vino de alguien que realizó el soplo en forma impropia. El tipper o subtipper puede ser considerado como responsable no obstante este no realice la transacción, desde que su tippee o subtippee si lo haga.

**Tippees.** Aquellos que no tienen un deber de confidencialidad heredan el “deber de informar o abstenerse” de la Regla 10b-5 si realizan transacciones con base en soplos impropios, a sabiendas. Un tippee es responsable por transar después de obtener información material no-pública que sabe (o tiene motivos para saber) vino de una persona que ha roto su deber de confidencialidad. Adicionalmente, los subtippees que reciben información de un tippee, asumen el deber de no transar si saben (o deberían saber) que la información provino del incumplimiento de un deber.”<sup>69</sup>

### 7.5 Regla 14e-3 del Exchange Act

Tal como lo expone el profesor Marc I. Steinberg en su libro “Understanding Securities Law”, la Regla 14e-3 establece un deber de abstenerse o informar cuando la persona que va a realizar una transacción dentro de una oferta posee información material relativa a la oferta que sabe que no es pública y que recibió directa o indirectamente de quien está realizando la oferta, la compañía o sus afiliadas o de cualquier persona actuando en nombre de la compañía. Al respecto, el profesor menciona que la Corte Suprema manifestó lo siguiente dentro del caso *Estados Unidos vs O’Hagan*:

“Es una suposición justa que realizar transacciones con base en información material no-pública usualmente implica el incumplimiento de un deber de confidencialidad frente a quien ofrece o frente a la compañía “objetivo” o sus representantes. La SEC, conocedor del problema probatorio que podría permitir a los comerciantes sofisticados escapar de su responsabilidad, incluyó en la Regla 14e-3(a) un deber de informar o abstenerse de transar que no requiere prueba específica del incumplimiento de un deber fiduciario. Dicha prescripción, que estamos satisfechos aplicó a este caso, es un medio razonable diseñado para prevenir transacciones fraudulentas con base en información material no pública, dentro del contexto de las ofertas”.

---

<sup>69</sup> Palmiter, Alan R. “Securities Regulation, Examples & Explanations”, Ob. Cit., Pgs. 364 y 365



## 8. REGULACION DEL MERCADO DE VALORES Y DE LOS BROKER-DEALERS

El Exchange Act de 1934 en su parte introductoria, explica la necesidad de regular las transacciones de valores, ya sea que se den en bolsas de valores o por fuera de las bolsas de valores, esto es, en los mercados OTC (“Over the Counter”).

La necesidad de regulación nace en la medida en que las transacciones de valores son del interés público nacional, lo que hace necesario que exista una regulación y control de dichas transacciones y de las prácticas y asuntos relacionados con dichas transacciones para lograr reportes apropiados, remover impedimentos y perfeccionar los mecanismos de un sistema de mercado nacional para los valores y un sistema nacional para la compensación de las transacciones y la salvaguarda de los valores y fondos relacionados; al igual que para imponer requisitos necesarios para hacer de dicha regulación y control un mecanismo razonable, completo y efectivo para proteger el comercio interestatal, el crédito nacional, el poder federal en materia de tributación, proteger y hacer más efectivo el sistema nacional bancario y el sistema de reserva federal y para asegurar el mantenimiento de mercados justos y equitativos para las transacciones de valores.

### 8.1 Las Bolsas de Valores

La Sección 3 (a)(1) del Exchange Act da la siguiente definición de bolsa: “El término “bolsa” significa cualquier organización, asociación o grupo de personas, ya estén incorporados o no incorporados, que constituye, mantiene o provee un lugar de mercado o facilidades para acercar a compradores y vendedores de valores o para desarrollar en relación con los valores, las funciones comúnmente desarrolladas por una bolsa de valores en el sentido en que este término es entendido en forma general, e incluye el lugar de mercado y las facilidades de mercado mantenidas por dicha bolsa”. En términos generales, podemos decir que las bolsas de valores son entidades que proveen un lugar de mercado y unas facilidades para la transacción de valores. En cuanto al funcionamiento de las bolsas de valores, estas cuentan con una casa de compensación central para las transacciones de los valores listados en la bolsa y aunque muchas operaciones aun se llevan a cabo físicamente en las instalaciones de las bolsas, la mayoría de estas se encuentran automatizadas y se llevan a cabo por medio de medios electrónicos.<sup>70</sup>

Las personas que pueden realizar transacciones en las bolsas de valores nacionales son los miembros de estas bolsas.

#### ¿Quiénes son considerados “miembros” de una bolsa de valores nacional?

- i) Cualquier persona natural a quien se permita efectuar transacciones en la bolsa sin que resulte necesaria la intermediación de otra persona que actúe como un broker,
- ii) Cualquier broker o dealer registrado, con quien dicha persona natural se encuentre asociado,
- iii) Cualquier broker o dealer registrado con permiso para designar como su representante a dicha persona natural, y

---

<sup>70</sup> Hazen, Thomas Lee. “Principles of Securities Regulation”, Ob.Cit, Pg. 317

iv) Cualquier otro broker o dealer registrado que acuerde ser regulado por dicha bolsa y sobre quien la bolsa se compromete a hacerlo cumplir con las reglas del Exchange Act y con las reglas propias de la bolsa.

¿Cuáles son los requisitos para registrar una “bolsa nacional de valores”?

Según la Sección 6 del Exchange Act, una bolsa puede registrarse como una “bolsa nacional de valores” si cumple con los términos y condiciones establecidos en la mencionada Sección, mediante el registro en la SEC de una “aplicación” que contenga las reglas que regirán la bolsa y toda aquella otra información y documentos que la SEC, por norma, pueda determinar como necesarios o apropiados para el interés público o para la protección de los inversionistas.

Los requisitos que la Sección 6 establece para que una bolsa pueda ser registrada por la SEC como una “bolsa nacional de valores” son los siguientes:

i) Que dicha bolsa esté organizada y tenga la capacidad para llevar a cabo los propósitos del Exchange Act y para cumplir o hacer cumplir a sus miembros y personas asociadas con sus miembros, las normas del Exchange Act y las reglas de la bolsa.

ii) Que las reglas de la bolsa permitan que cualquier broker o dealer registrado, o que cualquier persona natural asociada con un broker o dealer registrado, pueda convertirse en miembro de dicha bolsa y que cualquier persona pueda asociarse con un miembro de esa bolsa.

iii) Que las reglas de la bolsa aseguren una representación justa de sus miembros en la escogencia de sus directivos y en la administración de sus asuntos y provea que uno o más directivos sean representantes de los emisores e inversionistas y que no estén asociados con miembros de la bolsa, brokers o dealers.

iv) Que las reglas de la bolsa establezcan una asignación equitativa y razonable de los deberes, comisiones y demás cargas entre sus miembros y emisores y demás personas que utilicen sus facilidades.

v) Que las reglas de la bolsa estén diseñadas para prevenir actos y practicas fraudulentas y manipulativas, para promover principios de comercio justo y equitativo, para fomentar la cooperación y coordinación por medio de personas comprometidas en la regulación, compensación, procesamiento de la información, y facilitando las transacción de valores, para remover impedimentos y perfeccionar el mecanismo de un mercado libre y abierto y un sistema de mercado nacional, y en general, para proteger a los inversionistas y al interés público; y que no estén diseñadas para permitir la discriminación injustificada entre los clientes, emisores, brokers o dealers, o para regular en virtud de ninguna autoridad conferida por el Exchange Act asuntos que no estén relacionados con el propósito del Exchange Act o de la administración de la bolsa.

vi) Que las reglas de la bolsa provean que sus miembros y personas asociadas con sus miembros sean objeto de sanciones disciplinarias apropiadas por la violación de lo establecido en el Exchange Act, sus regulaciones o las reglas de la bolsa, mediante expulsión, suspensión, limitación de actividades, funciones y operaciones, multas,

censura, suspensión o prohibición de la posibilidad de estar asociado con un miembro, o cualquier otra sanción que resulte apropiada.

vii) Que las reglas de la bolsa provean procedimientos justos para disciplinar a sus miembros y personas asociadas con sus miembros, para denegar la membresía a cualquier persona que busque ser miembro de la misma o busque asociarse con un miembro de la misma, para prohibir a cualquier persona asociarse con un miembro y para prohibir o limitar el acceso de cualquier persona a los servicios ofrecidos por la bolsa o por cualquiera de sus miembros.

viii) Que las reglas de la bolsa no impongan ninguna carga o limitación a la competencia que no resulte necesaria o apropiada para conseguir los propósitos del Exchange Act.

ix) Que las reglas de la bolsa prohíban listar cualquier valor emitido en una transacción "roll-up" de una sociedad limitada (limited partnership), salvo que la transacción haya sido conducida de conformidad con los procedimientos diseñados para proteger los derechos de los socios limitados, los cuales reciben ganancias del negocio pero no toman parte en la dirección y administración del negocio, y responden solo hasta el monto de su inversión en la sociedad.

Dentro de la legislación norteamericana la definición de sociedad limitada (limited partnership) es la siguiente: "es una sociedad compuesta por una o más personas que controlan el negocio y que son personalmente responsables por las deudas de la sociedad (denominados "socios generales), y una o más personas que contribuyen capital y ganancias de las acciones pero que no manejan el negocio y son responsables solo por el monto de sus contribuciones (denominados socios limitados)".<sup>71</sup>

De igual manera, una bolsa de valores nacional podrá negar la membresía a cualquier persona, diferente a una persona natural, que no sea un broker o dealer registrado, o cualquier persona natural que no sea o no esté asociada con un broker o dealer registrado.

En la actualidad, en los Estados Unidos existen bolsas de valores nacionales y bolsas de valores regionales. Dentro de las bolsas de valores nacionales se destacan la Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Exchange-NYSE), que es una de las bolsas de valores más antiguas y prestigiosas del mundo, y la Bolsa de Valores Americana (American Stock Exchange). Dentro de las bolsas de valores regionales existentes se pueden resaltar dentro de las más notables a las bolsas de Chicago, Pacific, y Philadelphia.

## **8.2 Facultad de Autorregulación de las Bolsas de Valores**

Tal como lo hemos mencionado, las bolsas de valores son entidades privadas que tradicionalmente se han regido por sus propias reglas. No obstante lo anterior, el Securities Exchange Act de 1934 entró a vigilar el comportamiento de las bolsas. Para ejercer esta vigilancia, el Exchange Act estableció como requisito, el registro de las bolsas de valores nacionales ante la SEC y la prohibición a los broker-dealers de realizar transacciones en bolsas de valores que no estuvieran registradas.

---

<sup>71</sup> Garner, Bryan A. "Black's Law Dictionary", Editor in Chief, Seventh Edition, 1999. West Group, Pg. 1,142

Tal como lo comenta el profesor Alan Palmiter en su libro "Securities Regulation", la SEC exige a las bolsas como requisitos para registrarse el llenar una aplicación de registro y adoptar una variedad de reglas para su auto-regulación.

"La auto-regulación existe en dos niveles:

1) Reglas que involucran transacciones: que valores pueden ser listados, ofertas en la bolsa, actividades de especialistas, transacciones hechas por miembros por su propia cuenta, transacciones por fuera de bolsa hechas por miembros y compensación y ajuste de las transacciones en bolsa,

2) Reglas que involucran la calificación de los miembros: firma a la que pertenece el miembro, calidad de los socios y gente de ventas, manejo de las cuentas de los clientes y condición financiera de los miembros. Adicionalmente, las reglas de las bolsas deben prevenir los actos y prácticas fraudulentas y manipuladas y establecer que los miembros de las bolsas y sus asociados sean apropiadamente disciplinados por violaciones al Exchange Act, sus reglas y las reglas de la bolsa, Exchange Act Sección 6 (b)(5),6(b)(6). La idea fue y continua siendo que las bolsas de valores sean lideres en regularse a si mismas, bajo la vigilancia de la SEC, quien tiene una autoridad de supervisión significativa."<sup>72</sup>

Que facultades de vigilancia tiene la SEC sobre las bolsas de valores?

➤ La Sección 19 b) y c) del Exchange Act establece que la SEC tiene la facultad de aprobar o improbar los cambios que las bolsas quieran introducir a sus regulaciones y también tiene la facultad de introducir cambios a las regulaciones de las bolsas por iniciativa propia.

➤ La Sección 19 d) y h) del Exchange Act establece que la SEC tiene la potestad de revisar las sanciones impuestas por las bolsas a su miembros, puede revisar cuando la bolsa niegue la membresía a alguna firma, y por iniciativa propia, puede sancionar a cualquier bolsa, sus miembros o asociados.

No obstante lo anterior, las bolsas siguen gozando de autonomía para establecer sus propias reglas, siempre y cuando las mismas respeten las regulaciones de la SEC y sus facultades de vigilancia.

En todo caso, para que una firma de valores pueda ejecutar transacciones con valores listados en una bolsa, ésta deberá ser miembro de una o más bolsas de valores y para poder llevar a cabo transacciones en los mercados OTC, está deberá ser miembro de la NASD (National Association of Securities Dealers), asociación que definiremos más adelante.

### **8.3 Los Mercados OTC (Over the Counter)**

Los mercados OTC son aquellos mercados de valores no organizados como bolsas de valores, los cuales son coordinados por la NASD- *National Association of Securities Dealers*. Tal como lo establece Thomas Lee Hazen en su libro "Principles of Securities

---

<sup>72</sup> Palmiter, Alan R. "Securities Regulation, Examples & Explanations", Ob.Cit., Pg. 263

Regulation”, aquí no existe un “piso” central de bolsa, sino un mero acercamiento de ofertas de compra y venta para cada valor, el cual es llevado a cabo por los llamados creadores de mercado. El mercado OTC es autorregulado y no es objeto de registro ante la SEC.

En relación a los mercados OTC, el profesor Palmiter describe lo siguiente:

“**Creadores de Mercado**”. Antes de 1971, las transacciones en el mercado OTC eran llevadas a cabo mediante llamadas telefónicas entre los broker-dealers usando *hojas comerciales* publicadas por firmas de valores que estaban creando mercado para un valor en particular. Así como las bolsas de valores dependen de especialistas para facilitar las transacciones sobre un valor en particular, el mercado OTC depende de los *creadores de mercado* – firmas de valores que están interesadas en comprar (a un precio de oferta) y vender (a un precio de demanda) ciertos determinados valores. En su calidad de creador de mercado, la firma indica su voluntad de comprar o vender a nombre propio en cantidades razonables (los creadores de mercado actúan por cuenta propia y no como representantes de sus clientes).

**NASDAQ**. En 1971, la NASD organizó un sistema electrónico automatizado de cotizaciones denominado **NASDAQ- NASD Automated Quotation System** para valores selectos del mercado OTC. Los broker-dealers registrados en NASD como creadores de mercado, colocan cotizaciones de compra y venta para valores determinados. En adición a su función de supervisar a sus miembros, la NASD también se asegura del funcionamiento del NASDAQ que opera como una especie de bolsa de valores electrónica”.<sup>73</sup>

Tal como se ha indicado, los broker-dealers actúan como creadores de mercado para un valor o varios valores, cotizándolos en el sistema NASDAQ. Para que un valor pueda estar listado en NASDAQ debe tener como mínimo a tres creadores de mercado.

Tal como lo indica el profesor Thomas Lee Hazen, un creador de mercado es responsable de cotizar para un mismo valor sobre el cual esté creando mercado, tanto un precio de compra como un precio de venta para éste. La diferencia entre el precio de compra y de venta es conocido como el “spread” o margen de ganancia, el cual representa la compensación del creador de mercado en relación a las transacciones ejecutadas al precio de compra y de venta.

De otra parte, las reglas de la SEC establecen que un creador de mercado debe ser financieramente capaz de cumplir con sus obligaciones como creador de mercado. Los creadores de mercado están sujetos a una serie de regulaciones tanto de la NASD como de la SEC y las reglas de la SEC le otorgan a la NASD un poder de supervisión sobre los creadores de mercado, el cual incluye la habilidad para despojar al broker-dealer de sus atribuciones como creador de mercado.

Los valores o acciones que se transan de manera activa tienen a su vez varios creadores de mercados activos. La competencia por las órdenes entre los creadores de mercado activos resulta en precios competitivos aunque también puede resultar en variaciones en precios entre los creadores de mercado.

---

<sup>73</sup> *Ibíd*em, Pg. 265

Cuando hay múltiples creadores de mercado, el “national best bid/best offer”-NBBO- (esto es, la mejor puesta/mejor oferta) representa el mejor precio disponible basado en las actuales cotizaciones. Este es un indicador que se mueve y puede cambiar segundo a segundo y que representa la mejor oferta y la solicitud de cotización más baja dada para un momento de tiempo en particular respecto a un número determinado de acciones.

Por su actividad, el creador de mercado tiene el control de los precios de las acciones y algunos creadores inescrupulosos pueden abusar de su posición mediante prácticas manipuladoras del mercado, motivo por el cual las actividades de los creadores son vigiladas por los reguladores. Por ejemplo, la NASD ejerce vigilancia para asegurar que el creador de mercado mantenga un mercado ordenado y que no incurra en prácticas manipuladoras, so pena de perder su aprobación para actuar como creador de mercado. El riesgo de que haya manipulación por parte de un creador de mercado incrementa cuando un broker-dealer actúa como el único creador de mercado para la acción en cuestión.

#### **8.4 La NASD -The National Association of Securities Dealers- Naturaleza y Objetivos**

La Sección 15A del Exchange Act establece que una asociación de brokers y dealers puede registrarse como una asociación nacional de valores o como una asociación de valores asociados bajo los términos y condiciones establecidos en el Exchange Act, presentando ante la SEC una aplicación para registro la cual debe contener las reglas de la asociación y demás información y documentación que exija la SEC como necesaria o apropiada para el interés público o para la protección de los inversionistas.

En términos generales, los parámetros esenciales para poder obtener el registro como una asociación nacional de valores, son los siguientes:

- iii) En razón al número y distribución geográfica de sus miembros y al alcance de sus transacciones, la asociación está en capacidad de llevar a cabo los propósitos de la Sección 15 A del Exchange Act,
- iv) La asociación está organizada y tiene la capacidad de llevar a cabo los propósitos del Exchange Act y de cumplir o hacer cumplir a sus miembros y asociados, las provisiones del Exchange Act y las reglas de la asociación,
- v) Las reglas de la asociación proveen que cualquier broker o dealer registrado puede volverse miembro de dicha asociación y que cualquier persona podrá asociarse con un miembro de dicha asociación,
- vi) Las reglas de la asociación aseguran una representación justa de sus miembros en la selección de sus directores y en la administración de sus asuntos y provee que uno o más directores será representante de emisores e inversionistas y no estará asociado con un miembro de la asociación, con un broker o con un dealer,
- vii) Las reglas de la asociación están establecidas para prevenir actos y prácticas fraudulentas y manipulativas, para promover principios justos y equitativos en las transacciones, para estimular la cooperación y coordinación con las personas dedicadas a regular y procesar información en relación a las transacciones de valores, para remover impedimentos y perfeccionar el mecanismo de un mercado libre y abierto y

un sistema nacional de mercado y en general, para proteger a los inversionistas y al interés público,

viii) Las reglas de la asociación establecen que sus miembros y personas asociadas con sus miembros deberán ser disciplinados en forma apropiada por la violación de cualquier disposición del Exchange Act o las reglas de la asociación, mediante la expulsión, suspensión, limitación de actividades, funciones y operaciones, multas, censuras o suspensión o prohibición para estar asociado con un miembro o cualquier otra sanción que resulte adecuada,

ix) Las reglas de la asociación no imponen ninguna carga u obstáculo innecesario a la competencia,

x) Las reglas de la asociación incluyen provisiones que regulan la forma y contenido de las cotizaciones relativas a los valores vendidos de manera diferente que a través de una bolsa nacional de valores, que puedan ser distribuidas o publicadas por un miembro u otra persona asociada con un miembro y las personas a quienes las cotizaciones serán proveídas. Dichas reglas relacionadas a las cotizaciones deberán ser designadas para producir cotizaciones justas e informadas, para prevenir cotizaciones ficticias o que induzcan a confusiones y para promover procedimientos ordenados para recoger, distribuir y publicar cotizaciones.

Al día de hoy, solo una asociación de brokers y dealers ha sido establecida como una asociación nacional. Esta asociación es la "National Association of Securities Dealers"-NASD.

La NASD es una asociación nacional que agrupa a los brokers y dealers que se registran ante ella, los supervisa y vigila el correcto funcionamiento del NASDAQ, el cual como ya lo mencionamos, es un sistema electrónico automatizado de cotizaciones para valores selectos del mercado OTC que opera como una especie de bolsa de valores electrónica. La NASD opera con un "sistema nacional de cotizaciones" con lo que se ha acercado hacia un sistema de mercado nacional.

Cuando el Congreso hizo extensiva la regulación federal a los mercados OTC, lo hizo en forma similar a la ya establecida para las bolsas de valores, y estableció la posibilidad de establecer asociaciones nacionales de valores que establecieran reglas que previnieran actos y prácticas fraudulentas y manipulativas y que promovieran principios justos y equitativos para el comercio dentro del mercado OTC.

La NASD adoptó un cuerpo de "Reglas para una Práctica Justa" que aborda una serie de problemáticas del mercado OTC. Una de sus más importantes reglas consiste en la regla de que un dealer no podrá recomendar un valor salvo que tenga razones para creer que el valor es "adecuado" para la situación financiera del cliente y sus necesidades. Otra de sus reglas apunta a establecer un margen de ganancia justo que evite ganancias o mark-ups mayores a 5% en transacciones principales. De igual forma, tiene reglas que apuntan a asegurar que los miembros hagan ofertas públicas de buena fe para los valores suscritos. La NASD también tiene la facultad de imponer sanciones y disciplinar a sus miembros por violaciones a sus reglas.

"Antes de 1971, la NASD era una organización puramente regulatoria puesto que el mercado OTC no tenía facilidades centralizadas comparables con una bolsa de valores.

Las transacciones eran efectuadas por medio de llamadas telefónicas entre los dealers sobre la base de cotizaciones publicadas en hojas comerciales por los broker dealers que escogían hacer mercado para ciertos valores en particular.

No obstante lo anterior, en 1971 la NASD puso en operación un sistema electrónico automatizado de cotizaciones (NASDAQ) para ciertos valores OTC seleccionados, en el cual los dealers podían insertar e instantáneamente actualizar, las cotizaciones transadas respecto a valores para los cuales ellos estaban registrados ante la NASD como creadores de mercado. Entonces, la NASD combina la doble función de una bolsa: regula el acceso a y la operación del NASDAQ y regula los asuntos internos de sus miembros que no son miembros de ninguna bolsa (generalmente firmas pequeñas).

Al comienzo del siglo veintiuno, la NASD transformó su mercado NASDAQ en una entidad con ánimo de lucro separada. La regulación NASD (NASDR) es ahora una entidad separada que se ocupa de las funciones regulatorias de la NASD. Antes de 1983, a una firma no se le exigía ser parte de NASD para efectos de comerciar valores OTC. No obstante lo anterior, en ese año el Exchange Act fue modificado para establecer que ningún broker o dealer podía realizar transacciones con ningún valor (diferente a papeles comerciales) si no era miembro de la NASD".<sup>74</sup>

### 8.5 Definición de Brokers y de Dealers

Tal como lo hemos mencionado anteriormente, en términos generales la definición de dealer comprende a cualquier persona diferente a un banco, que se involucra en el negocio de comprar y/o vender valores emitidos por otra persona. Los dealers son intermediarios del mercado de valores y se clasifican en brokers o dealers según lo siguiente:

**Definición de Broker:** la definición de broker se encuentra consagrada en la Sección 3(a)(4)(A) del Exchange Act, para significar cualquier persona diferente a un banco, involucrada en el negocio de comprar y vender valores por cuenta de otro.

**Definición de Dealer:** la definición de dealer se encuentra consagrada en la Sección 3(a)(5) del Exchange Act, para significar cualquier persona diferente a un banco, que esta involucrada en el negocio de comprar valores por su propia cuenta.

Como podemos ver de las anteriores definiciones, la definición broker y de dealer es prácticamente la misma y su única diferencia es que en el caso de los brokers, estos actúan por cuenta de otro y en el caso de los dealers, estos actúan por su propia cuenta.

Según el profesor Lee Hazen, la frase clave en la definición de un broker dealer es estar "involucrado en el negocio". El solo hecho de proveer información a los inversionistas no clasifica al proveedor como un broker dealer. "Para decidir si una firma está actuando como un broker-dealer, se consideran un número de factores. Los factores relevantes incluyen si la firma i) recibe compensaciones basadas en transacciones, tales como comisiones, ii) si está envuelta en negociaciones entre un emisor de valores y los inversionistas, iii) si hace valoraciones en relación a los meritos de una inversión o da asesoría, y, iv) si es activa en la localización de inversionistas. Para participar en una

---

<sup>74</sup>Ratner, David L., Hazen, Thomas Lee "Securities Regulation in a Nut Shell", , Eight Edition, 2005. Thomson West, Pgs. 216 y 217



oferta pública como subscriptor o como dealer se requiere estar registrado como broker dealer bajo el Exchange Act.<sup>75</sup>

De conformidad con la Sección 15(a)(1) del Exchange Act, los broker dealers de valores deben estar registrados para poder conducir negocios, salvo que sus negocios sean exclusivamente intra-estatales o estén exentos del requisito de registro.

La Sección 15(b) del Exchange Act establece los requisitos de registro de los broker dealers, dentro de los cuales se encuentra el deber de registrar ante la SEC un formato donde debe informar entre otros aspectos, el listado detallado de sus activos y su condición financiera. Después de diligenciado el formato ante la SEC, la SEC tiene la potestad de otorgar o denegar el registro al broker dealer.

En relación a la capacidad y estabilidad financiera de los broker dealers, el gobierno expidió el SIPA- Securities Investor Protection Act of 1970, mediante el cual buscó otorgar a los inversionistas un seguro contra pérdidas ante una situación de insolvencia de las firmas de brokers. No obstante la anterior regulación, la SEC ya había previsto este tipo de situación mediante sus requisitos de capital a las firmas de broker dealers, denominado la "Regulación de Capital Neto" (Net Capital Rule), la cual busca asegurar un equilibrio entre el efectivo de una firma y sus responsabilidades.

La Regla de Capital Neto establece que si un broker dealer se sale de los parámetros del test de endeudamiento agregado descrito en la Sección 15(c)(3-1) del Exchange Act, este debe mantener un capital neto de al menos US\$ 250,000, entendiéndose capital neto como el exceso de los activos sobre deudas.

---

<sup>75</sup> Ibidem, Pgs. 323 y 324

## 9. REGULACION TRANSNACIONAL DEL MERCADO DE VALORES DE EE.UU.

### 9.1 Como pueden los emisores extranjeros emitir dentro del mercado de valores de EE.UU.: Legislación aplicable y procedimiento

Dentro del contexto de una economía globalizada, ésta también es marco de la globalización de los mercados de capitales, razón por la cual es muy común que los emisores de países diferentes a EE.UU. busquen tener acceso al mercado de capitales estadounidense por su relevancia, tamaño, transparencia y diversificación. El propósito de estos emisores es lograr emitir y colocar sus valores en el mercado de los Estados Unidos. Pero, veamos la definición de emisor extranjero la cual se encuentra contenida en el Exchange Act.

La Regla 3b-4 del Exchange Act contiene las definiciones de los términos “Gobierno Extranjero”, “Emisor Extranjero” y “Emisor Privado Extranjero”.

Veamos cuales son estas definiciones:

Gobierno Extranjero: significa el gobierno de cualquier país extranjero o de cualquier subdivisión política de un país extranjero.

Emisor Extranjero: significa cualquier emisor que sea un gobierno extranjero, un nacional de cualquier país extranjero o una corporación u organización incorporada u organizada bajo las leyes de cualquier país extranjero.

Emisor Privado Extranjero: significa cualquier compañía incorporada fuera de los Estados Unidos, salvo que i) más del 50% de sus acciones sean de propiedad de residentes de los Estados Unidos y ii) la mayoría de sus directivos sean residentes o ciudadanos de los Estados Unidos, su negocio esté principalmente en Estados Unidos o más del 50% de sus activos estén localizados en los Estados Unidos.

En términos generales, la regulación de valores de los Estados Unidos para las emisiones de extranjeros dentro del mercado de valores estadounidense, es prácticamente igual a la regulación existente para los emisores locales. Lo anterior significa que los emisores extranjeros tanto públicos como privados deben registrar sus valores ante la SEC, llenando las respectivas formas que les correspondan dependiendo de la naturaleza del emisor (formas F-1, F-2 o F-3). La única opción de un emisor extranjero para acceder al mercado de valores de los Estados Unidos sin necesidad de registro, es estar cobijado por una excepción a la obligación de registro. De no estar encuadrado dentro de una excepción, el emisor tendrá que registrarse ante la SEC.

Tal como lo menciona el profesor Alan Palmiter en su libro “Securities Regulation, Examples & Explanations”, el régimen de revelación de información exigido por el mercado de los Estados Unidos resulta una sorpresa incomoda para los emisores extranjeros, puesto que los estándares de revelación financiera y contable son generalmente mucho más detallados que los extranjeros y la necesidad de revelar la posición competitiva del emisor y sus proyecciones gerenciales de resultados futuros es incomoda. Por lo anterior y para suavizar este impacto, la SEC permite a los emisores extranjeros reconciliar su información financiera con los estándares de contabilidad de los Estados Unidos, sin tener que prepararla bajo los estándares estadounidenses, los cuales son bastante más estrictos.

## 9.2 Obstáculos más comunes enfrentados por el emisor extranjero dentro del mercado de valores de EE.UU.-GAAP

Sin lugar a dudas, el obstáculo más común enfrentado por los emisores extranjeros para emitir dentro del mercado de valores de los Estados Unidos son los “Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados”. Estos principios se denominan -GAAP- Generally Accepted Accounting Principles.

Al registrarse ante la SEC, el emisor extranjero debe presentar estados financieros reconciliados con el GAAP. Lo anterior no significa que deban ser “preparados” de conformidad con el GAAP, puesto que lo anterior significaría que el emisor extranjero tuviera que ajustarse en su totalidad a los requerimientos contables del GAAP que en términos generales tiene estándares bastante más altos que los estándares contables que rigen a los emisores extranjeros. Si fuera así, la emisión de extranjeros dentro del mercado estadounidense se dificultaría tanto que se convertiría en un obstáculo práctico para la emisión de valores foráneos.

Si se obstaculizara de esta forma en la práctica la emisión de valores extranjeros dentro del mercado de los Estados Unidos, lo anterior le quitaría dinamismo y carácter internacional a dicho mercado, lo cual pugnaría con los objetivos de la SEC. Por lo anterior y para evitar que dicho obstáculo se presente en la práctica, la SEC permite que los estados financieros de los emisores extranjeros no sean preparados de conformidad con las exigencias del GAAP, pero para efectos de salvaguardar la seguridad de su mercado y de sus inversionistas, exige que los estados financieros de los emisores extranjeros sean reconciliados con el GAAP.

Otros de los problemas más comúnmente enfrentados por los emisores extranjeros dentro del mercado de valores estadounidense son los costos que implica acceder a este mercado, las obligaciones de reporte bajo el Exchange Act de 1934, las ya mencionadas diferencias en los estándares contables y de auditoría, la amenaza de enfrentar responsabilidades civiles bajo las leyes anti-fraude norteamericanas y las mayores posibilidades de enfrentar litigios en los Estados Unidos. Por lo anterior, la SEC ha hecho esfuerzos para simplificar la regulación aplicable a los emisores extranjeros.<sup>76</sup>

Tal como el abogado David H. Barber lo describe en el libro “Legalines-Securities Regulation” (The Barbri Group), el reflejo del esfuerzo de la SEC por simplificar la regulación aplicable a los emisores extranjeros se puede ver evidenciado en lo siguiente:

**“Securities Act de 1933:** Se han adoptado formatos especiales para registro y reporte de emisores extranjeros. Los estados financieros no tienen que ser preparados de conformidad con los principios contables de los Estados Unidos, pero los emisores deben mostrar la reconciliación de algunos o todos sus aspectos, dependiendo de la situación.

**Securities Exchange Act de 1934:** Aunque en el Exchange Act de 1934 aparece que un emisor extranjero debe registrar reportes periódicos con la SEC bajo la Sección 12 (b) si una parte de sus valores es listada en una bolsa nacional de valores o bajo la Sección 12 (g) si sus valores son detentados por al menos 500 accionistas y tienen activos por más de un millón de dólares, la SEC ha desarrollado varias excepciones (por ejemplo, para valores de un emisor extranjero no detentados por al menos 300 residentes de los Estados Unidos, no listados en una bolsa de valores nacional y no listados en NASDAQ).

---

<sup>76</sup>Barber m David H. “Securites Regulation”, Ob.Cit, Pg. 313 y 314

Según la Regla 12g3-2(b), firmas que no son transadas en NASDAQ o en una bolsa nacional de valores, pero que son transadas de otras formas en los Estados Unidos, podrán simplemente presentar ante la SEC la misma información que estos presentan a los reguladores en sus países de origen. Más aún, los emisores extranjeros están exentos de las “reglas proxy” y la responsabilidad de la Sección 16 por transacciones de corto plazo.

Un emisor extranjero está definido como un emisor constituido o incorporado por fuera de los Estados Unidos, salvo que:

- i) más del 50% de sus acciones con derecho a voto sean detentadas por residentes de los Estados Unidos, y
- ii) cualquiera de las siguientes condiciones aplique: a) la mayoría de sus ejecutivos directivos sean ciudadanos o residentes de los Estados Unidos, b) más del 50% de sus activos estén localizados en los Estados Unidos, y c) sus negocios sean administrados principalmente en los Estados Unidos.

Más aun, los emisores extranjeros que listan en NASDAQ o en una bolsa de valores nacional deben registrar un reporte anual bajo la Forma 20-F. Menores detalles significativos son requeridos en comparación a los requeridos para las compañías de los Estados Unidos.

**ADR's para emisores extranjeros:** Las compañías extranjeras usualmente pueden entrar a los mercados de los Estados Unidos haciendo que un Banco de los Estados Unidos venda un “American Depositary Receipt”-ADR, basado en las acciones emitidas por la compañía extranjera por fuera de los Estados Unidos.

Un ADR es un certificado negociable, usualmente emitido por un Banco en los Estados Unidos, que evidencia la propiedad de un número específico de acciones extranjeras en depósito con un depositario de los Estados Unidos (o un banco extranjero).

Los ADR's o deben ser registrados bajo el Securities Act de 1933 (Form F-6) o deben haber sido adquiridos por el depositario en una transacción en el mercado secundario (usualmente este es el caso); y el emisor extranjero debe acceder al sistema de revelación continua de información de la SEC bajo el Exchange Act de 1934 (al menos cumpliendo con la Regla 13g3-2 (b)).<sup>77</sup>

En seguida estudiaremos en forma más detallada los ADR's y los GDR's.

### 9.3 ADR's y GDR's

**ADR's:** Los ADR's (American Depositary Receipts) son certificados negociables representativos de acciones de emisores extranjeros, los cuales son transados dentro del mercado norteamericano. Tal como lo acabamos de mencionar, los ADR's son la forma en que los emisores extranjeros ponen a disposición de los inversionistas norteamericanos sus acciones dentro del mercado norteamericano.

---

<sup>77</sup> *Ibidem*. Pg. 314

La utilización de ADR's para este propósito es una alternativa diferente con la que cuenta el emisor extranjero para colocar acciones de sus empresas extranjeras dentro del mercado estadounidense sin necesidad de realizar emisión de estas acciones dentro del mercado de valores, con los requisitos que estas emisiones de títulos extranjeros exigen.

¿Como funciona un típico programa de ADR's? El profesor Alan R. Palmiter lo expone así en su libro "Securities Regulation, Examples & Explanations":

- "Un banco de Estados Unidos realiza un acuerdo con un emisor privado extranjero para actuar como depositario de los valores de dicho emisor (un programa de ADR patrocinado).
- El depositario estadounidense emite ADR's dirigidos a inversionistas estadounidenses. Cada ADR es un certificado negociable que representa la propiedad de un número determinado de valores del emisor extranjero.
- El depositario estadounidense adquiere una cantidad igual y correspondiente de los valores del emisor extranjero, que típicamente están por fuera de los Estados Unidos en manos de un custodio extranjero.
- El ADR se transa en los Estados Unidos de la misma forma en que se transa cualquier otro valor norteamericano transable en los mercados de Estados Unidos. El precio del ADR (en dólares) esta basado en los precios de la acción extranjera subyacente, que típicamente también se transa dentro de su mercado domestico.
- Después de emitir el ADR, el depositario estadounidense actúa como agente pagador para los tenedores del ADR. El banco recolecta los dividendos, los convierte en dólares de los Estados Unidos y los distribuye a los tenedores en los Estados Unidos. El banco también recolecta la información del emisor y disemina materiales "proxy" a los tenedores de ADR's.
- El depositario norteamericano actúa como agente de transferencia para los ADR's, llevando una relación de las transacciones entre los inversionistas norteamericanos. El depositario también se encuentra listo para intercambiar los ADR's por los valores extranjeros subyacentes".<sup>78</sup>

El mismo autor menciona que el crecimiento del mercado de ADR's ha sido muy significativo en los últimos años ya que del año 1986 al año 2000 el valor de los ADR's transados en el mercado estadounidense a crecido de US\$ 30 billones a US\$ 693 billones.

Lo anterior no es sorprendente en el sentido de que los ADR's son papeles fácilmente negociables que por el hecho de representar acciones extranjeras ofrecen una alternativa a los inversionistas norteamericanos para diversificar su portafolio con acciones foráneas, sin necesidad de tener contacto directo con el emisor extranjero, puesto que el interlocutor y representante de los certificados dentro de Estados Unidos frente al inversionista es el banco estadounidense emisor de los ADR's.

---

<sup>78</sup> Palmiter, Alan R. "Securities Regulation, Examples & Explanations" , Ob.Cit., Pg. 486

Sin embargo, la SEC otorga un tratamiento regulatorio particular a los ADR's en el sentido de considerar estos certificados como separados de la acción extranjera subyacente que estos representan.

Para la SEC la emisión de ADR's involucra una oferta pública de valores en los Estados Unidos. Por lo anterior, el banco depositario que emite ADR's está sujeto a los requisitos de registro del Securities Act y la compañía extranjera cuyos valores se transan por medio de los ADR's en los mercados públicos de valores de los Estados Unidos se convierte en sujeto de los requisitos de reporte bajo el Exchange Act.

No obstante lo anterior y según lo menciona el profesor Palmiter, los requisitos de reporte y registro bajo las leyes federales de valores son particularmente caros y representan cargas para las compañías extranjeras que generalmente están sujetas a estándares locales menos exigentes en cuanto a revelación de información y estándares financieros y contables, motivo por el cual la SEC exige a las compañías extranjeras estándares diferentes a los exigidos a los emisores estadounidenses, los cuales varían dependiendo del nivel de presencia de la compañía extranjera dentro del mercado de valores norteamericano.

Los siguientes son los 3 niveles existentes de presencia de las compañías extranjeras dentro del mercado de valores norteamericano, los cuales tienen denominaciones típicas del mercado norteamericano:

**“Nivel 1- poner un pie en aguas estadounidenses:** En el primer nivel, los ADR's no pueden ser transados en las bolsas de valores o a través de Nasdaq, y la regulación de valores estadounidense es modesta. El banco depositario registra los ADR's bajo el Securities Act mediante el registro de la Forma F-6 que simplemente describe el programa ADR y anexa el acuerdo de depósito y una muestra del certificado ADR.

La SEC exceptúa el nivel 1 del Programa de ADR's de los requisitos de reporte contenidos en el Exchange Act si el emisor anualmente provee a la SEC con un listado de las obligaciones de divulgación de los emisores y con información material del emisor que éste haga pública en su país de origen (Regla 12g3-2 (b)). Bajo esta excepción, los ADR's pueden ser cotizados en “hojas rosadas” de los broker dealers en los mercados OTC, pero no pueden ser cotizados o transados en bolsas de valores o Nasdaq. Un programa de nivel 1, diseñado para dar a los inversionistas estadounidenses acceso a valores de emisores extranjeros existentes, no puede ser utilizado para obtener o levantar capital.

Los costos de entrar en un programa de nivel 1 son bajos, estando en un promedio de US\$ 25,000. Las ganancias para los emisores extranjeros pueden ser significativas puesto que los precios de las acciones usualmente suben de 4 a 6 por ciento.

**Nivel 2- andar entre aguas estadounidenses:** En el segundo nivel, los ADR's pueden ser transados en bolsas de valores estadounidenses o a través de Nasdaq. El banco depositario estadounidense debe registrar el ADR bajo el Securities Act y bajo la Forma F-6, pero el emisor extranjero se convierte en sujeto al requisito de reporte periódico completo y otros requerimientos del Exchange Act. Para poder listar en una bolsa de valores estadounidense o para ser cotizado en Nasdaq, el emisor extranjero debe presentar una Forma 20-F bajo el Exchange Act (ver S13.2.4). Al igual que con el nivel 1, un programa de ADR's de nivel 2 no puede ser utilizado para obtener o levantar capital.

Las compañías extranjeras en el nivel 2 invariablemente encuentran los requisitos de divulgación de la Forma 20-F más detallados y exigentes que los que están acostumbrados a ver en sus mercados locales (Ver Forma 20-F). Quizás resulta aun más significativo el hecho de que la compañía extranjera debe poner de conformidad su contabilidad normal con el GAAP de Estados Unidos que generalmente requiere mayor divulgación de información financiera detallada que la exigida por la regulación contable extranjera. Por ejemplo, el U.S. GAAP requiere de un análisis de información por segmento de las varias operaciones de la compañía y la divulgación de aspectos sensibles (a veces vergonzosos) tales como sus propiedades más grandes, procesos legales materiales pendientes o investigaciones gubernamentales, la identidad de cualquiera de sus accionistas que detenten el 10%, contraprestaciones para su junta directiva y transacciones entre la compañía y sus accionistas o ejecutivos controlantes. La compañía debe actualizar su Forma 20-F anualmente.

Los costos de establecer un programa de nivel 2 son significativos, promediando un valor mayor a 1 millón de dólares, pero los beneficios pueden justificar los costos. El mayor acceso a los inversionistas estadounidenses y la mayor estatura que se deriva de la divulgación exigida por el US GAAP pueden incrementar los precios entre un 10 y un 15 por ciento.

**Nivel 3- nadando en aguas estadounidenses:** En el nivel 3, el emisor extranjero realiza una oferta pública de sus valores a los inversionistas estadounidenses. El informe de registro para un programa de nivel 3 debe contener esencialmente la misma información que el reporte anual 20-F requerido en el nivel 2. El programa de ADR's de nivel 3 es el único programa que permite a los emisores extranjeros obtener o levantar capital en los Estados Unidos.

Una oferta pública en los Estados Unidos puede costar típicamente más de US\$ 1.5 millones. Para muchos emisores extranjeros con grandes necesidades de capital el mercado público de los Estados Unidos puede ofrecer una base de inversión no disponible en su mercado local o en ningún otro lugar del mundo.<sup>79</sup>

**GDR's.** Se denominan "Global Depositary Receipts" (GDR's) aquellos certificados negociables mediante los cuales los inversionistas extranjeros ofrecen sus títulos valores de forma global, esto es, fuera de los Estados Unidos total o parcialmente. La parte del programa de GDR's que se desarrolla dentro de los Estados Unidos opera de la misma manera en que operan los programas para los ADR's y le aplican los mismos requisitos y procedimientos.

#### **9.4 Regulación S y Regla 144A**

La dinámica de los mercados de capitales no es para nada ajena al fenómeno de la globalización de la economía y por lo tanto estos se han tornado en mercados cada vez más internacionales. Para atender los requerimientos de un mercado de capitales globalizado, la SEC ha venido expidiendo regulaciones entre las cuales se encuentran la Regulación S y la Regla 144A.

Sin embargo, estas regulaciones han sido producto de una necesidad de los mercados que se ha venido manifestando a través de los años.

---

<sup>79</sup> Palmiter, Alan R. "Securities Regulation, Examples & Explanations", Ob. Cit., Pgs. 487 y 488

La evolución de la normativa de la SEC para atender las necesidades de internacionalización del mercado ha sido abordada por el profesor Palmiter en su libro "Securities Regulation, Examples & Explanations" de la siguiente forma:

El Securities Act de 1933 establece que los valores no pueden ser ofrecidos, vendidos o entregados en el comercio interestatal (comercio interestatal incluye el comercio entre países extranjeros y cualquier estado de los Estados Unidos), salvo que hayan sido registrados. Bajo esta visión, el Securities Act tenía un alcance muy amplio y abarcaba ofertas públicas de emisores estadounidenses hechas a inversionistas extranjeros a fuera de los Estados Unidos, distribuciones secundarias hechas por inversionistas estadounidenses para revender a inversionistas extranjeros y ofertas públicas hechas por emisores extranjeros por fuera de los Estados Unidos si alguno de los valores era comprado por un inversionista de los Estados Unidos.

Dando una lectura amplia al Securities Act, estos inversionistas y emisores debían cumplir con los requisitos de registro del Securities Act y con las leyes de valores extranjeras, inclusive cuando no había compradores estadounidenses contemplados.

La SEC empezó a tratar de reducir el alcance de la anterior interpretación y trató de mitigar las preocupaciones de los emisores tanto estadounidenses como extranjeros que buscaban obtener capital por fuera de su país. Para lo anterior, la SEC estableció en 1964 que no había obligación de registro bajo la Sección 5 para las ofertas hechas a inversionistas extranjeros si la oferta se quedaba en el extranjero y no era redistribuida a nacionales de los Estados Unidos. Sin embargo, lo anterior solo resultó medianamente reconfortante para los inversionistas.

En los noventas las transacciones de valores por fuera de los Estados Unidos crecieron en importancia y la SEC buscó dar mayor claridad estableciendo una serie de "puertos seguros" (safe harbors) conocidos como la "Regulación S" para dar guía a los emisores e inversionistas estadounidenses y extranjeros que transaran con valores no registrados por fuera de los Estados Unidos.<sup>80</sup>

**Regulación S:** La Regulación S expedida por la SEC en 1990, establece reglas que aplican a ofertas y ventas de valores hechas por fuera de los Estados Unidos sin registro bajo el Securities Act de 1933. Esta regulación de la SEC esta conformada por las Reglas 901, 902, 903 y 904, las cuales buscan dar claridad a la aplicación extraterritorial de los requisitos de registro bajo el Securities Act de 1933 y buscan facilitar a los emisores extranjeros su presencia dentro del mercado de valores norteamericano, en aras de globalizar e internacionalizar este mercado.

En la Regulación S, la SEC hizo énfasis en un enfoque territorial, donde se busca que los requisitos de registro protejan el mercado estadounidense incluyendo a ciudadanos estadounidenses y extranjeros. Esta regulación más que proteger a los inversionistas estadounidenses, busca proteger al mercado en sí incluyendo a todos los inversionistas del mercado (ya sean nacionales o extranjeros).

---

<sup>80</sup> Palmiter, Alan R. "Securities Regulation, Examples & Explanations", Ob. Cit., Pg. 470



En este sentido, la SEC se pronunció así: “El enfoque territorial reconoce la primacía de las leyes en que un mercado está localizado. Cuando un inversionista escoge sus mercados, así escoge las leyes y regulaciones aplicables en dichos mercados”.

En este sentido, la Regla 901 establece que si una oferta y venta de valores ocurre por fuera de los Estados Unidos los requisitos de registro de la SEC no le son aplicables. En caso contrario, si una oferta y venta de valores ocurre dentro de los Estados Unidos, los requisitos de registro de la SEC le son aplicables. Lo dispuesto en la Regla 901 evidencia el enfoque territorial de la Regulación S en el sentido de exigir requisitos de registro a las emisiones y ventas de valores hechas dentro de los Estados Unidos y no exigirlos a las emisiones y ventas hechas por fuera de los Estados Unidos, aunque los valores sean adquiridos por ciudadanos estadounidenses.

“Para dar claridad respecto a cuando una oferta y venta se considera hecha por fuera de los Estados Unidos, la Regulación S provee dos estipulaciones que son puertos seguros no exclusivos, establecidos en las Reglas 903 y 904. Si la oferta y venta satisface las condiciones de cualquiera de los dos puertos seguros, dicha transacción se entenderá ocurrida por fuera de los Estados Unidos y por fuera del alcance de la Sección 5. Por ende, el perfeccionar cualquiera de los dos puertos seguros asegura que los requisitos de registro del Securities Act no aplican”<sup>81</sup>.

Pero, ¿cuáles son estos dos puertos seguros? Estos puertos seguros son los contemplados en las Reglas 903 y 904:

A) Puerto Seguro del Emisor: La Regla 903 hace referencia a un puerto seguro del emisor, y,

B) Puerto Seguro para las Reventas: la Regla 904 hace referencia a un puerto seguro para las reventas.

Las Reglas 902 y 903 establecen dos condiciones aplicables a todas las ofertas y ventas basadas en puertos seguros ya sea del emisor o de la reventa. Estas condiciones son las siguientes:

1. Que la oferta o venta sea hecha en una transacción llevada a cabo por fuera de los Estados Unidos. Lo anterior implica que no haya oferta o venta a ninguna persona en los Estados Unidos y que, o el comprador esté por fuera de los Estados Unidos, o que el vendedor crea razonablemente que el comprador está por fuera de los Estados Unidos al momento en que la orden de compra sea originada), y

2. Que no haya esfuerzos de venta dirigidos en los Estados Unidos en conexión con la distribución o reventa de los valores.

En cuanto a la segunda condición, la Regla 902(c)(1) trae la definición de “esfuerzos de venta dirigidos”. Esfuerzo de venta dirigido significa cualquier actividad emprendida con el propósito de, o que razonablemente pueda esperarse que tenga el efecto de condicionar el mercado en los Estados Unidos hacia cualquiera de los valores ofrecidos bajo la Regulación S. Dichas actividades incluyen publicar avisos en una publicación de

---

<sup>81</sup> Steinberg, Marc I. “Understanding Securities Law”, Ob.Cit, Pg. 69

circulación general en los Estados Unidos que se refieran a la oferta de valores que se esté llevando a cabo bajo la Regulación S.

La Regla 902(c)(3) también indica aquello que no es considerado como un esfuerzo de venta dirigido. No es considerado esfuerzo de venta dirigido lo siguiente:

i) publicar avisos publicitarios cuya publicación sea requerida bajo las leyes de los Estados Unidos o las leyes extranjeras, desde que dichos avisos no contengan más información de la requerida legalmente e incluyan una declaración referente a que los valores no han sido registrados bajo el Securities Act y que no podrán ser ofrecidos o vendidos en los Estados Unidos sin el debido registro o sin excepción aplicable a los requerimientos de registro,

ii) contacto con las personas excluidas de la definición de “Persona de los Estados Unidos”<sup>82</sup>, o personas que detenten cuentas excluidas de la definición de “Personas de los Estados Unidos” únicamente en su capacidad como tenedores de dichas cuentas,

iii) Un aviso en cualquier publicación de circulación general en los Estados Unidos desde que: a) la publicación tenga menos de 20% de su circulación en los Estados Unidos, b) Dicho aviso contenga una leyenda que diga que los valores no han sido registrados bajo el Securities Act y no podrán ser ofrecidos o vendidos en los Estados Unidos de no existir

---

<sup>82</sup> Según lo establecido en la Regla 902 k)(1), “Persona de los Estados Unidos” significa: i) cualquier persona natural residente en los Estados Unidos, ii) Cualquier asociación o corporación organizada o constituida bajo las leyes de los Estados Unidos, iii) Cualquier propiedad o bien en que cualquiera de sus ejecutores o administradores sea una persona de los Estados Unidos, iv) Cualquier fiducia en que cualquiera de sus fideicomisarios sea una persona de los Estados Unidos, v) Cualquier agencia o sucursal de una entidad extranjera localizada en los Estados Unidos, vi) Cualquier cuenta no discrecional (diferente a una fiducia) detentada por un dealer u otro fiduciario para el beneficio de una persona de los Estados Unidos, y, vii) Una asociación o corporación si: a) está organizada o incorporada bajo las leyes de cualquier jurisdicción extranjera, y, b) está conformada por una persona de los Estados Unidos principalmente con el propósito de invertir en valores no registrados bajo el Securities Act, salvo que esté organizada o incorporada y sea de propiedad de inversionistas acreditados que no sean personas naturales o fiducias. De otra parte, la Regla 902 k) (2) establece que no se consideran personas de los Estados Unidos las siguientes: i) cualquier cuenta discrecional o cuenta similar (diferente a una fiducia) detentada para el beneficio de una persona que no es de los Estados Unidos, por un dealer u otro profesional fiduciario organizado, incorporado o (de ser personal natural) residente en los Estados Unidos, ii) Cualquier propiedad donde cualquier fiduciario profesional que actúe como ejecutor o administrador sea una persona de los Estados Unidos, si: a) el ejecutor o administrador tiene discrecionalidad para invertir respecto a los activos de dicha propiedad, y, b) La propiedad esta regida por normas extranjeras, iii) Cualquier fiducia en que cualquier fiduciario profesional que actúe como fideicomisario sea una persona de los Estados Unidos, si el fideicomisario tiene discrecionalidad para invertir respecto a los activos de la fiducia y ningún beneficiario de la fiducia es una persona de los Estados Unidos, iv) Un plan de beneficios para empleados establecido y administrado de conformidad con la ley de un país diferente a los Estados Unidos y de conformidad con las costumbres y documentación de dicho país, v) Cualquier agencia o sucursal de una persona de los Estados Unidos localizada por fuera de los Estados Unidos, si: a) La agencia o sucursal opera para negocios validos, y, la agencia o sucursal desarrolla negocios de seguros o banca y esta sujeta a la ley de seguros o de banca de la jurisdicción donde se encuentra localizada, y, vi) El Fondo Monetario Internacional, El Banco Internacional para la Reconstrucción y Desarrollo, El Banco Interamericano de Desarrollo, El Banco Asiático de Desarrollo, El Banco Africano de Desarrollo, las Naciones Unidas, sus agencias, afiliadas o planes de pensiones y cualquier otra organización internacional similar, sus agencias, afiliadas y planes de pensiones.

registro o una excepción aplicable a los requisitos de registro, y, c) dicho aviso no contenga más información que: 1. El nombre del emisor, 2. El monto y título de los valores a ser vendidos, 3. Una corta indicación del tipo de negocios del emisor, 4. El precio de los valores, 5. El rendimiento de los valores en caso de ser títulos de deuda de interés fijo, 6. El nombre y dirección de la persona que coloca el aviso de publicidad y si dicha persona participa en la distribución, 7. Los nombres de los subscriptores principales, 8. De haberlas, las fechas en que las ventas comenzaron y concluyeron, 9. Si los valores son o fueron ofrecidos por derechos emitidos a los tenedores de valores y de ser así, la clase de valores que podían ser suscritos, el radio de suscripción, la fecha de la transacción, la fecha o fechas en que los derechos fueron emitidos y expirados y el precio de suscripción, y, 10. Cualquier leyenda requerida por la ley o por cualquier autoridad regulatoria o auto-regulatoria de los Estados Unidos o extranjera;

iv) Tours de buena fe a propiedad raíz, plantas u otras facilidades localizadas en los Estados Unidos, conducidos para un inversionista potencial por un emisor, un distribuidor, cualquiera de sus afiliados o personas que actúen en nombre de los anteriores,

v) Distribución en los Estados Unidos de cuotas de un broker-dealer extranjero por un sistema de un tercero que distribuya dichas cuotas principalmente en países extranjeros, si: a) Las transacciones de valores no pueden ser ejecutadas entre broker-dealers extranjeros y personas en los Estados Unidos a través del sistema, y, b) los emisores, distribuidores, sus afiliados, personas actuando a nombre de cualquiera de los anteriores, broker-dealers extranjeros y otros participantes en el sistema no inician contactos con personas de Estados Unidos o personas en los Estados Unidos mas allá de esos contactos exceptuados bajo la Regla 15<sup>a</sup>-6 el Exchange Act,

vi) Publicación hecha por un emisor de una noticia de acuerdo a la Regla 135 o Regla 135(c), y

vii) Dar a un reportero acceso a conferencias de prensa realizadas por fuera de los Estados Unidos, a reuniones con el emisor o representantes del tenedor de los valores a ser vendidos conducidas por fuera de los Estados Unidos, a material escrito de prensa publicado por fuera de los Estados Unidos en el cual una oferta de valores presente o futura está siendo discutida, si los requisitos de la Regla 135e son satisfechos.

A) Puerto Seguro del Emisor: Este puerto seguro que está consagrado en la Regla 903, aplica al emisor, a los distribuidores del emisor, sus afiliados y personas que actúan en nombre de los anteriores, y puede ser utilizado tanto por emisores de los Estados Unidos como por emisores extranjeros que ofrezcan valores por fuera de los Estados Unidos.

Los requisitos para estar cobijado bajo el puerto seguro del emisor varían dependiendo del tipo de valores ofrecido. Estos tipos de valores son clasificados por la SEC en 3 categorías: Categoría I, Categoría II y Categoría III. Estas categorías dependen de la probabilidad de que estos valores vuelvan a entrar a los Estados Unidos. Si la probabilidad de que los valores vuelvan a entrar a los Estados Unidos es baja, los requisitos para evitar el registro son más laxos, y al contrario, si la posibilidad de que los valores vuelvan a entrar a los Estados Unidos es alta, los requisitos para evitar el Registro ante la SEC se vuelven más complicados. La Categoría I es la más laxa y la Categoría III es la más complicada dentro del esquema de la Regulación S.

Veamos entonces la descripción de estas tres categorías:

Categoría I-Valores de emisores extranjeros: Antes de describir la categoría, resulta necesario conocer la definición de “emisor extranjero”, la cual se encuentra en la Regla 902(e) que establece que emisor extranjero es todo aquel que no sea un emisor doméstico, y emisor doméstico es cualquier emisor diferente a un gobierno extranjero o a un emisor privado extranjero.

Los valores de la Categoría I son aquellos valores de emisores extranjeros:

- i) para los que no existe interés sustancial del mercado estadounidense,
- ii) ofrecidos y vendidos en ofertas por fuera de Estados Unidos,
- iii) garantizados por la buena fe y el crédito de un gobierno extranjero, y,
- iv) vendidos bajo algunos Planes de Beneficios para Empleados.

Para satisfacer el puerto seguro del emisor, un emisor de valores de Categoría I solo debe reunir los dos requisitos generales antes mencionados, estos son: i) que la transacción sea por fuera de los Estados Unidos, ii) que no hayan esfuerzos de venta dirigidos en los Estados Unidos.

La SEC solo pide se llenen estos dos requisitos generales puesto que considera que la posibilidad de que estos valores de Categoría 1 vuelvan a entrar a los Estados Unidos es una posibilidad baja.

Bajo la Categoría 1, las ventas a inversionistas de los Estados Unidos hechas por fuera de los Estados Unidos son permitidas. Tal como lo menciona el profesor Marc I. Steinberg, “En conclusión, antes de la promulgación de la Regulación S, la aplicabilidad de las leyes de valores federales a ofertas bajo la Categoría I no era clara. Hoy, la Regulación S aclara el alcance de los requisitos de registro del Securities Act en este contexto y establece unas cargas regulatorias relativamente minimalistas con respecto a dichas ofertas”.<sup>83</sup>

Categoría II-Ofertas de compañías estadounidenses y extranjeras sujetas a los requerimientos de reporte del Exchange Act de 1934 y ofertas de títulos de deuda de emisores extranjeros que no reportan: Para pertenecer a esta categoría, el emisor además de satisfacer las dos condiciones generales antes mencionadas, esto es, i) que la transacción sea hecha por fuera de los Estados Unidos y ii) que no hayan esfuerzos de venta dirigidos en los Estados Unidos; debe a cumplir con ciertas restricciones en la venta.

Las restricciones de venta aplicables son de dos tipos: i) restricciones transaccionales, y, ii) restricciones a la oferta.

- i) Restricciones Transaccionales: Prohíbe ofrecer y vender estos valores en los Estados Unidos o a una persona de los Estados Unidos, durante un periodo restrictivo de 40 días.

---

<sup>83</sup> “Understanding Securities Law”, Marc I. Steinberg, Third Edition, 2000. Lexis Publishing, Pg. 72

ii) Restricciones a la Oferta: Estas restricciones son procedimientos que aplican a la oferta consistentes en exigir que los distribuidores acuerden por escrito que todas las ofertas y ventas durante el periodo restrictivo aplicable serán hechas solo bajo el puerto seguro de la Regulación S, bajo el registro requerido por el Securities Act o bajo alguna de sus excepciones al registro. Así mismo, los materiales y documentación de la oferta deberán incluir declaraciones que digan que los valores no han sido registrados bajo el Securities Act y no podrán ser ofrecidos o vendidos en los Estados Unidos o a personas de los Estados Unidos, salvo que sean registrados o exista una excepción al registro aplicable.

Categoría III-Para todos los valores que no encuadran en las Categorías I y II: Esta categoría incluye ofertas de emisores estadounidenses que no reporten y valores de emisores extranjeros que no reporten cuando exista un interés sustancial del mercado estadounidense en dichos valores.

Los requisitos para encuadrar bajo la Categoría III son los siguientes:

i) Requisitos Generales: a) que la transacción sea hecha por fuera de los Estados Unidos y b) que no haya esfuerzos de venta dirigidos en los Estados Unidos o a una persona de los Estados Unidos,

ii) Restricciones a la Oferta: Exigencia a los distribuidores para que acuerden por escrito que todas las ofertas y ventas durante el periodo restrictivo aplicable serán hechas solo bajo el puerto seguro de la Regulación S, bajo el registro requerido por el Securities Act o bajo alguna de sus excepciones al registro. Así mismo, los materiales y documentación de la oferta deberán incluir declaraciones que digan que los valores no han sido registrados bajo el Securities Act y no podrán ser ofrecidos o vendidos en los Estados Unidos o a personas de los Estados Unidos, salvo que sean registrados o exista una excepción al registro aplicable.

iii) Restricciones Transaccionales: Las restricciones transaccionales de la Categoría III son más exigentes que aquellas establecidas para la Categoría II. Los títulos de deuda ofrecidos bajo la Categoría III tienen un periodo restrictivo de 40 días durante el cual los valores no pueden ser vendidos a una persona de los Estados Unidos o para el beneficio de una persona de los Estados Unidos. Para el caso de la venta de acciones, la restricción es de un año y el comprador del valor deberá certificar que no es una persona de los Estados Unidos, que no adquirió el valor para el beneficio de alguna persona de los Estados Unidos y que al revender dicho valor solo lo hará bajo la Regulación S, mediante un informe de registro o bajo alguna de las excepciones al registro.

B) Puerto Seguro para las Reventas: “El puerto seguro para la reventa está disponible solo para los tenedores de valores que no son emisores, afiliados de un emisor, distribuidores o afiliados de un distribuidor. No obstante, bajo ciertas circunstancias, oficiales y directivos de un emisor y profesionales de los valores pueden usar el puerto seguro para las reventas. Al satisfacer todas las condiciones del puerto seguro para las reventas, los requisitos de registro del Securities Act pueden ser evitados. En general, personas diferentes a profesionales de los valores y oficiales y directivos de un emisor pueden vender con base en el puerto seguro para las reventas si satisfacen las condiciones generales aplicables a las transacciones de la Regulación S, 1) que la

transacción sea por fuera de los Estados Unidos, 2) que no haya esfuerzos de venta dirigidos en los Estados Unidos”.<sup>84</sup>

Enmiendas a la Regulación S: En el desarrollo práctico de la Regulación S, la SEC comenzó a advertir que los beneficios otorgados por esta regulación estaban siendo mal utilizados por algunos emisores para efectos de evadir el registro de valores ante la SEC.

Para efectos de evitar los malos usos a esta regulación sin perder los beneficios de la misma otorgados a aquellos emisores que si se encuadraran dentro del alcance e intención de la norma, la SEC expidió una serie de enmiendas a la Regulación S, las cuales son descritas por el profesor Marc I. Steinberg en su libro “Understanding Securities Law” de la siguiente manera:

“Las enmiendas a la Regulación S de 1998:

1. Clasifican las acciones de todos los emisores estadounidenses (para compañías que reportan y para aquellas que no reportan) colocadas por fuera de los Estados Unidos bajo la Regulación S, como “valores restringidos” dentro del significado de la Regla 144,
2. Dan alineación al periodo restrictivo de la Regulación S para las acciones emitidas por todas las compañías estadounidenses, con los “periodos de tenencia” de la Regla 144, incrementando de 40 días a un año el periodo durante el cual las personas que utilizan los puertos seguros de la Regulación S no pueden vender dichos valores a personas de los Estados Unidos, salvo que se haga con registro o una excepción válida al registro (denominado el “distribution compliance period”),
3. Imponen certificaciones, leyendas y otros requerimientos para las ventas de acciones que hagan todos los emisores de los Estados Unidos (reporten o no reporten),
4. Requieren a los compradores de estas acciones venidas por emisores de los Estados Unidos acordar no realizar operaciones de cubrimiento con relación a dichos valores salvo que dichos valores salvo que dichas operaciones estén en cumplimiento del Securities Act,
5. Salvo que ciertas condiciones sean satisfechas, prohíben el uso de pagarés como pago por las acciones, y
6. Aclaran que las reventas hechas por fuera de los Estados Unidos bajo la Regla 901 o la Regla 904 de acciones de emisores de los Estados Unidos clasificados como “valores restringidos” tal como aparecen definidos en la Regla 144, no afectarán el status de restricción de dichos valores o levantarán el status de restricción de dichos valores.”<sup>85</sup>.

Como conclusión a la Regulación S, el mismo profesor Steinberg recapitula lo siguiente:

“Mediante la promulgación de la Regulación S la SEC ha reconocido la existencia de una economía global y el importante rol de las transacciones internacionales de valores. Aunque no es la panacea, la Regulación S establece un marco estadounidense uniforme respecto a las emisiones internacionales de valores. Más aun, la Regulación S disminuye

---

<sup>84</sup> “Understanding Securities Law”, Marc I. Steinberg, Third Edition, 2000. Lexis Publishing, Pg. 75

<sup>85</sup> Steinberg, Marc I. “Understanding Securities Law”, Ob.Cit., Pg. 76

algo de la ambigüedad que existía bajo el régimen regulatorio anterior. La Regulación S además de crear un acercamiento más flexible y con menores cargas y obstáculos regulatorios, es usada junto con la Regla 144A para incrementar la inversión en emisores extranjeros y para expandir las transacciones internacionales en valores en general”<sup>86</sup>

**Reglas 144A:** El objetivo primordial de la Regla 144A es atraer a compañías extranjeras a los mercados de capital de Estados Unidos. Tal como lo hemos mencionado, la Regla 144A ha sido utilizada por inversionistas y emisores como un mecanismo para expandir las transacciones internacionales de valores.

Esta regla se constituye en otro puerto seguro dispuesto por la SEC para eximir del requisito de registro exigido por el Securities Act, a aquellas reventas de valores restringidos hechas a “compradores institucionales calificados” (QIBs-“Qualified Institutional Buyers”), hechas por personas diferentes al emisor de los valores restringidos.

La SEC considera que las reventas hechas a los QIB’s no requieren de la protección general dada por los requisitos de registro establecidos para las ventas o reventas hechas a otros inversionistas, puesto que los QIB’s tienen la capacidad económica o el expertise y conocimiento del mercado necesarios para hacer inversiones informadas.

Compradores Institucionales Calificados-QIBs: La Regla 144<sup>a</sup> define a los QIBs en su literal a) 1) como entidades que actuando a nombre propio o a nombre de otro QIB, posean al menos US\$ 100 millones invertidos en valores de emisores que no sean de afiliados del comprador. Algunos ejemplos de estos QIBs son las compañías de seguros, compañías de inversión, planes de beneficios a empleados, entre otros.

Si se trata de Bancos, además del anterior requisito, estas instituciones deben tener un valor neto de al menos US\$ 25 Millones. Para el caso de Brokers y Dealers, el requisito es diferente. Estos deben tener invertido al menos US\$ 10 Millones en valores de emisores que no sean afiliados a dicho broker-dealer.

Tal como se menciona en el libro “Understanding Securities Law”, la Regla 144<sup>a</sup> esta dirigida a tres escenarios del mercado de reventa de valores:

- i) La venta de títulos de deuda de suscriptores a QIB’S
- ii) Reventa de valores restringidos vendidos originalmente en ofertas privadas o limitadas,
- iii) Reventa de valores de empresas extranjeras o de valores ofrecidos originalmente por fuera de los Estados Unidos, como sucede con la Regulación S.

La Regla 144A está siendo utilizada por varios emisores para evadir los requerimientos de registro federales. Por ejemplo, una compañía que busca emitir títulos de deuda coloca dichos títulos con un suscriptor bajo la excepción de la Sección 4(2), quien a su vez los vende a QIB’s bajo la Regla 144A. La Regla 144A ha resultado ventajosa porque dichas

---

<sup>86</sup> Ibid. Pg. 77

ofertas pueden ser efectuadas casi instantáneamente y sin los requerimientos rigurosos de divulgación exigidos en las ofertas registradas.<sup>87</sup>

Bajo la Regla 144A, el vendedor de los valores debe creer razonablemente que su comprador es un QIB, y es éste vendedor el responsable de otorgar tal calificación a su comprador.

De otra parte, la Regla 144A no está disponible para valores que al momento de su emisión tengan la misma clase (por ejemplo, que sean fungibles) que valores transados en una bolsa de los Estados Unidos o cotizados en Nasdaq. Tal como lo menciona el profesor Steinberg en su libro "Understanding Securities Law", esta condición de no fungibilidad surgió por la preocupación de que la Regla 144A resultara en el desarrollo de mercados públicos y privados paralelos para la misma clase de valores, trayendo como consecuencia pérdidas de liquidez a los mercados ya establecidos.

Bajo la Regla 144A, el emisor tiene el deber de que al ser requerido para tal efecto, provea al tenedor y al comprador en potencia de los valores, de cierta información básica relacionada con su negocio y sus estados financieros (desde que el emisor no sea una compañía que debe reportar bajo el Exchange Act del 34 y no esté exenta de dicho reporte bajo la Regla 12g3-2(b) del Exchange Act).

Así mismo, la Regla 144A exige que el vendedor tome medidas razonables para efectos de notificar al QIB el hecho de que el vendedor está utilizando la Regla 144A como una excepción al registro requerido por el Securities Act.

A pesar de todos los beneficios que han sido endilgados a la Regla 144A, la misma también ha sido objeto de críticas. El profesor Steinberg en su libro "Understanding Securities Law" menciona que la Regla 144A ha generado preocupación de que la misma tenga un impacto adverso frente a los inversionistas individuales.

"Frente a dichas críticas, la promulgación hecha por la SEC de la Regla 144A, representa otro ejemplo del favorecimiento de la comisión frente a la formación de capital y frente a los inversionistas institucionales en detrimento de los inversionistas ordinarios. En carta dirigida al entonces director de la SEC, David Verdeen, dos influyentes congresistas, John D. Dingell y Edward J. Markey, afirmaron que la Regla 144A podría ser inválida al exceder el alcance de la autoridad de la Comisión en ésta área (esto es, que la excepción, Regla 144A, excede el alcance de los estatutos, Sección 4(1) y Sección 4(4), en los que la excepción de la Regla 144A están basados). Los Congresistas también expresaron su preocupación a nivel de políticas:

*"Nosotros apoyamos firmemente lo que entendemos que son los objetivos de la política que conllevó la adopción de la Regla 144A por parte de la Comisión. Los miembros de la Comisión deben ser elogiados por su creatividad, duro trabajo y la alta calidad de sus esfuerzos en la búsqueda de la ampliación de la competitividad de los Estados Unidos en los mercados globales de hoy en día. Sin embargo, estamos preocupados respecto a los mecanismos específicos establecidos para alcanzar dichas metas.*

---

<sup>87</sup> Ver Raghaven, Private Placement Market Is Proving Popular, Wall St. J., Abril 1, 1997, en C14 (diciendo que el primer trimestre de 1997, \$17.8 billones de títulos de deuda fueron vendidos bajo la Regla 144 A).



*En particular, nos preocupa el posible desarrollo de un mercado paralelo de valores para los inversionistas estadounidenses, uno público y otro privado, y de las serias implicaciones negativas de dicho desarrollo; la disminución de la disponibilidad de muchas inversiones de calidad para pequeños inversionistas, y, contrariamente, una mayor posibilidad de que inversiones malas lleguen a inversionistas inadvertidos a través de fondos mutuos y de pensiones u otros medios donde haya escapes, y la disminución que trae la regla de la cantidad y tipo de información a ser revelada, particularmente en relación a compañías extranjeras sobre las cuales los inversionistas estadounidenses históricamente han tenido muy poca información (el extracto de la carta esta contenido y discutido en Barron, "Some Comments on SEC Rule 144A, 18 Sec. Reg. L.J. 400 (1991))".<sup>88</sup>*

---

<sup>88</sup> Steinberg, Marc I. "Understanding Securities Law", Ob. Cit, Pg. 148.

## 10. EVOLUCION RECIENTE DE LA LEGISLACION DE VALORES DE LOS ESTADOS UNIDOS PARA LA PROTECCION DE LA ESTABILIDAD DEL MERCADO-SARBANES-OXLEY ACT

En los últimos años, el mercado de valores de los Estados Unidos se ha visto envuelto en varios escándalos por fraude, dentro de los cuales sobresalió el caso Enron por su impacto perverso en la seguridad, solidez y confianza de los inversionistas en el mercado público de valores estadounidense.

En respuesta a esta situación, el Congreso de los Estados Unidos expidió en el año 2002 el “Sarbanes-Oxley Act” conocido como SOX, como señal de renovación del compromiso frente a la responsabilidad por fraude en el ámbito del mercado de valores.

El SOX “codificó (con cambios menores) la mayor parte de la Regla 102(e) como una nueva Sección 4(c) del Exchange Act. Esta nueva sección hace relación a la conducta profesional impropia o no ética, y otros problemas relacionados, dentro del contexto de todas las leyes federales de valores. Aun con mayor importancia, la Sección 307 del Sarbanes-Oxley ordena a la Comisión el aprobar reglas que establezcan estándares mínimos de conducta profesional para los abogados de valores que representen emisores. Estas reglas aparecen en el compendio denominado “Estándares de Conducta Profesional para abogados que practican y aparecen ante la Comisión en Representación de un Emisor”. Básicamente, este dispone obligaciones de reporte tanto para abogados in-house como para asesores externos en el caso de violaciones materiales a las leyes de valores o a sus deberes fiduciarios, o violaciones similares. (...)”<sup>89</sup>

En cuanto a los requisitos de reporte, el SOX introdujo una serie de cambios importantes. En relación con este tema, la Sección 302 del SOX ordena a la SEC expedir reglas relacionadas con la certificación de reportes anuales y trimestrales por parte del jefe ejecutivo y financiero de las compañías que reportan bajo el Exchange Act.

Otros de los cambios y enmiendas introducidas por el SOX pueden verse reflejados en las siguientes Secciones del SOX:

**Sección 906:** enmienda las normas criminales generales del United States Code adicionando una nueva Sección (1350), la cual requiere que los jefes ejecutivo y financiero de las compañías que reportan bajo el Exchange Act, certifiquen con cada reporte financiero que contenga estados financieros, que el reporte cumple con los requerimientos del Exchange Act y que la información contenida en los reportes refleja en todos sus aspectos materiales, la condición financiera y resultados de la operación del emisor. También consagra altas penalidades en caso de que las certificaciones resulten falsas. La penalidad por certificar el cumplimiento del reporte con la Sección 1350 a sabiendas de que el reporte no está en cumplimiento, es de hasta un millón de dólares o 10 años de prisión, o ambos.

**Sección 303:** hace relación indirecta a los requisitos de registro y reporte del Exchange Act. Hace ilegal, influenciar en forma fraudulenta la forma en que se conducen los auditajes, con el propósito de hacer que los estados financieros sean materialmente

---

<sup>89</sup> “Securities Law”, Larry D. Soderquist and Theresa A. Gabaldon, Second Edition, 2004. Foundation Press, Pg. 24.

engañosos. La prohibición cubre a los oficiales y directivos del emisor así como a quienes actúen bajo su dirección.

**Sección 401:** habla sobre la divulgación objeto de los reportes periódicos. Esta sección requiere que todos los ajustes correctivos identificados por los auditores aparezcan incluidos en las declaraciones financieras contenidos en los estados financieros. De igual manera, ordena a la SEC la expedición de reglas relacionadas con la divulgación de transacciones que no aparezcan en los balances, acuerdos, obligaciones y otras relaciones.

**Sección 402:** hace que sea ilegal que un emisor, en forma directa o indirecta, otorgue o mantenga un crédito, en forma de préstamo personal, a cualquier director o ejecutivo, salvo ciertas excepciones tales como préstamos concedidos bajo condiciones de mercado o préstamos para vivienda.

**Secciones 404, 406 y 407:** establecen el deber de la SEC de expedir normatividad relativa al control interno de la gerencia, código de ética para los jefes financieros y la divulgación por parte de expertos financieros en comités de auditaje.

**Sección 409:** establece que la SEC debe expedir normatividad dirigida a que las compañías que reportan deben revelar al público en forma rápida y oportuna, la información adicional relativa a cambios materiales en la condición financiera o en la operación del emisor.

De igual manera, y tal como lo exponen los profesores Larry D. Soderquist y Theresa A. Gabaldon en su libro "Securities Law", SOX introdujo cambios significativos en las normas anti-fraude de la regulación de valores de los Estados Unidos, incluso retando la prevalencia de la Regla 10b-5.

"La Sección 807 de Sarbanes-Oxley creó una enteramente nueva provisión sobre fraudes en valores que no aparece en las leyes de valores sino en el código criminal Sección 18 del U.S.C. 1348, que provee:

*Quien a sabiendas ejecute o intente ejecutar un esquema o artificio-*

*(1) para defraudar a cualquier persona en conexión con cualquier valor de una compañía que reporte bajo el Exchange Act, o*

*(2) para obtener por medio de apariencias falsas o fraudulentas, falsas representaciones o promesas, cualquier dinero o propiedades conexión con la compra o venta de cualquier valor de una compañía que reporte bajo el Exchange Act, será multado bajo este título o sometido a prisión de no más de 25 años, o ambos.*

(...) La gran diferencia aquí con relación a la regla 10b-5 es que la regla solo cubre el fraude en conexión con la compra o venta de un valor. (...) Ahora se puede argumentar que el Congreso a dado luz verde para una interpretación bastante más amplia de la Sección 1348(1), desde que casi cualquier fraude relacionado con un emisor puede decirse que esta en conexión con sus valores, en cierta forma. (...)<sup>90</sup>

---

<sup>90</sup> Soderquist , Larry D. y Gabaldon, Theresa A. "Securities Law", , Second Edition, 2004. Foundation Press, Pgs. 163 y 164

Las anteriores regulaciones en adición a otras direccionadas al mismo propósito, han reflejado el esfuerzo e interés del Congreso de los Estados Unidos por mantener la confianza del público en un mercado de valores que necesita de dicha confianza para poder subsistir exitosamente. No obstante lo anterior, el éxito y sostenibilidad del mercado de valores no depende solo del desarrollo exclusivo de dicho mercado y del comportamiento de sus transacciones, sus actores, sus regulaciones y sus entidades de vigilancia y control, sino que se encuentra estrechamente relacionado con otros sistemas tales como el bancario, los cuales en conjunto conforman el sistema financiero estadounidense. Dada la estrecha relación entre estos sistemas, una falla en el sistema bancario de los Estados Unidos puede tener un efecto devastador sobre el comportamiento de su sistema bursátil, tal como se está presentando en la actualidad con la crisis global del sistema financiero Norteamericano, la cual comenzó con las carteras hipotecarias subprime, generada por el colapso en el sector inmobiliario estadounidense, donde bancos que se conocían mundialmente por su solidez y estabilidad, se vieron afectados hasta el punto de la bancarrota.

Se desestabilizó el comportamiento de las bolsas de valores de los Estados Unidos, cuyas acciones e índices comenzaron a caer estrepitosamente, generándose una serie de problemas en el sector bursátil no solo dentro del país, sino que contagió a prácticamente todas las bolsas de valores del mundo, viéndose amenazada la estabilidad del sistema global.

En este momento de crisis y viendo el impacto tan severo, que un malfuncionamiento en uno o varios de los sistemas que conforman la totalidad del sistema financiero de los Estados Unidos puede causar a la estabilidad de la economía no solo de ese país sino del mundo, es cuando los gobernantes y reguladores de los Estados Unidos tienen que realizar un cuestionamiento profundo no solo de la regulación, control y vigilancia actualmente existentes, sino de la estructura en sí del sistema financiero, el cual puede estar necesitando reformas no superficiales sino estructurales para robustecerse y lograr una mayor estabilidad y sostenibilidad. Hasta el momento, el Gobierno de los Estados Unidos ha venido planteando remedios transitorios que se convierten en pañitos de agua tibia para aliviar una crisis de la envergadura de la actual, pero una vez se hayan prestado los primeros auxilios al sistema financiero y este logre una mínima estabilidad, es responsabilidad del Gobierno y del Congreso Estadounidense entrar a hacer un estudio profundo de las causas de la crisis y de todos aquellos elementos actuales de la estructura del sistema financiero que se encuentran débiles, para entrar a realizar reformas estructurales tanto en su diseño como en su regulación, vigilancia y control, que tiendan a lograr una mayor equidad y sostenibilidad del sistema en su conjunto.

**BIBLIOGRAFIA**

- STEINBERG, Marc I. *Understanding Securities Law*. Third Edition, 2000. Lexis Publishing
- PALMITER, Alan R. *Securities Regulation, Examples & Explanations*. Third Edition, 2005. Aspen Publishers
- LEE HAZEN, Thomas. *Principles of Securities Regulation*. 2005 Thomson West
- SODERQUIST, Larry D, GABALDON, Theresa A. *Securities Law*. Second Edition, 2004. Foundation Press.
- COX, James D., HILLMAN, Robert W., LANGEVOORT, Donald C. *Securities Regulation, Cases and Materials*. Third Edition, 2001. Aspen Law & Business
- FABOZZI, Frank, MODIGLIANI, Franco. *Capital Markets, Institutions and Instruments*. Second Edition, 1996. Prentice Hall Inc.
- BARBER, David H. *Securities Regulation-Legalines*. Fifth Printing, 2000. The Barbri Group
- GARNER, Bryan A., Editor in Chief. *Black's Law Dictionary*. Seventh Edition, 1999. West Group
- LEE HAZEN, Thomas. *Securities Regulation, Selected Statutes, Rules and Forms*. 2002 Edition, West Group.
- RATNER, L. David, LEE HAZEN, Thomas. *Securities Regulation in a Nut Shell*. Eighth Edition, 2005. Thomson West
- SCOTT, Hal S., WELLONS, Philip A. *International Finance, Transactions, Policy, and Regulation*. Eighth Edition. Foundation Press 2001
- *The Law Dictionary*. Revised by BRANN, Amy B., J.D., Senior Legal Editor. Seventh Edition, 1997. Anderson Publishing Co. Cincinnati.