

# LA DÉCADA DE LA REGLAMENTACIÓN EN LOS MERCADOS DE EEUU.

**Mg. Mario Luis Perossa**

Universidad de Buenos Aires  
[marioperossa@yahoo.com.ar](mailto:marioperossa@yahoo.com.ar)

**L.E. Damián Sergio Díaz Uberman**

Universidad de Buenos Aires  
[ddiazuberman@hotmail.com.ar](mailto:ddiazuberman@hotmail.com.ar)

**Estudiante L. A. Pablo Waldman**

Universidad de Buenos Aires  
[wallynet@gmail.com](mailto:wallynet@gmail.com)

## **Resumen:**

Como consecuencia de la crisis desatada en 1929, los gobiernos de los países centrales comenzaron con una serie de leyes que tendieron a la reglamentación de los mercados de capitales en el mundo, tendientes a regular las condiciones de emisión, información y transacción de los instrumentos financieros, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario.

Uno de los pilares fundamentales de las nuevas reglas se refiere al hecho de revelar información por parte de las empresas cotizadas y las nuevas instituciones que surgen como consecuencia de la necesidad de –en principio– recabar, controlar y ofrecer dicha información.

## **Abstract:**

As a consequence of the 1929 crisis, the governments of the industrialized nations drafted a series of laws aimed at regulating the world's capital markets, focusing mainly in the requirements for initial offerings, information disclosure and both primary and secondary market operations.

The need for proper disclosure in public companies is a cornerstone of the new rules, as well as the new institutions that are created, in principle, to gather, control and distribute said information.

## **Palabras Clave:**

Regulación, *Securities Act of 1933*, *Securities Exchange Act of 1934*, mercados de valores.

**Key words:**

Regulation, Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, securities markets.

**Clasificación JEL: G01, G28, N22.****Aclaraciones previas:**

Este artículo es el segundo trabajo que forma parte de una serie de publicaciones relacionadas con un proyecto de investigación de la Universidad de Buenos Aires (UBA, PROINC, Resolución CD 1557/11), tema: “El problema de la deuda en las empresas privadas luego de la crisis del 2001 en Argentina. Las estrategias de renegociación de las Obligaciones Negociables”. Director de la investigación: Mg. Mario L. Perossa; Investigadores: L. Q. Justo A. Mercado, C.P. Eduardo Mastruzzo, L.E. Damián Díaz Uberman, alumno de la Licenciatura en Administración (UBA) Pablo Waldman y el alumno de la carrera de Actuario (UBA) Pablo Schiappapietra.

El objetivo de este segundo artículo se relaciona con las primeras regulaciones de los mercados financieros, surgidas durante la década del '30 en EEUU como consecuencia del proceso conocido como la Gran Depresión.

**Introducción:**

En 1921 Andrew Mellon (1855/1937) fue designado Secretario del Tesoro norteamericano por el presidente Harding, continuando en el cargo hasta 1932, también durante las presidencias de Coolidge y Hoover. Su principal objetivo

fue la reducción de la deuda de los EEUU que pasó de u\$s 25.000 millones de principios de 1921 hasta u\$s 16.0000 millones para fines de 1929.

Otro de los pilares de su gestión fue la reducción de la presión impositiva, basándose en que al reducir los impuestos existen menos incentivos para evitar el pago y por lo tanto aumentar de esa forma la recaudación.

Acompañando a estas ideas apoyó las leyes de los congresistas Fordney y McCumber de incrementar al máximo los aranceles para la importación, protegiendo a la industria norteamericana, fomentado el uso del “precio de venta de América”. La reducción del comercio internacional trajo dificultades a las naciones europeas para pagar las deudas contraídas durante la Primer Gran Guerra, por lo cual los últimos años de su extenso mandato prácticamente los pasó en Europa, trabajando en el cobro de las deudas de guerra europeas.

Mas tarde, el 4 de diciembre de 1928 el entonces presidente Coolidge declaró en un mensaje a los congresales estadounidenses, que en ningún otro momento el Congreso de los Estados Unidos se había reunido en medio de tanta prosperidad”. Se refería por supuesto a la bonanza que desde 1924, pasados los difíciles años de la posguerra, registraba la economía mundial y en particular la americana, con elevados niveles de empleo, precios estables y beneficios empresariales en aumento.

El jueves 24 de octubre de 1929 comienzan las operaciones en el NYSE (*New York Security Exchange*) con una oleada de órdenes de venta, lo mismo ocurría en el *Curve Exchange* –*hoy American Stock Exchange*- y la consecuente caída en los precios de las acciones de las empresas cotizadas.

La estrepitosa caída en los valores ocurrida antes del mediodía hizo que se reunieran en el J. P. Morgan los principales banqueros de Nueva York, quienes decidieron realizar compras para frenar la caída y dar confianza a los mercados.

Luego, esa misma tarde se reunieron para analizar lo ocurrido, y debido a que supusieron que se había tratado de un mal día de operaciones, no resolvieron seguir ninguna estrategia para las jornadas siguientes.

El secretario del tesoro, Andrew Mellon, seguía de cerca los hechos, y pudo comprobar que la misma situación se repetía en los mercados de Chicago, Filadelfia, San Francisco Boston y Los Ángeles, pero la semana continuó con una corriente vendedora pero de menor cuantía.

La apertura de la ronda la semana siguiente se pareció a lo ocurrido el día jueves, órdenes de venta se sucedían sin solución de continuidad, produciendo enormes pérdidas de capital. Ese mismo lunes se volvieron a reunir los banqueros pero ya con el objetivo de buscar una caída lo mas ordenada posible; el presidente Hoover afirmaba que los fundamentos de la economía se mantenían sólidos, y por lo tanto la prosperidad continuaría... pero el mercado tenía otra lectura de los hechos.

Al fin, el martes 29 de octubre de 1929 se produjo la mayor caída en la historia de las bolsas de EEUU, con pérdidas del orden del 30 y del 40% en una sola jornada.

Finalmente, luego de la crisis desatada en octubre de 1929 y fallidas las primeras medidas para combatir la recesión, Hoover pidió opinión a Mellon quien aconsejó lidiar con los sindicatos y el campo, las bolsas y los bancos, poniendo a todo el sistema en situación de estrés para purgar los excesos, debiendo la gente vivir una vida mas moral, renaciendo un sistema ajustado a los valores.

Para Cachanosky, "si bien esta caída en la bolsa de comercio de Nueva York en el mes de octubre fue de cierta importancia, no puede decirse que haya sido la causa de la recesión económica que tuvo lugar en los años treinta, ni tampoco que haya sido una caída sin precedentes. ... ya en diciembre de 1929 comenzó cierta recuperación de los precios que continuó hasta abril de 1930; recién a partir de este momento comenzó a producirse una caída prácticamente continua hasta mediados de 1933<sup>1</sup>.

Si bien sería incorrecto señalar el quiebre bursátil como razón única o incluso principal de la posterior depresión, es innegable que existió una conexión entre ambas. "Mas allá de la dicotomía que los economistas generalmente imponen entre el crack bursátil y la gran depresión, es indudablemente cierto que la caída en la producción que comenzó en Agosto de 1929 se acelero dramáticamente después del colapso en el precio de las acciones"<sup>2</sup>

A la debacle de 1929 le siguió una profunda contracción económica que se propagó al resto de los países centrales, la economía mundial continuó cayendo hasta finales de 1932 para luego comenzar una recuperación muy lenta y desigual de la economía y las finanzas, a tal punto que los niveles de producción y renta de 1929 no se habían recuperado para fines de década.

En 1933 el presidente Franklin D. Roosevelt da lugar a un conjunto de medidas denominadas *New Deal*, término acuñado durante un discurso en 1932, cuando dijo "*I pledge you, I pledge myself, to a new deal for the American people.*" *Roosevelt summarized the New Deal as a "use of the authority of government as an organized form of self-help for all classes and groups and sections of our country*<sup>3</sup>"

## 1) El *New Deal*

---

<sup>1</sup> Cachanosky, J. (1989) "La crisis del treinta", Revista Libertas, Instituto Universitario ESEADE, p. 21.

<sup>2</sup> Romer, C (1988). "The great crash and the onset of the great depression". Working paper 2639. National Bureau of Economic Research. p. 3.

<sup>3</sup> "Yo te prometo, me comprometo, a un nuevo reparto para el pueblo estadounidense". Roosevelt resumió el New Deal como un "uso de la autoridad del gobierno como una forma organizada de auto-ayuda para todas las clases y los grupos y sectores de nuestro país"

Si la década del '20 resultó ser una década de crecimiento económico, auge y ganancias fáciles por la suba de los precios de las acciones de la bolsa de valores, luego del octubre negro todo cambió. El presidente Hoover creyó que la recesión era un problema temporario, y tomó medidas de corto plazo, pero al poco tiempo tubo que implementar un plan de ajuste y la crisis se agudizó. En 1932 el aún gobernador del estado de New York, Franklin Delano Roosevelt, gana cómodamente las elecciones presidenciales, asumiendo su mandato el cuatro de marzo de 1933.

“Los congresistas del *New Deal* reaccionaron ante la generalizada creencia de que los banqueros y *brokers* fueron la causa del crack bursátil dándole a Roosevelt y su staff extraordinaria discreción en asuntos monetarios y bancarios, que si hubieran usado en forma imprudente podría haber dañado la industria financiera y la economía Norteamericana. Sumada a la *Emergency Banking Act* y a la Enmienda Thomas, la *Securities Exchange Act* de 1934 creó la SEC, con poderes amplios para regular a *Wall Street* combatiendo el uso de información privilegiada<sup>4</sup>.”

En los primeros noventa y nueve días de su gobierno, Franklin Roosevelt, apoyado por un Congreso a favor, dictó una gran cantidad de leyes para estabilizar el sistema bancario, ayudar a encontrar trabajo a los entre 13 y 15 millones de desempleados existentes, socorrer a los granjeros para que no pierdan sus granjas. Este período se conoce como los primeros cien días, donde se ocupó de cuestiones sociales, económicas, financieras.

Las medidas más importantes fueron:

Acta	Año	Objetivo
<b><i>Emergency Banking Act</i></b>	<b>1933</b>	Aseguro los depósitos bancarios para contrarrestar el pánico causado al público y devolver confianza en el sistema bancario.
<b><i>National Industrial Recovery</i></b>	<b>1933</b>	Creó la Administración de Obras Públicas (PWA) para gestionar proyectos de obras públicas; Creó la Administración Nacional de Recuperación para establecer códigos de prácticos para las horas trabajadas, los salarios, la competencia desleal y la prohibición del trabajo infantil.
<b><i>Agricultural Adjustment Act</i></b>	<b>1933</b>	Apuntó a elevar los precios de los <i>commodities</i> agrícolas pagando a los agricultores para que siembren menos y asi disminuir la oferta.
<b><i>Tennessee Valley Development Act</i></b>	<b>1933</b>	Creó la Tennessee Valley Authority (TVA). Su única tarea era volver a desarrollar el Valle de Tennessee, que abarca siete estados y 40.000 millas cuadradas.
<b><i>National</i></b>	<b>1935</b>	Esta ley obligó a los empleadores a tratar con los sindicatos. Los

<sup>4</sup>Rauchway, E (2008). “The Great Depression & the New Deal, A Very Short Introduction” Oxford University Press. p. 62.

<b>Labor Relations Act</b>		trabajadores también recibieron el derecho a formar sindicatos, afiliarse y participar en la negociación colectiva.
<b>Social Security Act</b>	<b>1935</b>	Esta ley creó la primera red de protección social a escala federal. Los trabajadores y los empleadores tenían que pagar a un fondo de pensiones federales. Se esperaba también que cada estado elabore un plan de seguro de desempleo.
<b>Soil Conservation Act</b>	<b>1936</b>	El gobierno federal otorgó subsidios a los agricultores que accedieron a dejar tierras en barbecho o aumentaron el nivel de nitrógeno en sus campos. El gobierno federal también financió la investigación en técnicas de conservación del suelo.
<b>Fair labor Standards Act</b>	<b>1938</b>	Este acto dio protección laboral a más de 13 millones de personas. Introdujo una semana de 40 horas y un salario mínimo de 40 centavos la hora.
<b>Agricultural Adjustment Act</b>	<b>1938</b>	Mediante esta ley el gobierno federal subsidio el precio de muchos productos agrícolas. El objetivo era aumentar gradualmente el subsidio hasta que los precios alcanzan valores similares a los de 1914 y así dar a todos los agricultores un ingreso mínimo garantizado.

Un desastre natural contribuyó a empeorar la situación de los norteamericanos, entre los años 1930 y 1936 se desarrolló en los EEUU y Canadá una inusual tormenta de tierra llamada el *Dust Bowl*<sup>5</sup>, provocada por las sequías y la erosión causada por la agricultura intensiva, que significó para miles de personas el desplazamiento del campo a la ciudad, abandonando las granjas.

‘En una reciente evaluación de los efectos del *New Deal* sobre la recuperación, el historiador de la economía Gene Smiley (1994) nota que “la inversión empresaria fue aun mas desanimada por las nuevas regulaciones al mercado de capitales generadas por la *Securities and Exchange Act*, la entrada del gobierno a la industria de las *utilities* a través del TVA, los continuos aumentos impositivos (especialmente sobre las ganancias corporativas no distribuidas) y la retórica sobre la necesidad de igualar los ingresos<sup>6</sup>”.

El *New Deal* incluyó una variedad de componentes a veces contradictorios que los académicos todavía luchan por sintetizar. Frecuentemente los historiadores concuerdan con Isaiah Berlin quien dijo en 1955 que el *New Deal* resultó un impresionante acto de balanceo capaz de “reconciliar las libertades individuales.... Con el mínimo indispensable de organización y autoridad”<sup>7</sup>

## 2) Introducción a los mercados de valores

<sup>5</sup> Tazón de polvo.

<sup>6</sup> Higgs, R. (1997) “Regime Uncertainty. Why the Great Depression Lasted so Long and Why Prosperity Resumed after the War” *The Independent Review*, Vol I, No 4, p 575

<sup>7</sup> Rauchway, E (2008). “The Great Depression & the New Deal, A Very Short Introduction” Oxford University Press p. 1.

## **Estructura del Mercado de Valores**

Los títulos o valores se comercializan en mercados cuyo objetivo es reunir dos puntas, la vendedora y la compradora- para realizar una operación, cada punta responde a un inversor que trata de monetizar su operación –punta vendedora- o está tomando posición –punta compradora-, pero en ambos casos, los inversores no tienen trato entre sí ni saben quien es la contraparte en su contrato.

Se denomina mercados organizados a aquellos que se encuentran regulados por leyes especiales, brindando confianza en los inversores al realizar operaciones.

Un inversor ingresa al mercado a través de un *dealer* o *broker*, quien está autorizado a tomar dinero de terceros para realizar sus posiciones. Ante cada inversor responde el broker y también la bolsa de valores correspondiente.

Un sistema de control estricto posibilita la transparencia del mercado. Por lo cual las operaciones siempre se cumplen, y un inversor no tiene que asumir la falta de compromiso de su contraparte, ya que esta está formada por la otra punta con la garantía del mercado.

Que el mercado garantice el cumplimiento de las operaciones significa que al momento de comprar acciones, el mercado asegura al comprador la cantidad y calidad del producto en el tiempo oportuno.

Básicamente es posible realizar dos clasificaciones fundamentales:

- a) Mercado primario o Mercado secundario.
- b) Mercado físico (conocido como parqué) o mercado OTC.

### **Mercado Primario:**

El mercado primario es aquel al que concurren los emisores en busca de financiación, ya sea a través de instrumentos de capital –acciones- o de deuda –bonos-. Los compradores en este mercado generalmente son inversores especializados, instituciones que tienen un poder de análisis, evaluación y compra que los habilita a participar de este particular mercado.

Cuando se realiza una emisión, la entidad que emite recibe a cambio de sus valores el dinero pagado por los inversores por los derechos que de ellos emanan, este es el mercado de capitales para la financiación corporativa.

En este mercado los emisores pueden emitir títulos para ser transados en los mercados públicos o también a través de colocaciones privadas. Este tipo de emisiones se denominan emisiones primarias o distribuciones.

### **Mercado Secundario:**

En el mercado secundario participa solamente el público inversor, comprando y vendiendo papeles ya emitidos y transados. El dinero pagado en este mercado no se vuelca a los emisores, sino que participan los compradores originales que venden toda o parte de su tenencia.

El mercado secundario aglutina a inversores de distinta envergadura, lo que le otorga agilidad y liquidez a toda la operatoria, ya que a través del cambio de mano de los papeles, los pequeños inversores terminan financiando –en forma indirecta- a los emisores de títulos.

Las transacciones de este mercado se denominan *trading*, y la existencia del mismo permite que vendedores y compradores puedan reducir costos de transacción.

### **Mercados físicos:**

Esta denominación corresponde cuando las transacciones se realizan en una bolsa de comercio, en mercados organizados. En este caso la operación se realiza a través de operadores, directamente en el parqué o piso de operaciones a viva voz. En la actualidad –si bien sigue existiendo el viva voz- las operaciones *on line* se han posicionado como el principal instrumento de negociación.

Ejemplo de mercados físicos, son bolsas de valores como la *New York Stock Exchange-NYSE* y la *American Stock Exchange-AMEX*.

### **Mercados *Over The Counter* (OTC):**

Los mercados *Over The Counter*, o al mostrador, son aquellos donde las operaciones son realizadas por vías alternativas a las bolsas de comercio, donde los operadores se conocen y realizan sus operaciones en forma directa.

La *National Association of Securities Dealers-NASD*, opera como un mercado OTC.

### **Participantes de los mercados:**

Si bien ya fueron nombrados anteriormente, vamos a realizar una clasificación de los integrantes de los distintos mercados.

#### **Emisores:**

Son los que emiten títulos o valores representativos de capital corporativo –en la forma de acciones- o papeles de deuda –bonos- de empresas particulares o estatales. Reciben el valor pagado por estos títulos como precio de las obligaciones de ellos emanadas. Participan únicamente del mercado primario, ya que allí es donde se recibe financiación genuina.

#### **Inversores**

Son aquellas personas o instituciones que participan comprando distribuciones en el mercado primario, y venden parte o toda la tenencia.

También tienen esta denominación aquellas instituciones o personas que operan comprando y vendiendo títulos únicamente en el mercado secundario otorgando liquidez al sistema.

### **Intermediarios**

Existen varios tipos de intermediarios en los mercados, los *broker-dealers*, los asesores de inversión, compañías y fondos de inversión, bancos comerciales.

Los *dealers* adquieren títulos a su nombre, para luego marcarle un precio y colocarlo entre sus clientes, mientras que el *broker* trabaja como agente que compra y vende a nombre de sus clientes a cambio de una comisión.

## **3) Las leyes federales de valores en EEUU:**

### **Introducción a las leyes federales.**

Las leyes de valores federales de los EEUU se instrumentan en una serie de estatutos, los cuales a su vez autorizan a una serie de regulaciones estatales promulgadas por la agencia gubernamental bajo la supervisión general –como el perro guardián federal de Wall Street- de la *Securities and Exchange Commission*.

De hecho, existe una gran cantidad de reguladores y regulaciones que afectan a los emisores, los títulos y los *brokers* – de acuerdo a las características específicas de cada ente, el profesional que interviene en cada operación pueden estar obligado a cumplir a normas y reglamentos correspondientes a cada uno de los 55 organismos reguladores, incluyendo la Comisión de Valores existente en cada uno de los cincuenta estados más el Distrito de Columbia y Puerto Rico, además de la *Securities and Exchange Commission*, la *National Association of Securities Dealers, Inc.*, y de las bolsas regionales en aquellos casos que corresponda.

La *Securities Act* de 1933 es una de las principales leyes que brinda el marco jurídico necesario para el ordenamiento federal sobre emisiones de títulos, mientras que la *Securities Exchange Act* trata sobre la comercialización de títulos entre distintos inversores.

Cada una de las actas tiene una gran cantidad de normas y reglamentos de menores jerarquías promulgadas por las respectivas Comisiones de Bolsa y Valores

Uno de los objetivos centrales de las regulaciones de títulos y valores tiene como objetivo promover la divulgación material de la información requerida por mercados e inversores; esto significa incluir todos los aspectos de negociación

del mercado y la financiación. La apertura de la información permite a los inversores –pero no al gobierno- realizar juicios sobre la viabilidad de los negocios de las distintas empresas y la posibilidad de comprar o no acciones, mientras que el gobierno federal –a través de la *Securities Exchange Commission*- requiere la exactitud –aunque no la garantice- de la información proporcionada por la emisora.

“La SEC realizó extensos estudios, incluyendo audiencias públicas, que revelaron una preocupación puntual, el desproporcionado efecto de la *Securities Act* de 1933 sobre los pequeños negocios que buscaban aumentar su capital mediante la venta de *securities*. Un estudio de la SEC confirmó la ampliamente aceptada visión de que, en base a sus activos, el costo de cumplir con los requisitos de registración del acta de 1933 eran substancialmente mayores para los negocios pequeños que para los grandes<sup>8</sup>

### **3.1) *Securities Act* de 1933**

Las consecuencias originadas de la crisis del '29, hicieron que los estados establecieran reguladores, que exijan y verifiquen el cumplimiento de mayores medidas de seguridad para el inversor, en especial el inversor no especializado, a través de mecanismos de información comparables. Esta situación es producto de los excesos del mercado.

#### **TABLA DE CONTENIDO**

- Seg. 1. Título abreviado.
- Seg. 2. Definiciones.
- Seg. 2A. Acuerdos de intercambio.
- Seg. 3. Valores exentos.
- Seg. 4. Operaciones exentas.
- Seg. 5. Prohibiciones relacionadas con el comercio interestatal y los correos.
- Seg. 6. Registro de Títulos y firma de la Declaración de Registro.
- Seg. 7. Información requerida en la Declaración de Registro.
- Seg. 8. Entrada en vigor de las declaraciones de registro y sus modificaciones.
- Seg. 8A. Procedimiento de órdenes *Cease-and-Desist*.<sup>9</sup>
- Seg. 9. Tribunal de Revisión de las órdenes.
- Seg. 10. Información requerida en el prospecto de emisión.
- Seg. 11. Responsabilidad Civil que surja de declaración de registro falsa.
- Seg. 12. Responsabilidad civil que surja en relación con prospectos y Comunicaciones.
- Seg. 13. Prescripción de las acciones.
- Seg. 14. Falta de estipulaciones contrarias.
- Seg. 15. La responsabilidad de las personas que controlan.
- Seg. 16. Recursos adicionales, limitación a los recursos.
- Seg. 17. Transacciones interestatales fraudulentas.
- Seg. 18. Exención de la regulación estatal para ofertas de valores.
- Seg. 19. Poderes Especiales de la Comisión.

---

<sup>8</sup> Warren III, G (1984). “A Review of Regulation D: The present exemption regimen for limited offerings the *Securities Act* f 1933”. *The American University Law Review*, Volume 33, p 356.

<sup>9</sup> Literalmente, ceda y desista.

Seg. 20. Acciones y enjuiciamiento de delitos.  
Seg. 21. Las audiencias de la Comisión.  
Seg. 22. Jurisdicción de los delitos y juicios.  
Seg. 23. Representaciones ilegales.  
Seg. 24. Sanciones.  
Seg. 25. Jurisdicción de otras agencias gubernamentales sobre valores.  
Seg. 26. Divisibilidad de las disposiciones.  
Seg. 27. Litigios de Valores Privados.  
Seg. 27A. Aplicación de *Safe Harbor*<sup>10</sup> para declaraciones a futuro.  
Seg. 27B. Los conflictos de intereses en relación con ciertas operaciones de titulización.  
Seg. 28. Autoridad de excepción general.  
Anexo A.  
Anexo B.

Si bien la intención primera es la protección del inversor común, tampoco quedan exentos los especialistas del mercado, por caso Irving Fisher afirmaba –antes de producirse el crash- que “el país está marchando en una meseta alta de prosperidad...” para luego agregar “los precios de las acciones han alcanzado lo que parece ser una meseta alta permanente... Espero ver el mercado de valores mucho más alto que en la actualidad en unos pocos meses”<sup>11</sup>

El gobierno de los EEUU, al igual que los demás estados, siempre intentó restaurar la confianza de los inversores a través de mecanismos que significaran mayores obligaciones de información, de revelamiento (*disclosure*) de información obligatoria por parte de los emisores.

La *Securities Act* de 1933 está dirigida a los emisores de títulos valores, por lo tanto, su objeto de regulación está orientado al mercado primario de títulos, reconociendo la importancia de la divulgación oportuna en el valor de los títulos.

Esta acta trata sobre los acuerdos de intercambio, los valores y las operaciones que se encuentran exentas, las prohibiciones relacionadas con el comercio de los títulos interestatales, la registración de esos títulos y la información requerida, incluido sus procedimientos y el detalle de la información que deberá ser revelada en el prospecto respectivo.

Da cuenta de la responsabilidad civil, de la prescripción de las acciones y las acciones en contrario; sobre la responsabilidad de los controladores y las acciones y el enjuiciamiento de los delitos, sobre la jurisdicción y las sanciones pertinentes.

---

<sup>10</sup> Literalmente “puerto seguro”, permite reducir la responsabilidad de una parte ante la ley si actúa de buena fe y de acuerdo a prácticas comúnmente aceptadas.

<sup>11</sup> Fisher fue un respetado académico, fundador y primer presidente de la *Econometric Society* que perdió gran parte de su prestigio y fortuna personal en el *crash* del 29'. Su infame frase citada marco prácticamente el techo del mercado, que se derrumbó solo 3 días después.

Concluye con la jurisdicción de otras agencias de gobierno relacionada con el control de los valores, los litigios sobre los valores privados y los conflictos de intereses relacionados con ciertas operaciones de securitización.

Define al término *security* en general como cualquier instrumento generalmente llamado título o cualquier certificado de interés o participación –sea temporal o provisional- con derecho a suscripción o compra. En particular *security* significa cualquier nota de tesorería, acciones, bonos, obligaciones o evidencias de deuda, participación en ganancias, contratos de inversión, opciones, participaciones transferibles, privilegio de ingresar en una bolsa de valores en relación con activos en moneda extranjera.

Persona, queda definida como cualquier persona física, corporación o asociación, un fideicomiso, una sociedad anónima u organización política o una subdivisión de las mismas- como así también cualquier organización no constituida como sociedad.

Acerca de la información a revelar por el ente emisor, esta acta faculta a la comisión para que la misma adopte los reglamentos pertinentes, requiriendo que cada emisor de un activo debe revelar información por tramo o tipo de título y sobre los activos que respaldan la emisión, pues la *Securities Act* del '33 confía en la capacidad de los inversores para analizar la conveniencia y oportunidad de la decisión de inversión a realizar; por lo cual el objetivo que persigue esta regulación es el de brindar al inversor la información necesaria para que este pueda tomar la mejor opción.

La información debe ser adecuada respecto del emisor y puesta a disposición del público, indicando la naturaleza de los de los valores a registrar, revelando la estructura de capital del emisor, los derechos de los titulares a efectos del interés público y la protección de los inversores.

Durante el proceso de registro, los emisores deben revelar información acerca de:

- las propiedades de la empresa y los negocios;
- las garantías que se ofrezcan para la venta;
- información sobre la gestión de la empresa, y
- estados financieros certificados por auditores independientes.

Si a juicio de la comisión encargada del registro, la misma considera que la información revelada por el emisor en la declaración de registro es falsa, o no menciona un hecho considerado material, o es engañosa, previa notificación al interesado y luego de oír su descargo, emitir una orden para detener o suspender la vigencia de la declaración de registro.

Al momento de realizar la acción de detención de la declaración de registro, la comisión –o cualquier funcionario por ella designado- queda habilitada/o para exigir la presentación de todos los libros y documentos, pudiendo requerir la realización de un balance especial donde exhiba sus activos y sus pasivos o la declaración de rentas para ser certificados por un contador independiente o certificada y aprobada por la comisión. La falta de colaboración o la obstrucción

por parte del emisor supone facultad para la emisión de una orden de detención de la declaración de registro.

Una definición importante llegado a este punto es el concepto de materialidad de la información, en la actualidad, las NIIF<sup>12</sup> definen el término material cuando las omisiones o afirmaciones erróneas, individuales o colectivas, pueden influenciar las decisiones que los usuarios hacen sobre la base de los estados financieros u otro tipo de información brindada por el ente emisor. La materialidad depende del tamaño y la naturaleza de la omisión o de la afirmación errónea valorada en las circunstancias correspondientes.

Los errores que no son considerados materiales deberían ser igualmente corregidos, ya que la suma de errores no materiales –por omisión o información equivocada- pueden llegar a dar lugar a realizar afirmaciones erróneas materiales.

En función de proteger a los inversores del mercado de valores, la *Securities Act* contempla penalidades que van desde las multas hasta la prisión, de acuerdo al carácter de la información brindada. Si la información expuesta en el informe de registro es materialmente falsa o contiene errores u omisiones materiales acerca del emisor, los valores o la transacción –o todos ellos-, entonces los inversores pueden iniciar demanda a los emisores y/o a los distribuidores de los títulos.

Resumiendo, la *Securities Act* de 1933 viene a dar marco a la revelación obligatoria de la información en forma oportuna de los emisores de títulos para los inversores y reguladores para las IPO's (*Initial Public Offerings*), junto a la declaración de registro y las características del prospecto, con ejemplos que relacionan el concepto de materialidad; pero solo en el término de la emisión, o sea una sola vez, ya que está destinada al mercado primario (la emisión y colocación original de los títulos).

### **3.2) *Securities Exchange Act* de 1934**

La ley de valores o la ley del '34, como comúnmente se la reconoce, tiene dos objetivos primordiales: la creación de la SEC (*Security and Exchange Commission*) -el principal organismo responsable de la aplicación de la legislación de los Estados Unidos en temas de valores federales- por un lado y la regulación de los mercados secundarios.

El propósito de esta ley –a grandes rasgos- es proteger el comercio entre los distintos estados y el crédito a nivel nacional, como así también cumplir con el objetivo de asegurar el mantenimiento de la honestidad y justicia en los mercados de valores de los EE.UU.

La Comisión de Valores llevó a cabo importantes reformas al mandato de divulgación de la información en los EE.UU. “Las regulaciones

---

<sup>12</sup> N.I.I.F, Normas Internacionales de Información Financiera.

Norteamericanas de 1933/34 introdujeron un amplio criterio de reporte obligatorio. Por ejemplo el enfoque a favor de los accionistas de la *Securities Act* de 1934 estableció un sistema de divulgación de información consistente en una combinación de reportes inmediatos, anuales y trimestrales<sup>13</sup>; el informe anual se realiza en el Formulario 10-K), los informes trimestrales en el Formulario 10-Q, y los informes actuales en el Formulario 8-K. Esta información hoy se encuentra en la base de datos EDGAR de la SEC.

## Formulario 8-K

Con respecto al Formulario 8-K, es de notar que se trata de un informe para acercar novedades producidas durante un ejercicio y que por su importancia y materialidad no es apropiado que los inversionistas deban esperar mas tiempo.

Este formulario actualiza y amplía la información contenida en los Formularios 10-Q y 10-K. Los emisores tienen un tiempo breve y acotado (cuatro días) para dar a conocer los hechos relevantes más importantes, tales como cambio de directores de una compañía, compra o venta de activos de envergadura, toma o cancelación de deuda.

Es habitual que este formulario se presente en dos secciones perfectamente distinguibles, una primera parte con la descripción del hecho que lo origina, con la información que la empresa cree necesario que los interesados deban conocer; o sea, los hechos que la empresa considere de contenido material por un lado, y una segunda parte con los elementos de juicio que se consideren relevantes para el público y que confirmen –en caso que sea necesario- lo expresado en la primera parte.

De acuerdo a los cambios informados, el Formulario 8-K presenta distintas secciones:

- Sección 1 - Comienzo y conclusiones de acuerdo documentados.
- Sección 2 – Información Financiera.
- Sección 3 – Relacionado con los Valores y los Mercados.
- Sección 4 – Referida a los contadores de la empresa y los estados financieros.
- Sección 5 – Referido al Gobierno Corporativo.
- Sección 6 – Otros activos o cambios.
- Sección 7 – Regulación FD (2000)
- Sección 8 – Otros eventos.
- Sección 9 – Exposición de Estados Financieros.

La sección 4 de la *Securities Exchange Act* de 1934 creó la *Securities and Exchange Commission* como una agencia del gobierno federal. Las responsabilidades inmanentes en materia judicial de la Comisión corresponden

---

<sup>13</sup> Beardsley, c. y O'Brien, j. (2004) “Measuring the impact of regulation on Market Stability: Evidence from the USA markets” ISMA center discussion papers in finance. p. 5

a jueces administrativos, mientras que los demás poderes administrativos pertenecen a sus cuatro divisiones y cinco oficinas regionales.

Las divisiones de la *Securities and Exchange Commission* son:

1) División de Cumplimiento (*Division of Enforcement*):

Se responsabiliza de investigar las violaciones a las leyes de valores. La SEC cuenta con acciones tanto de cumplimiento como administrativas, cuando existe una violación a las normas cometida por algún emisor, sus oficiales o empleados, *broker-dealers*.

2) División de Finanzas Corporativas (*Division of Corporation Finance*)

Revisa el cumplimiento de los documentos de registro con los requisitos de revelación de información especificados en la legislación de valores.

3) División de Regulación de Mercados (*Division of Market Regulation*)

Corresponde a esta división expedirse sobre las políticas que se vinculan con las bolsas de valores, los mercados OTC y los *broker-dealers*.

4) División de Administración de las Inversiones (*Division of Investment Management*)

Esta última división se encarga de la regulación que corresponde al *Investment Company Industry Act* de 1940, el *Investment Advisers Act* de 1940, y el *Public Utility Holding Company Act* de 1935.

Al crearse la *Securities and Exchange Commission* en 1934, el Congreso le otorgó a la comisión la responsabilidad en la administración de las leyes federales de valores, por lo tanto, el principal objetivo de la *Securities and Exchange Commission* corresponde a la ejecución y administración de dichas normas. 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.

### **3.3) Ley de Emisión de Fideicomisos de 1939 (*Trust Indenture Act* de 1939)**

La *Trust Indenture Act* de 1939 es una ley para la protección de los inversores en títulos de deuda -ya sean bonos corporativos, bonos respaldados por hipotecas u otros instrumentos de deuda- supeditados a los acuerdos del *Indenture*.

El *indenture* es un contrato legal entre el emisor de bonos y sus obligacionistas; en el mismo se especifican los términos y condiciones del contrato, como por ejemplo la marcha de pagos del capital y los intereses, la tasa de interés, el nombre del fiduciario, la fecha de vencimiento, las garantías ofrecidas, los *covenants*.

La ley exige el nombramiento que el contrato de *indenture* contenga un fideicomisario para que represente y actúe en nombre de los tenedores de

bonos para cada emisión de títulos de deuda y requiere de los emisores el nombramiento de una empresa de confianza para administrar los términos del contrato.

Este administrador debe estar libre de conflicto de intereses, tiene el deber de ofrecer información material pertinente para los obligacionistas y debe asegurar el cumplimiento de los términos del contrato de fideicomiso.

Los Títulos de Deuda (*Debt Securities*) –normalmente denominados bonos– pueden ser emitidos por el gobierno o una empresa privada y son comprados por los inversores que de esta manera se transforman en obligacionistas, quien a su vez resulta ser el comprador original del instrumento de deuda, financiando de esta manera las operaciones e inversiones del emisor.

La titularidad del documento otorga al tenedor el derecho a recibir los pagos de intereses y la devolución del capital y en el caso de que el emisor se declare en insolvencia, el fiduciario designado puede embargar los bienes del emisor y liquidarlos a efectos de cumplir los compromisos asumidos con los obligacionistas.

### **3.4) Ley de Sociedades de Inversión de 1940 (*Investment Company Act de 1940*)**

La Investment Company Act de 1940 regula la organización de las empresas que se dedican principalmente en la inversión, la reinversión, y la negociación de valores, y cuyos valores propios son ofrecidos al público inversor.

Esta ley tiene como objetivo la revelación de la información material sobre el fondo de inversión y su perfil de inversión, sobre la forma de estructuración de la sociedad y las operaciones que el ente realiza.

La ley define como "Sociedad de inversión" a cualquier entidad cuya actividad principal esté relacionada con el negocio de la inversión, la reinversión, o la negociación de valores y pueda emitir certificados para participar al público inversor en el negocio en forma de cuota, o –como último caso– se dedica a la inversión, la reinversión, explotación, o negociación de valores, y es propietaria o tiene intención de poseer títulos de inversión.

El reglamento está diseñado para minimizar los conflictos de intereses que surjan en estas operaciones complejas, por lo tanto la Ley exige a las empresas a revelar su situación financiera y las políticas de inversión a los inversores e interesados.

Es importante recordar que la Ley no permite a la SEC supervisar directamente las decisiones de inversión o actividades de estas empresas o juzgar los méritos de sus inversiones.

La *Investment Company Act* de 1940 (la "Ley de Sociedades de Inversión") es la ley que ofrece el marco regulatorio a la industria de los *hedge funds*.<sup>14</sup>

### **3.5) *Investment Advisers Act* de 1940**

La *Investment Advisers Act* de 1940 persigue el fin de controlar a aquellos que, por el pago de una cuota, asesoran a personas, fondos de pensiones, y las demás organizaciones en temas relacionados con inversiones financieras.

Se entiende a un asesor de inversiones a una persona física o ideal que presta asesoramiento de inversión a cambio del pago de una cuota.

Se consideran a los asesores de inversión como de interés nacional, por lo cual se considera que:

- Sus consejos, asesoramiento, publicaciones, escritos, análisis, informes son distribuidas, y sus contratos, acuerdos de suscripción, y otros arreglos con los clientes se negocian y se realizan utilizando el correo y los medios e instrumentos del comercio interestatal
- Sus consejos, asesoramiento, publicaciones, escritos, análisis e informes habitualmente se relacionan con la compra y venta de valores negociados en las bolsas de valores nacionales y en mercados interestatales Over the counter, los valores emitidos por empresas dedicadas al negocio en el comercio interestatal, y valores emitidos por bancos nacionales y los bancos miembros del Sistema de Reserva Federal, y
- Las operaciones anteriores se producen en el volumen suficiente como para afectar sustancialmente el comercio interestatal, bolsas de valores nacionales, y otros mercados de valores, el sistema bancario y la economía nacional.

Al margen de algunas pocas excepciones, la *Investment Advisers Act* de 1940 requiere que las empresas o profesionales independientes que cobran por sus servicios de asesoramiento a otros sobre las inversiones en valores deben registrarse ante la SEC y se ajustan a las regulaciones diseñadas para proteger a los inversores.

La *Securities and Exchange Commission*, y establece normas para la publicidad, divulgación, derechos, responsabilidad, y el mantenimiento de registros. La *Investment Advisers Act* de 1940 tiene por objeto la protección del público inversor. Es un delito para los asesores de inversión proporcionar información falsa o engañosa a sus clientes.

Quedan excluidos de la ley aquellos profesionales que ofrecen asesoría de inversión a sus clientes de manera incidental. En el *Investment Advisers Act* de

---

<sup>14</sup> Fondos de cobertura.

1940 se excluye "a cualquier abogado, contador, ingeniero o maestro cuya prestación de servicios se realice exclusivamente relacionados con el ejercicio de su profesión."

## **BIBLIOGRAFÍA.**

**Beardsley, C. y O'Brien, J.** (2004) "Measuring the impact of regulation on Market Stability: Evidence from the USA markets" ISMA center discussion papers in finance.

**Cachanosky, J. C.**"La crisis del treinta", Revista Libertas VI: 10, Instituto Universitario ESEADE, Buenos Aires, mayo de 1989.

**Higgs, R.** (1997) "Regime Uncertainty. Why the Great Depression Lasted so Long and Why Prosperity Resumed after the War" The Independent Review, Vol I, No 4,

**Rauchway, E** (2008). "The Great Depression & the New Deal, A Very Short Introduction" Oxford University Press

**Rose,N.; Joskow, P.** (1989) "The Effects Economic regulation", handbook of Industrial Organizations, Volume II, editorial: R. D. Willig©Elsevier Science Publishers B. V.

**Warren III, G** (1984). "A Review of Regulation D: The present exemption regimen for limited offerings the Securities Act f 1933". The American University Law Review, Volume 33.

**Romer, C** (1988). "The great crash and the onset of the great depression". Working paper 2639. National Bureau of Economic Research.

**Obstfeld M.; Taylor A** (1997) "The great depression as a watershed: International Capital Mobility over the long run" Working paper 5960. National Bureau of Economic Research.