

Crisis y regulación en los mercados de capitales

Mario Luis Perossa

Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Buenos Aires
marioperossa@yahoo.com.ar

Damián Sergio Díaz Uberman

Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Buenos Aires
ddiazuberman@hotmail.com.ar

RESUMEN

Si bien la Gran Depresión ocurrió en 1929, es innegable que sus causas comenzaron mucho antes, incluso antes de la Primera Guerra Mundial; muchos sucesos no tan graves pero sí continuos han ocurridos desde entonces. La respuesta que ofrecieron los encargados de controlar la economía y las finanzas mundiales siempre fue de igual manera: aumentar la regulación como única respuesta desde el Estado a los problemas ocasionados por los principios mismos del capitalismo más liberal: el propio ejercicio de la libertad resulta más creativo en inversores y financiadores que en los reguladores, por lo cual habitualmente y casi en forma cíclica, sobrevienen crisis y nuevas regulaciones hasta transformar las leyes en marañas difíciles de entender y complejas de aplicar, encareciendo sensiblemente los costos. ¿La solución? La desregulación de los mercados, para luego volver a comenzar otro ciclo.

Un hecho especial, nuevo e inusual, se dio a fines del siglo XX: la globalización de los mercados mundiales, alentada por la aparición de las TIC (tecnología de la información) que cambió la economía mundial, especialmente las finanzas internacionales y especialmente en los volátiles mercados de capitales.

Palabras clave: Crisis financieras, regulación, mercados de capitales, finanzas mundiales.

SUMMARY

The great depression happened in 1929, but it is undeniably that its deep causes which started years before, even predating World War One; a lot of not so grave events have happened continuously since them. The response offered by those in charge of controlling the world's economic and financial system has always followed the same

pattern: increase regulations as the state's only answer to the problems created by the core values of liberal capitalism. Investors and financiers are always more creative in their actions than the regulators, generating an almost cyclical pattern of new crises and regulations until the system gets hard to follow and complex to implement as the costs get out of hand. ¿The answer? To deregulate the markets and start a new cycle.

A new and dramatic development in the late 20th century: the globalization of the world's markets increased by the rising of information technology, changed the world's economy, international finance and especially in the volatile capital markets.

Key words: Financial crisis, regulation, capital markets, world finance.

ACLARACIONES PREVIAS

Este trabajo 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.

1) Título del Proyecto: "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"

2) Director: Profesor Adjunto Regular Contador Público (UBA) y Licenciado en Administración (UBA), Especialista y Magister en Finanzas (UNR) Mario Luis Perossa.

3) Integrantes: Justo Andrés Mercado. Profesor Adjunto Regular Lic. en Comercio Internacional (UAJFK) y Licenciado en Sistemas (CAECE); Eduardo Mastruzzo. Profesor Adjunto Interino Contador Público (UBA); Damián Sergio Díaz Uberman. Licenciado en Economía; Pablo Waldman. Alumno Licenciatura en Administración; Pablo Schiappapietra. Alumno de la carrera de Actuario.

4) Disciplina del proyecto: Finanzas Corporativas.

5) Lugar de Trabajo: Cátedra de Administración Financiera Dr. Juan Carlos Alonso, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, República Argentina.

6) Aporte a realizar: A través de la investigación se esperan encontrar patrones que determinen los movimientos regulatorios y de las desregulaciones, producidas en forma pendular y que deben estar presentes en decisiones de largo plazo de las organizaciones, en términos generales, y en particular las estrategias llevadas a cabo por las empresas privadas argentinas para salir del endeudamiento en el mercado de capitales a través del gerenciamiento de sus pasivos de la crisis del 2001/02 en la República Argentina.

7) Duración del proyecto: Dieciocho meses.

8) Hipótesis: Nuevas estrategias de renegociación de deudas surgieron como consecuencia de las particularidades de la crisis argentina del 2001, las cuales determinaron la aparición y aplicación de tácticas no convencionales que permitieron el éxito de las negociaciones, a pesar del menú de ofertas poco atractivo que las empresas pudieron ofrecer a los tenedores de Obligaciones Negociables.

9) **Objetivos:** El objetivo principal de la investigación es relevar en la forma más completa posible las renegociaciones de deuda de las empresas privadas originadas como consecuencia de la crisis de 2001 y detectar los patrones y estrategias utilizadas por las mismas para sanear su situación financiera. Como objetivos secundarios se encuentran:

a) Analizar los años previos a la crisis a través de datos macroeconómicos de la República Argentina y su relación con la información que surge de los indicadores de las empresas para el mismo período.

b) Observar aquellas renegociaciones que se hayan apartado de las estrategias comunes.

c) Analizar los indicadores macroeconómicos de la República Argentina a partir de la crisis 2001 hasta el año 2007, y su relación con la información que arrojen los indicadores de las compañías reestructuradas en ese mismo período.

10) **Estado del problema a considerar:** La literatura existente relativa al tema se centra en los acontecimientos políticos y económicos agregados ocurridos durante las décadas de los noventa y la del dos mil.

La preponderancia de la temática económica a nivel país (Kulfas, 2005; CEPAL 2007; Folcini, 2000) es abrumadora para analizar la crisis y la posterior evolución de los acontecimientos e ideas.

Algunos *papers* trabajan el costo de la deuda privada (Aykut, 2010) en los países emergentes y en los desarrollados, trabajando en el riesgo de los deudores industriales en diferentes etapas del ciclo económico.

Amelia Rodríguez trabaja el problema de las inversiones de las empresas españolas en Argentina durante la crisis económica de 2001, centrando su interés en Repsol-YPF.

A nivel país, se encontraron trabajos que investigan el destino del crédito hacia las PYMES (Filippo, 2004) u otros que investigan el crecimiento económico entre 2003 y 2008 (Peirano, 2009).

Dentro de la bibliografía investigada para la presentación de este proyecto, no se halló material de investigación de las características propuestas.

11) **Metodología a utilizar:**

La metodología propuesta para el desarrollo de la investigación será principalmente la que corresponde al método inductivo, y a partir de allí con los elementos de juicio reunidos se utilizará el método deductivo con el objeto de obtener leyes generales.

La recopilación bibliográfica y documental de fuente primaria y secundaria, esta última principalmente de fuente pública, dará marco a la investigación de los hechos propios del objeto de estudio propuesto; de esta manera, la información provendrá de instituciones como el INDEC, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Banco Central de la República Argentina, el Ministerio de Economía, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la CEPAL y otros organismos similares.

12) **Marco teórico:**

El marco teórico fundamentalmente se apoyará en los trabajos de la CEPAL sobre la situación económica argentina, la interpretación sobre el crecimiento de Peirano et al, y el estudio de Folcini sobre la deuda externa, más el análisis de Morangíu sobre el rol

del FMI durante la crisis del 2001-02, completan el panorama nacional y su relación con el mundo financiero.

Los *papers* que darán el marco teórico al cuerpo principal del trabajo sobre la crisis sufrida por las empresas privadas argentinas, estará encuadrado dentro del tratamiento que surge de los trabajos de Bedoya y otros (CEMA), el análisis de Ferraro y el de Amelia Ramírez.

El proyecto de investigación tiene dos ejes centrales, el primero de ellos está representado en el presente trabajo y tiene por objeto identificar el marco regulatorio de los mercados de capitales a través de su evolución histórica desde la primera década del 1900 hasta nuestros días. Una segunda parte de esta investigación se centra en el mercado argentino en la época crítica de la primera década de este siglo, a partir del derrumbe de la economía argentina que arrastró a personas y empresas a situaciones límites. Las estrategias utilizadas por las compañías para salir de la situación de ahogo financiero es el objeto de estudio de la segunda parte de esta investigación.

PROYECTO DE INVESTIGACIÓN

1. INTRODUCCIÓN

Es interés de este trabajo introducir en primer lugar las causas que originaron la burbuja de 1929 y las posteriores Actas Regulatorias de los mercados de capitales primarios y secundarios, y que sirvieran de ejemplo para la regulación del resto de los países.

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 reglar 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.

Es posible observar de esta manera las relaciones económicas internacionales objeto de los mecanismos transmisores y las distintas políticas y posturas surgidas como consecuencia de la crisis que se originó en los EEUU pero cuyos efectos recorrieron el mundo.

Desde la primera gran crisis hasta la última crisis conocida, en todos los casos la respuesta de los gobiernos fue la de profundizar los procesos regulatorios, incorporando a nuevas agencias encargadas del control, nuevas obligaciones de revelación de la información y nuevos actores involucrados y obligados.

Del análisis del presente trabajo surge que los países involucrados básicamente tomaron dos caminos diferentes: o bien experimentaron una importante ola reguladora y expansión de los mercados de capitales –los países occidentales, salvo Alemania-

por una parte, y la propia Alemania y el Japón con la regulación de los mercados bancarios y su fuerte impulso, dirigiendo el ahorro y la inversión públicos hacia los fines políticos y económicos de sus respectivos gobiernos.

1.1 El precedente: la situación luego de la primer Gran Guerra

Durante la primera guerra mundial se movilizaron unos sesenta millones de hombres, de los cuales resultaron muertos unos ocho millones mientras que otros siete millones de hombres regresaron a sus hogares inválidos y cerca de quince millones terminaron con heridas de gravedad. En el campo civil las víctimas fatales se estiman en cinco millones de personas, entre otros desastres como la desnutrición infantil, la caída de la tasa de natalidad y el desarraigo de aproximadamente el 5% de los europeos de sus países de origen.

En Francia la guerra significó la destrucción total de unos 250.000 edificios y dañado seriamente a otros 500.000; la destrucción del 20% de la superficie de siembra, el descenso del 70% de la producción de carbón y del 65% de la producción de acero. Se estima que Francia perdió unos 30.000 millones de dólares de esa época, mientras que en Alemania se destruyeron bienes por 1.750 millones. Por su parte, en Polonia fueron destruidas 4.500.000 hectáreas de tierras cultivables y 215 millones de hectáreas de bosques, además de perder el 60 % de sus rodeos.

Algunos datos macroeconómicos indican que la renta per cápita de Francia, Inglaterra y Alemania en 1925 aún seguía siendo inferior a la de 1916, como consecuencia de la recesión provocada por la guerra. Entre 1913 y 1920 la industria europea se redujo en un 23% mientras que la de EEUU subió un 22%.

Antes de la guerra, la mayoría de los países europeos eran acreedores de los EEUU, mientras que al final de la contienda –en 1919- pasaron a ser deudores; salvo Gran Bretaña que seguía siendo acreedor de algunos países europeos. Las terribles consecuencias de la guerra provocaron en los países europeos una lenta recuperación de la economía, profundamente transformada por las nuevas estructuras que generaron grandes cambios sociopolíticos.

EEUU mientras tanto ingresa en una senda de gran crecimiento a principios de los años '20, reemplazando a Europa como potencia hegemónica, nuevos métodos de producción y la división mundial del trabajo, con grandes áreas productoras que abastecen al resto del mundo, con una producción financiada a través de préstamos basados en promesas de pago futuro, fundado en las nuevas condiciones y el rol adoptado por los EEUU, que origina una corriente de confianza mutua entre inversores y tomadores de deuda.

Como consecuencia de lo anterior, Europa ve afectada sus niveles de producción como resultado de las enormes pérdidas de vidas humanas que condicionaron la producción por la merma de la población activa, por lo cual las mujeres se suman al mundo laboral, el cual no hace más que sumar conflictos a causa de la recesión económica provocada por la guerra.

Es en este momento cuando los EEUU se convierten en el proveedor de la Europa de posguerra, la cual sufre la desorganización de los transportes y debe transformar el aparato productivo industrial, e incluso transformar su agricultura y ganadería.

Las finanzas en Europa no escapan al problema de la posguerra, ya que la guerra fue financiada a través de impuestos e inflación, con graves déficit en la balanza de pagos y el creciente endeudamiento interior.

Nuevamente es EEUU quien financia a Inglaterra y a través de ésta al resto de Europa, creando una corriente de flujos cada vez más importante entre ambos. El reflujo por el repago de deudas se origina en Alemania, quien debe pagar las reparaciones de guerra a las naciones vencedoras, las cuales están endeudadas con Gran Bretaña la que a su vez tiene deudas con los EEUU.

Debido a los crecientes problemas internos y externos, la insuficiente cantidad de oro y la necesidad de financiar, primero los gastos de guerra y luego los de reconstrucción y reparación, las naciones europeas suspenden la convertibilidad de sus monedas, ya que tanto el oro como las divisas se utilizan para realizar los pagos correspondientes a la deuda externa. En 1918 solo el dólar es convertible.

La economía europea ingresa en un proceso de inflación y depreciación de sus monedas, por lo cual en 1922 se celebra la Conferencia Internacional de Ginebra intentando poner fin al desorden financiero y regresar al patrón oro para alcanzar la estabilidad, con el dólar y la libra esterlina como divisas internacionales. Inglaterra en 1925 regresa al patrón oro mientras que los demás países utilizan el oro y las divisas como respaldo de las emisiones de las monedas locales.

Nueva York y Londres se transforman en los centros financieros, económicos y comerciales del mundo que asoma. Salvo que mientras Inglaterra al revalorizar la libra, -las otras monedas se depreciaban para poder competir y colocar sus productos- produjo que crecieron sus importaciones reduciendo y debilitando a la vez a la industria británica.

1.2 La década del '20 en los EEUU

Durante la década del '20 del siglo pasado se respiraba en los Estados Unidos una imperiosa confianza en el futuro del país en cuanto al desarrollo económico y social. Esporádicas recesiones durante 1921-1922 y 1927 se consideraron espontáneas y de fácil superación.

Como ya anticipamos, la guerra sirvió para que los EEUU obtengan enormes beneficios económicos, tanto durante el desarrollo de la misma como luego con las tareas de reconstrucción. Económicamente los EEUU se convierten en el proveedor de todo tipo de productos, ayudado también por el hundimiento de la producción europea; financieramente, el flujo de fondos creciente le permite financiar a largo plazo, transformando gradualmente a Nueva York con la capital financiera mundial, desplazando definitivamente a Londres.

Las sinergias producidas por la gran demanda europea y los nuevos métodos de producción tayloristas de la época, con grandes incrementos de productividad, la falta de competidores, la revolución de la tecnología y las ciencias, produjo una época de gran expansión.

A la demanda exterior se agrega la demanda interna, la cual se alimenta con el aumento de los salarios junto a la creciente demanda originada en los países de América latina. El auge del comercio y el crecimiento de la economía norteamericana atraen una afluencia interesante de capitales, dispuestos a invertir en los EEUU, hunden aún más a los países europeos.

El ritmo de crecimiento de la oferta (por el fuerte aumento de la productividad), muy superior a la de la demanda, hace innecesaria nuevas inversiones productivas, ya que incluso los precios comienzan a caer; es entonces que estos flujos liberados del sector productivo comienzan a dirigirse al mercado bursátil.

Un dilema se planteaba para aquellos que habían obtenido crecientes beneficios fruto de las ganancias originadas en inversiones de la economía real, y tenía que ver con el destino que debían tomar ese flujo de fondos. Su atesoramiento implicaba una pérdida económica ya que no se generaban intereses que exigiría la colocación de un capital en una entidad bancaria.

Una de las alternativas viables era prestar ese capital al exterior, y los Estados Unidos contribuyeron a enviar sumas de dinero a otros países y realizando inversiones industriales. De ahí surge otra cuestión: ¿Qué hacer con los excedentes obtenidos de intereses?

De esta manera se planteaba la necesidad de ampliar las necesidades de inversión tanto de los flujos obtenidos como de los correspondientes intereses. Es entonces cuando comenzaron a dirigirse los capitales excedentes hacia actividades especulativas. Cabe destacar que el aparato productivo estadounidense generó importantes posibilidades de rentabilidad a lo largo de los años '20.

1.3 La política expansiva de la Reserva Federal

Haciendo referencia en este nuevo modo de generación de beneficios, conviene rescatar el nacimiento de un mecanismo fraudulento de especulación que daría lugar a una terminología muy difundida en la jerga económica del siglo XX. La historia de Carlo Ponzi (Italia 1882, Brasil 1949), un inmigrante que fundó en 1919 una compañía que vendía cupones, prometiendo pagar beneficios del 50% a 45 días y del 100% en 90 Días. Durante los primeros meses el negocio funcionó de manera correcta atrayendo crecientes sumas de nuevos inversores, de tal forma que le permitía pagar las rentabilidades ofrecidas.

La situación dio cuenta de que Ponzi no invertía los fondos en la empresa, sino que pagaba las deudas emitiendo nuevas deudas. Conocida esta situación por los inversores, se desató una crisis de confianza que le impidió continuar con su "negocio".

La situación demostraba que se acababan las opciones para incrementar los beneficios dentro de sectores productivos y por ello una cantidad creciente de recursos fluyó hacia el mercado de valores de New York, el New York Security Exchange (NYSE). Conforme avanzaba la década del '20 los precios en el mercado bursátil fueron creciendo en forma permanente y el índice Dow Jones mostraba estos niveles. Otros escenarios especulativos constituyeron el mercado inmobiliario y la industria de la construcción. Carlo Ponzi y sus "negocios" nos muestran una década en la cual estas actividades eran validadas y viables, aun en situaciones fraudulentas. Algunas sociedades de inversión y bancos comerciales no tuvieron un comportamiento distinto al de Ponzi.

La gran burbuja especulativa era fácilmente identificable en Wall Street, donde la bolsa dejó de operar como un medio para captar fondos y se transformó en un fin. El mercado de valores se apartó del sector productivo que le había dado fundamento y no pudo sostener el gigantesco crecimiento del precio de las acciones, el cual no respondía a la evolución en la economía productiva.

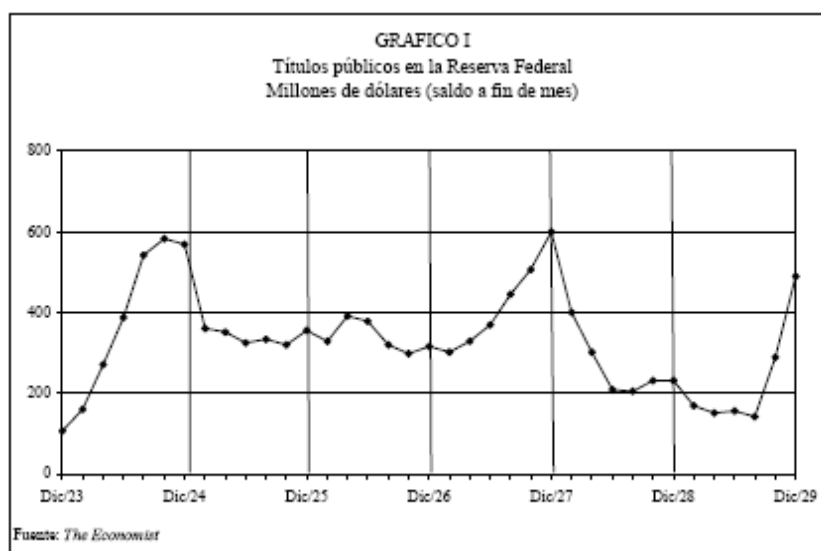
Incluso las grandes corporaciones industriales norteamericanas giraron sus recursos a las actividades especulativas en lugar de orientarlos en inversiones a favor de su propia expansión. Las rentabilidades originadas en la economía nominal aparecían como más seguros que los beneficios productivos

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.

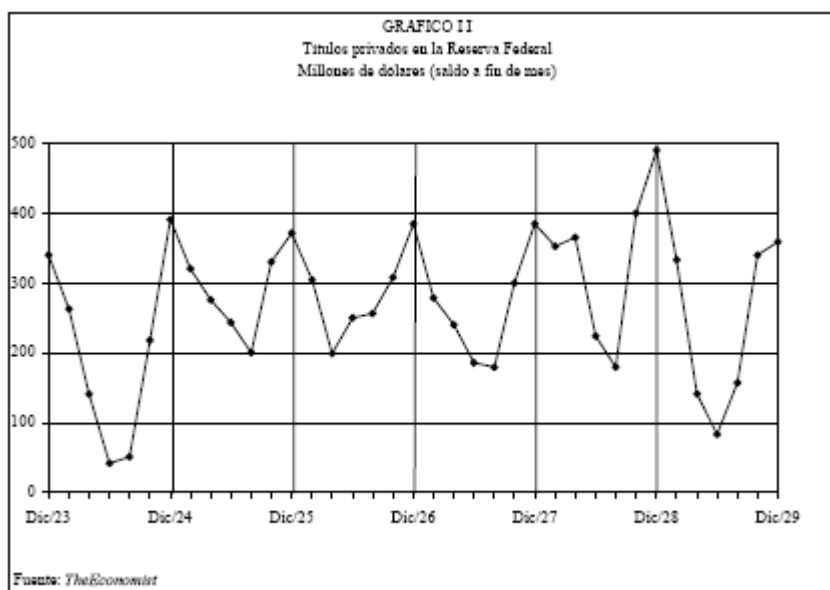
Por otra parte, y debido a que el Pacto de Génova reconocía la posibilidad a los países de emitir dinero no solo contra reservas en oro, sino también contra otras divisas convertibles e incluso contra títulos públicos y privados. Haciendo uso de estos instrumentos de política monetaria, el presidente de la Reserva Federal de Nueva York, Benjamin Strong, llevó a cabo una serie de medidas destinadas a reducir la tasa de interés entre 1924 y 1927, mediante la compra de una importante cantidad de títulos públicos y privados.



Tomado de: Cachanosky, J. C.; “La crisis de 30”, ESEADE

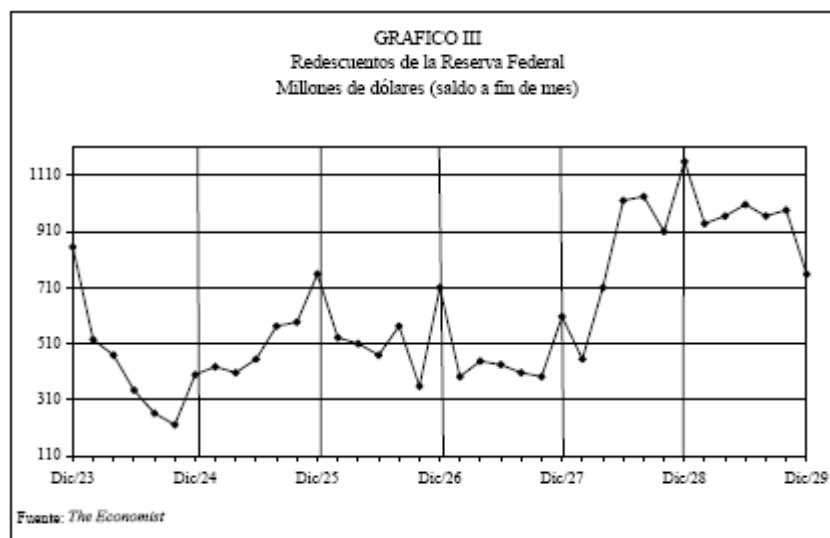
Los picos de los años 1924, 1927 y 1929 significan los años de mayores compras de título públicos comprados por la Reserva Federal, los cuales respaldaban la emisión monetaria.

Del mismo modo ocurrió con los títulos privados, con un pico de crecimiento en el año 1928.



Tomado de: Cachanosky, J. C.; “La crisis de 30”, ESEADE

La política expansiva aplicada también se encuentra con los redescuentos llevados a cabo por la Reserva Federal, comenzando el crecimiento en 1924 y fortaleciendo su accionar a partir de 1927.

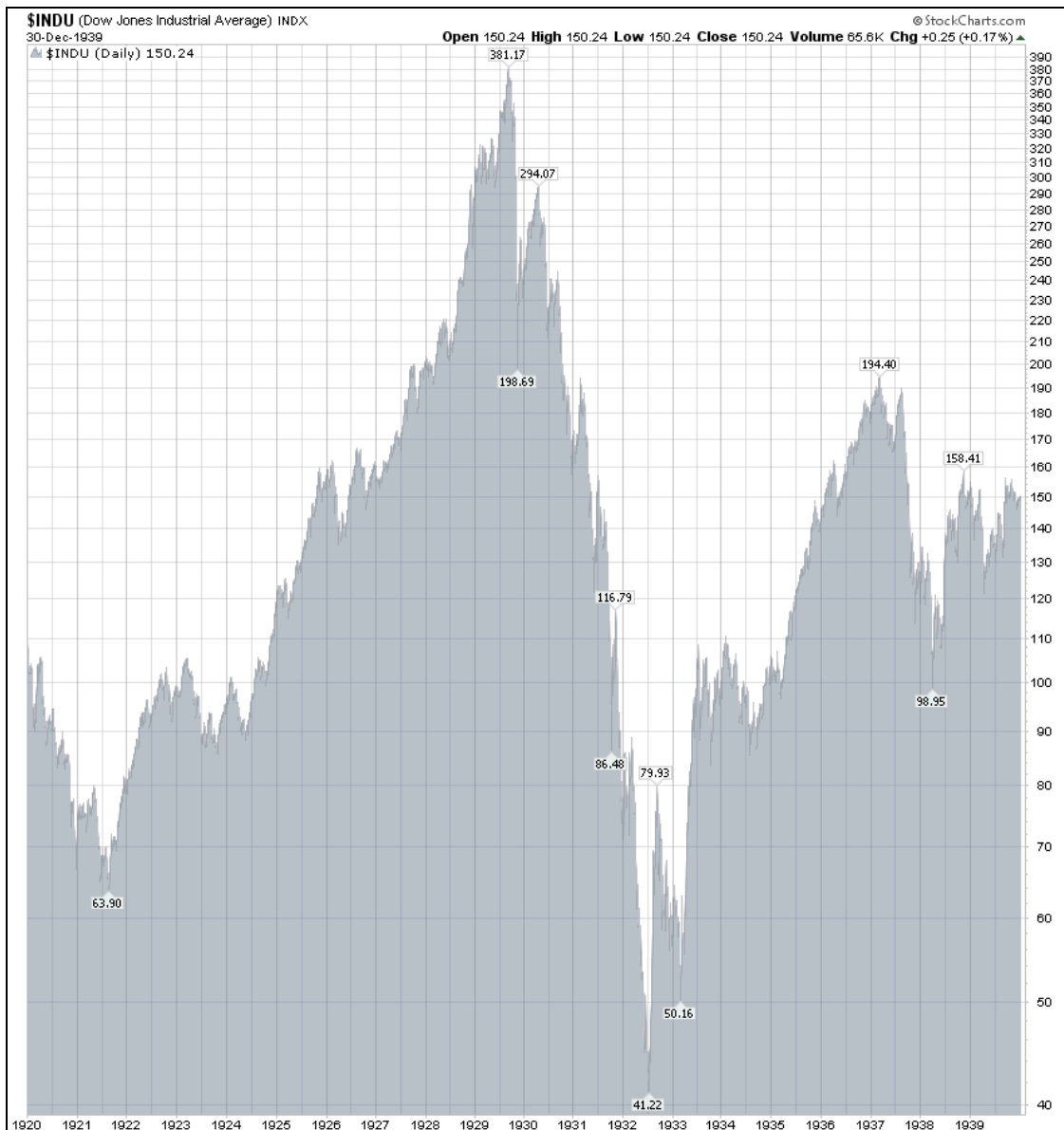


Tomado de: Cachanosky, J. C.; “La crisis de 30”, ESEADE

Otros actores del mercado, como las sociedades de inversión colectivas –nacidas en EEUU a partir de 1893 con la creación de la *Boston Personal Property Trust*-, financiaron inversiones inmobiliarias primero, bonos de guerra mas tarde, las exportaciones americanas a los aliados luego –los denominados *investment trust*- y en épocas de dinero fácil volcaron masivamente sus inversiones a operaciones de bolsa. La evolución de este tipo de sociedades marca la tendencia del destino del ahorro de

la época: de cuarenta sociedades en 1920 se pasó a ciento sesenta en 1926, llegando a unas setecientas para 1929.

El crecimiento en el precio de las acciones –no acompañado por lo *Fundamentals* de las empresas, se observa a través de la evolución del índice *Dow Jones*.



El crecimiento del precio de las acciones empujaba a los inversionistas a especular con nuevos aumentos, alimentándose a sí misma en una espiral que traía beneficios para todos los participantes hasta que en un momento la propia burbuja elimina el problema de comprar a buen precio, ya que el precio de mañana –o unos días mas tarde- aumentará e igualmente llegarán los beneficios.

Una parte importante de la liquidez generada por las operaciones realizadas por la Reserva Federal fue canalizada hacia los *brokers*, quienes canalizaron los préstamos en operaciones bursátiles.

Broker's loans en la ciudad de Nueva York
(en millones de dólares)

Fecha	Total	Fecha	Total
31/12/20	1.080	29/08/28	4.235
31/12/21	1.190	26/12/28	5.091
31/12/22	1.860	20/03/29	5.793
31/12/23	1.580	21/08/29	6.085
31/12/24	2.230	09/10/29	6.713
31/12/25	3.550	23/10/29	6.634
06/01/26	3.141	30/10/29	5.538
31/08/27	3.184	27/11/29	3.450
28/12/27	3.718	31/12/29	3.424

Fuente: *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, U. S. Department of Commerce, p. 1009, y Benjamin M. Anderson, *Economics and the Public Welfare*, Liberty Press, 1979, p. 200.

Tomado de: Cachanosky, J. C.; "La crisis de 30", ESEADE

Las empresas prestaron capital a los corredores de bolsa y al mismo tiempo en el año 1927, la Federal Reserve bajó la tasa de interés estimulando los créditos cuyos montos se derivaron al mercado accionario. Ambas acciones contribuyeron a disparar la burbuja accionaria y descartar las alternativas de inversión en la economía real. A las anteriores situaciones se adicionó la falta de un organismo regulador de la actividad bursátil, multiplicando los actos, procedimiento y transgresiones contra la ley.

Ante tal situación de nulidad de controles los agentes de bolsa promocionaron el mercado accionario teniendo en cuenta las fabulosas ganancias que ofrecían algunas operaciones. Las tasas bajas impuestas por la FED impulsaron a los bancos a tomar créditos y con esos flujos generar préstamos a tasas mucho mas elevadas. Cabe destacar que en *Wall Street* confluyeron los ahorros de los norteamericanos y los del resto del mundo también.

En resumen las acciones se valorizaban y crecían en función de las expectativas futuras mas que de la actividad productiva real de las empresas.

Corría el año 1928 cuando la Fed realizó un intento de frenar la burbuja especulativa. Aumentó las tasas bancarias y subió la tasa de redescuento, luego vendió bonos del tesoro, todo con la finalidad de recortar la oferta monetaria y orientada hacia una política de escasez de dinero.

Cotización de las acciones en Nueva York

Mes / Año	1929	1930	1931	1932	1933
Enero	193	149	103	54	46
Febrero	192	156	110	53	43
Marzo	196	163	112	54	42
Abril	193	171	100	42	49
Mayo	193	160	89	38	65
Junio	191	143	87	34	77

Julio	203	140	90	36	84
Agosto	210	139	89	52	79
Septiembre	216	139	76	56	81
Octubre	194	118	65	48	76
Noviembre	145	109	68	45	77
Diciembre	147	102	54	45	79

Fuente: *The Great Depression* Londres Macmillan and Co. Limited, 1934, p.204, citado por Cachanosky.

2. EL CRAC DEL MERCADO BURSÁTIL

Hacia 1929 la situación estadounidense avizoraba la llegada de una recesión conforme a los ciclos económicos .J. K. Galbraith recalca que “La especulación requiere en gran medida, un sentimiento profundo de confianza y optimismo”.

Se pronosticaba un desplome del mercado bursátil, pero esos anuncios eran observados con recelo relacionándolos con una posible conspiración contra el “estilo de vida americano”. Consideraban que el aprendizaje de las anteriores crisis del pasado era suficiente para neutralizar los anuncios pesimistas.

La decisión de la Fed de recortar la tasa de redescuentos fue mas allá de las fronteras norteamericanas ya que contribuyó a recortar el flujo de créditos hacia el exterior y atraer capitales especulativos hacia Estados Unidos. El redireccionamiento de esta política monetaria entre 1928-1929 fue en primera instancia lo que generó consecuencias nefastas para la economía mundial .A esta situación se suma el decremento de las importaciones con aires proteccionistas y su consecuente impacto sobre la red mundial de comercio.

Pero cuando la disminución del crédito comenzaba a generar los primeros efectos negativos, se produjo una circunstancia mucho mas grave que dio el puntapié para la crisis, y fue el retroceso de la actividad económica de los estados unidos. Es estancamiento estuvo signado por aquellos sectores dinámicos que habían impulsado el auge. Desde junio del '29 la producción de acero disminuyó, junto con la construcción y los volúmenes transportados por vía ferroviaria. Los índices de producción industrial comenzaban su pendiente negativa.

A toda esta situación se sumo la estrepitosa caída de los precios internacionales de mercancías. En conjunto, todos estos factores sumados al derrumbe del mercado de valores posibilitaron una crisis de confianza en el conjunto del sistema definido como “pánico de la liquidez”. De esta manera, los inversores no apostaron mas al mercado bursátil y la decisión de reducir los gastos afectó a todos los sectores económicos generando la caída de los niveles de producción y precios.

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 1933¹.

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 aceleró dramáticamente después del colapso en el precio de las acciones”²

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*"³

2.1 El *New Deal*

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 privilegiada⁴."

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
<i>Emergency Banking Act</i>	1933	Aseguro los depósitos bancarios para contrarrestar el pánico causado al público y devolver confianza en el sistema bancario.
<i>National Industrial Recovery Act</i>	1933	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.
<i>Agricultural Adjustment Act</i>	1933	Apuntó a elevar los precios de los <i>commodities</i> agrícolas pagando a los agricultores para que siembren menos y asi disminuir la oferta.
<i>Tennessee</i>	1933	Creó la Tennessee Valley Authority (TVA). Su única tarea era

Valley Development Act		volver a desarrollar el Valle de Tennessee, que abarca siete estados y 40.000 millas cuadradas.
National Labor Relations Act	1935	Esta ley obligó a los empleadores a tratar con los sindicatos. Los trabajadores también recibieron el derecho a formar sindicatos, afiliarse y participar en la negociación colectiva.
Social Security Act	1935	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.
Soil Conservation Act	1936	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.
Fair labor Standards Act	1938	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.
Agricultural Adjustment Act	1938	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*⁵, 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 empresarial 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 ingresos⁶”.

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”⁷

3 INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE VALORES

3.1 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.

3.2 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 lo 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.

3.3 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.

3.4 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*.

3.5 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.

4. LAS LEYES FEDERALES DE VALORES DE EEUU

4.1 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 grandes⁸

4.2 *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.

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”⁹

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.

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 NIIF¹⁰ 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 estado 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).

4.3 *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 EEUU.

La Comisión de Valores llevó a cabo importantes reformas al mandato de divulgación de la información en los EE.UU. “Las regulaciones 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 trimestrales¹¹”; 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 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.

4.4 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.

4.5 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*.¹²

4.6 *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 1940 se excluye "a cualquier abogado, contador, ingeniero o maestro cuya prestación de servicios se realice exclusivamente relacionados con el ejercicio de su profesión."

5. LA TRANSMISIÓN DE LA CRISIS HACIA LOS PAÍSES CENTRALES

5.1 La regulación en Gran Bretaña

Los efectos colaterales de la gran depresión golpearon en forma inmediata y devastadora al Reino Unido. Localmente denominada "*The great Slump*¹³", fue para los habitantes del Reino Unido la más fuerte y prolongada crisis económica del siglo XX. El impacto fue sentido especialmente en el Norte de Inglaterra, donde la industria pesada (carbón, acero y astilleros) tradicionalmente orientada a la exportación sufrió una espectacular contracción de la actividad de hasta el 90%. El desempleo en ciudades de corte netamente industrial supero en varios casos la cota del 70%.

Si bien algunas zonas pudieron afrontar mejor la crisis por sus perfiles productivos (especialmente Londres y el Sudeste Ingles), para finales de 1930 el desempleo a nivel nacional se había más que duplicado y alcanzaba ya el 20% mientras que las exportaciones cayeron a la mitad por el doble efecto de menor demanda y menores precios. Un reporte gubernamental de 1935 estimaba que un cuarto de la población del Reino Unido se encontraba bajo una dieta de subsistencia con notables signos de malnutrición infantil tales como escorbuto, tuberculosis o raquitismo.

Naturalmente este colapso en la economía Británica tuvo su correlato en sus mercados de capitales. Luego de la primera guerra mundial, Londres se consolidó como la plaza financiera más grande del mundo. En 1929, más de 4000 activos eran negociados en el *London Stock Exchange*, incluyendo más de 1300 acciones ordinarias.

La caída generalizada de los títulos Británicos tuvo dos alicientes. Por un lado “el empobrecimiento de los standards de reporte por parte de las empresas en la década del 20’ causado por la presión de la recesión económica”¹⁴ y por el otro la existencia de numerosas emisiones fraudulentas fomentadas, o al menos amparadas, por la falta de un marco regulatorio adecuado.

El primer acto legislativo que intento específicamente regular la actividad inversora fue la *Prevention of Fraud (Investments) Act of 1939*. Fue el resultado de las recomendaciones de dos comités constituidos por el parlamento. El primero de ellos, encabezado por Sir *Archibald Bodwin*, se concentro específicamente en actividades fraudulentas conocidas como *share hawking* y *share pushing*¹⁵ y deliberó durante 20 meses antes de emitir sus recomendaciones. El segundo comité, bajo la tutela de Sir Alan Anderson, examino como regular los *unit trusts*¹⁶, cuya industria se encontraba en franco crecimiento.

La provisión clave de la norma fue requerir la obtención de una licencia anual renovable otorgada por el *Board of Trade* tanto para firmas como individuos que deseen operar tanto en acciones como *debentures* o los ya mencionados *unit trusts*. Sin embargo, “grandes sectores de la industria que ya se encontraban afiliados a entidades como el *London Stock Exchange* fueron eximidos de este requerimiento, lo que constituyo en los hechos un régimen prácticamente auto-regulatorio”¹⁷¹⁸.

Otras firmas y/o personas físicas exceptuadas por el *Board of Trade* de este requerimiento, siempre y cuando fueran juzgadas como poseedores de una sólida base financiera e intachable reputación comercial incluían:

- Bancos mercantes.
- Compañías de seguros.
- Firms gestoras de fideicomisos.
- Sociedades constructoras.
- Empresas industriales.
- Miembros de asociaciones menores cuya actividad principal fuera la operatoria de activos financieros.

Queda claro entonces que el espíritu del estatuto apuntaba a validar automáticamente a los operadores tradicionales del mercado para interferir lo menos posible con la operatoria regular.

Otra facultad otorgada al *Board of Trade* por la ley fue la de regular eficientemente las comunicaciones con los inversores. La normativa vigente hasta ese momento establecía como ilegal la oferta y/o publicidad de instrumentos de inversión “*house to house*”¹⁹, prohibición que era fácilmente evitada recurriendo al teléfono u otros medios de comunicación.

Este sistema auto regulatorio se mantuvo por varias décadas, si bien sufrió progresivamente numerosas modificaciones siendo las dos más importantes aquellas introducidas por la *Companies Act of 1949* y la *Prevention of fraud (Investments) Act of 1958*. “Este sistema ofreció protección inadecuada a los inversores como quedo en evidencia por una serie de escándalos financieros ocurridos entre finales de los años setentas y principios de los ochentas”²⁰

En 1986 fue reemplazado por el *Financial Services Act of 1986* que creo al *Securities and investments Board (SIB)* como autoridad central con amplios poderes regulatorios. Este hecho marca el alejamiento definitivo del esquema esencialmente auto-regulatorio imperante hasta ese momento y la adopción de un sistema mucho mas similar al Estadounidense (podríamos marcar un paralelismo entre el *SIB* y la *SEC*).

5.2 La difusión de los efectos hacia Alemania y Francia

En 1931 la crisis presentaba similares síntomas a los sufridos anteriormente, con persistente deflación y desocupación en altos niveles. Los países mas afectados eran los exportadores de materias primas y los analistas se encontraban divididos entre quienes auguraban un empeoramiento del escenario y quienes pronosticaban prontas mejoras producto de la auto regulación de los mercados.

Siguiendo a Vitols²¹ La primera regulación bancaria de escala nacional en Alemania se impuso durante la crisis de 1931, bajo la forma de varios decretos de emergencia. Para limitar la destructiva competencia de precios que caracterizó a la década de 1920, un decreto autorizó a las asociaciones bancarias a determinar tasas de interés y precios obligatorios para los depósitos y ciertos servicios estandarizados. Otro decreto creó una agencia reguladora de bancos a la que, junto con el banco central y consultando con las asociaciones bancarias, se le permitió establecer e imponer niveles mínimos de capital y liquidez y otras regulaciones prudenciales. La entrada al mercado fue regulada más estrictamente, especialmente en el caso de las cooperativas de crédito, que debían ser aprobadas por la asociación regional correspondiente.

En 1933 se formula el Acta Bancaria, que retuvo la mayoría de los elementos corporativistas de los decretos de 1931. El departamento de regulación bancaria establecido en el Ministerio de Finanzas fue compuesto mayormente por directivos de la propia industria.

El optimismo que estas medidas generaron se vio disipado con el pánico internacional generado por la quiebra del Banco *Credit Ansalt* en Austria. Como consecuencia, la fuga de capitales sacudió fuertemente tanto a Alemania como a USA terminando de esta manera con el patrón Oro y el viejo sistema financiero internacional.

La depresión se agudizó en 1932, ya que la producción industrial se declinó mientras que el desempleo se disparó especialmente en Alemania y Gran Bretaña hasta 1933, luego del cual comienzan a descender.

Variación de la producción industrial y del PBI entre 1929-1938

Países	1929-1932		1932-1933 a 1937-1938	
	Producción industrial	PBI	Producción Industrial	PBI
Alemania	-40%	-15,70%	122,20%	67,50%
Francia	-24,60%	-11%	20%	27,90%

Fuente: Aldcroft (1997)

Tasas de desempleo en Alemania (1929-1935, en %)

Año	Alemania
1929	5,9
1930	9,5
1931	13,9
1932	17,2
1933	14,8
1934	8,3
1935	6,5

Fuente: A. Maddison (1991)

A su vez, logró una moratoria de 1 año en el pago de las reparaciones de guerra. Se aumentaron tasas de interés, se alcanzó una balanza comercial superavitaria, aunque no se pudo contener la fuga de capitales, en particular aquel de origen Norteamericano y la caída en el nivel de actividad. La devaluación no se considero como salida por temor a un surgimiento Inflacionario. Ante la continuidad de los problemas los salarios de funcionarios públicos disminuyeron un 10% junto a los precios de las industrias cartelizadas y otros gastos en general (exceptuando el gasto militar).

Para Vitols²² "Aunque no hubieron grandes reformas legislativas a la Ley de Intercambio de Acciones de 1896, un conjunto de cambios regulatorios transformaron radicalmente la naturaleza de los mercados de capitales, volviéndolos poco atractivos como fuentes de capital en comparación a los bancos.

El gobierno nazi consideraba que el [mercado de valores] había exacerbado la crisis financiera mediante la inversión con fines especulativos en vez de productivos. Cuando se reabrió el comercio de acciones, a principios de 1932, se prohibieron las ventas a futuro de acciones y bonos. Las nuevas emisiones de acciones fueron sujetas a un estricto control, se definió un mínimo de información en los prospectos de emisión de nuevos títulos y el periodo de prescripción para fraudes de prospectos fue extendido. Además, se dio prioridad a las emisiones publicas por sobre las industriales para acceder a la bolsa de valores.

Luego de la segunda guerra mundial, las autoridades de la ocupación estadounidense intentaron imponer un sistema financiero similar al de Estados Unidos como parte de

un programa de democratización. Los grandes bancos fueron fragmentados y la autoridad regulatoria fue delegada a las regiones. Si bien el gobierno de Konrad Adenauer parecía estar de acuerdo con muchas de las propuestas de reforma de los Estados Unidos, la continuidad con el régimen de la década de 1930 fue más significativa que los cambios. Los principios básicos de los decretos de 1931 y el acta de 1933 fueron re-implementados rápidamente.

El intento de federalismo financiero fue descartado con la fusión del *Bank deutscher Länder* y el *Deutsche Bundesbank* y la recomposición del *Großbanken*. Las políticas del gobierno respecto del mercado de valores desalentaron su desarrollo como una fuente de capital a largo plazo para la industria. El sistema impositivo favorecía a los bonos públicos sobre los industriales. El doble gravamen sobre las acciones (impuesto corporativo más impuesto a las ganancias individual) impidió que su mercado se desarrollara. Sumado a estas medidas, se formó un comité de bonos compuesto de los mayores emisores de títulos para controlar el ingreso al mercado de bonos, con prioridad para las emisiones públicas y de los bancos.

Como resultado de estas regulaciones, el sistema financiero alemán divergió del patrón de préstamos bancarios a corto plazo y financiamiento a largo plazo proveniente del mercado de valores. La deuda de las compañías era casi exclusivamente resultado de préstamos a largo plazo en vez de emisión de bonos y la cantidad de estas inscritas en la bolsa de valores era muy reducida en relación a la capacidad productiva del país”.

Durante 1931 el Estado-Nación Alemán gestionó la industria bancaria y parte de las manufacturas sin grandes logros efectivos. La conflictividad política y social dio lugar a una alternativa radical para intentar revertir la situación. El mariscal Hindenburg llegó a la presidencia por los conservadores en 1932, y el nazismo liderado por Hitler se constituyó en la primera fuerza en el parlamento. En el año 1933 Hindenburg nombró a Hitler canciller, quien pronto disolvió la república e inició un régimen autoritario.

En Alemania la recuperación fue óptima porque se emplearon políticas que para el pensamiento hegemónico de la Europa liberal, eran inaceptables. La política económica nazi se caracterizó por una fuerte intervención estatal con apoyo de las corporaciones. El nivel de actividad se recuperó en 1933 con el incremento del gasto público apuntalado en la segunda etapa de gobierno con el impulso de la guerra. El gasto militar pasó de un 3% del PBI en 1933, a alrededor del 20% en 1939. El resultado fue una modificación de las expectativas que empujó en forma determinante a la actividad privada.

Un aspecto a destacar es la concentración del aparato productivo alemán, producto de una cartelización impulsada desde el gobierno .La expansión fue empujada por la industria de base, con un crecimiento de cerca del 200% en dichos sectores.

Índice de la producción de algunos sectores industriales de Alemania (1932=100)

	1932	1933	1935	1938
Carbón	100	105	136	177
Acero	100	133	286	413
Industria química	100	115	156	250
Productos textiles	100	114	115	135

Muebles y artículos del hogar	100	102	115	163
-------------------------------	-----	-----	-----	-----

Fuente: Overy 1996

Otra importante arista del crecimiento fue la relación comercial privilegiada que mantuvo con países de Europa del este, donde se proveyó de insumos y materias primas y colocaba parte de su excedente en manufacturas.

La situación de Francia corría distinta suerte, ya que se encontró en una encrucijada ante el masivo abandono del patrón oro por parte de muchos países europeos, fue entonces cuando verdaderamente comenzó a sentir la crisis corriendo 1931.

La devaluación del franco de 1928 y el aislamiento comercial vía arancelaria, explica el porqué Francia no fue alcanzada inicialmente por la crisis. Pero finalmente, la decisión de permanecer en el patrón-oro por miedo a brotes inflacionarios generó tensiones deflacionarias, promoviendo la reducción de los gastos públicos, baja de salarios y altas tasas de interés.

Evolución de los precios al consumidor en Francia (1935=100)

Años	1930	1931	1932	1933	1934	1935
Índices	100	99	88	84	79	71

Fuente: Barbero, García Molina, Berenblum, Saborido en base a Maddison 1991

La tensión social y la caída de la inversión, generaron un profundo descontento popular, esto contribuyó al triunfo del Frente Popular en 1936, liderado por el socialista León Blum quien provocó un cambio de rumbo significativo.

Las medidas llevadas a cabo fueron una manifestación secundaria del New Deal: se abandonó el patrón-oro generando una devaluación del franco, se ejecutó un plan de obras públicas, fijación de precios de artículos primarios por parte de una junta reguladora estatal, aumento de salarios nominales y mejoras laborales.

Estas medidas desembocaron en una espiral precios-salarios que desencadenó un proceso inflacionario. En 1939 la economía repuntó debido al rearme por la guerra, pero la confirmación de la guerra y la invasión alemana en 1940, debilitaron la situación Francesa.

La visión alemana de la economía y la forma de dirigir el país sedujo a los japoneses a seguir su mismo modelo, por lo cual, ambas naciones ofrecen ciertas similitudes a la hora del análisis.

Vitols²³ indica que “luego de la crisis de 1930 una de las preguntas fundamentales a las que se enfrentaban los estados era como restablecer y promover la estabilidad en los mercados financieros. En este punto, las élites de cada estado se vieron influenciadas por su ideología política, particularmente en lo que creían debía ser el rol de los mercados en la economía y la sociedad.

Tanto en Alemania como en Japón, éstas tenían una visión muy crítica de los mercados de capitales, y optaron por construir un sistema financiero en donde predominaran los bancos. En Alemania esto se dio a través de mecanismos de regulación corporativistas, mientras que Japón estableció una relación muy fuerte entre el estado y los bancos mediante la dirección administrativa”.

5.3 Japón

Históricamente, el Japón permaneció prácticamente aislado como consecuencia de políticas internas que prohibían las transacciones que no sean con los chinos y holandeses, únicos autorizados a tratar comercialmente con la isla, cosa que hacían en una pequeña isla artificial llamada Dejima, cerca de Nagasaki. De la misma manera, los japoneses no tenían posibilidad de entrar o salir del país.

En 1853, barcos de guerra americanos intentaron abrir estas barreras comerciales bajo la amenaza militar, esta flota estaba a las órdenes del comodoro Perry. Al cabo de un año de debates, se logró una reducida apertura comercial en el puerto de Yokohama y otras localidades menores. Para 1868 se establece un nuevo gobierno que restablece el imperio del gobierno Meiji, trasladando la capital a Edo, ciudad que a partir de entonces comenzó a llamarse Tokio.

Entre los principales objetivos que persiguió la restauración se encontraba la modernización del país, por lo cual comenzó un debate sobre la formación de un parlamento y la promulgación de una constitución.

Para el objetivo de una constitución se estudiaron los modelos de constitución británica y alemana, para ello se enviaron técnicos a ambos países y debían investigar que modelo representaba mejor la identidad y las necesidades del pueblo japonés. Si bien la constitución británica resultaba ser mas avanzada, se eligió el modelo alemán para la constitución japonés, la cual fue promulgada en 1889 mientras que el otro tema de interés, el parlamento, se constituyó un año después, en 1890.

En las siguientes décadas el sistema bancario se consolidó como el instrumento idóneo para la financiación de las industrias que se consolidaban, como las empresas de industria pesada y naval que junto con la agricultura permitían generar las divisas necesarias para cumplir con las importaciones de bienes de capital.

La expansión territorial del Japón supuso un ánimo de guerra de parte del gobierno Meiji, quienes se enfrentaron primero con China –de la que resultó la anexión de la isla de Formosa (hoy Taiwán) en 1894/1895 junto con las reparaciones de guerra correspondientes- y luego la guerra contra Rusia en 1904/1905, logrando sumar a Corea en 1910.

Las consecuencias que dejaron las guerras significaron un importante aumento del transporte y la industria pesada, financiada a través del sistema bancario, todo bajo la órbita del estado y los principales clanes familiares denominados *Zaibatsu*.

Mas tarde y con Europa envuelta en la Primera Guerra Mundial, los productos que los japoneses importaban del viejo continente –químicos, textiles, maquinarias- resultaron inaccesibles con motivo de la contienda; pero por otro lado, la escasez de productos de origen europeo hizo que la demanda se transfiriera desde el viejo continente hacia Japón, aún a pesar de poseer bienes de inferior calidad.

El cambio producido en el comercio exterior permitió que Japón pueda constituir importantes reservas de oro como consecuencia del aumento de la demanda internacional y el aumento de los precios.

A comienzo de los años '20, una vez concluida la gran guerra, comienza un período de recesión que implica la caída de los precios de los productos y materias primas, aunque la crisis financiera se desató a causa de un terremoto que sacudió la zona de Tokio, en la región de Kanto, al cual siguió un incendio de gran envergadura que incendió más de 700.000 hogares construidos con madera.

El Banco de Japón salió al auxilio de la población a través de los bancos comerciales, quienes aplicaban una política de compra de papeles comerciales (como facturas por cobrar) a las empresas de la zona para luego revender los derechos creditorios al Banco de Japón, quien mediante este mecanismo otorgaba liquidez al mercado.

“Las crisis financieras, movilizaciones por la guerra y la reconstrucción de posguerra produjeron un gran salto en el nivel de regulación del sistema financiero japonés.

El Acta Bancaria de 1927, creada en respuesta a la crisis bancaria del mismo año, otorgó amplios poderes regulatorios al estado. Sin embargo, estos poderes fueron utilizados de manera extensiva por primera vez en conjunción con la movilización militar a mediados de la década de 1930, cuando se construyó un efectivo sistema de regulación a cargo del Ministerio de Finanzas.

Mientras que en Alemania predominaba el corporativismo, el Ministerio de Finanzas japonés prefirió la flexibilidad proporcionada por el sistema de dirección administrativa para lidiar con bancos de manera individual. Se estableció un sistema de licencias que reforzó la influencia del gobierno al permitirle controlar la entrada al sistema financiero y hacer que las instituciones ya existentes dependan de su aprobación para realizar acciones tales como abrir nuevas sucursales (Sohn 1998)²⁴.

Durante el lapso de tiempo transcurrido entre 1930 y 1932, el Japón se hundió en una de sus mayores depresiones económicas, conocida como la depresión Showa, como consecuencia del crac de 1929 que afectó a todos los países a través de la caída de los precios en el frente externo y la decisión de política económica interna deliberadamente deflacionista para eliminar a los bancos ineficientes.

Además se aplicó una política de austeridad para reducir aún más los precios internos a efectos de aumentar las exportaciones y reducir las importaciones. Esta política coincidió con el período de la gran depresión, por lo cual falló en su intento de compensar la alicaída demanda interna vía exportaciones.

Por último y continuando con Vitols²⁵, tal como en Alemania, se impusieron restricciones a los mercados de valores, reduciendo su atractivo como fuentes de financiamiento industrial. Desde mediados de la década del '30, las emisiones públicas fueron priorizadas por sobre las privadas. Se impusieron controles en la emisión de nuevos títulos, incluyendo el requerimiento de garantías para bonos industriales y del permiso del Comité de Bonos, dominado por los bancos. Eventualmente, sólo se permitieron nuevas emisiones a industrias relacionadas con la guerra (Adams 1964).

Otro aspecto en común con Alemania es que la ocupación estadounidense intentó, sin éxito, implementar un sistema financiero similar al propio después de la segunda guerra mundial. Aunque las actividades bancarias y de corretaje fueron separadas, no lograron cumplir muchos más objetivos. Se fundó una agencia basada en la *U.S. Securities and Exchange Commission* en 1948, solo para ser ésta abolida y sus funciones absorbidas por el Ministerio de Finanzas en 1952. El límite de tenencia de acciones se elevó del 5 al 10 por ciento. Se prohibieron los futuros y se obstaculizó el

surgimiento de un mercado alternativo al establecer un mínimo de 1000 acciones por transacción (Baum 1996).

De esta manera, el financiamiento a largo plazo en Japón se orientó hacia los bancos, en vez de los mercados de valores, siendo estos la fuente de cuatro quintos del financiamiento externo en la industria durante las décadas de 1960 y 1970.

5.4 La crisis mundial de 1970-80

En este periodo se producen diversas y profundas transformaciones, a tal punto que ciertos sectores de la sociedad vaticinaban el agotamiento definitivo del modelo de acumulación capitalista. Junto al desaceleramiento económico, la existencia misma del Estado de bienestar y las políticas keynesianas en su conjunto fueron puestas en discusión.

La idea de limitar la intervención del Estado y reducir el papel de los sindicatos en las negociaciones salariales cobró fervor, acusando a éstos de la inflación y el estancamiento productivo imperante.

Desde el mayo francés hasta el shock petrolero de 1973, la crisis azotó con mayor fuerza, la inflación y el desempleo ascendían año a año. La realidad estaba marcada por un mayor peso de los salarios en el aparato productivo y altas tasas de interés que impactaban negativamente sobre los beneficios empresariales.

Por otra parte, el sistema Bretton Woods comenzaba a desarticularse. El proceso comenzó con la devaluación de la moneda inglesa en 1967, culminando en 1971 con el fin de la convertibilidad oro-dólar anunciada por la administración Nixon.

Desde fines de la década de 1960, las causas de las crisis apuntaban al agotamiento del impulso en el cambio tecnológico sobre la producción y a problemas monetarios y geopolíticos, o sea, un efecto en las variables nominales más que reales.

Estados Unidos comenzó a sentir la competencia europea tras la reconstrucción de posguerra y dentro de la coyuntura de la Guerra Fría, la Unión Soviética mostraba síntomas de agotamiento. Desde el punto de vista de la producción, el sistema fordista dio paso lentamente al toyotismo de origen japonés.

Durante los años 70, predominaban en los países periféricos de América latina regímenes autoritarios alineados con los intereses económicos, políticos y militares norteamericanos.

El 17 de octubre de 1973, la OPEP anunció un importante recorte en su producción como medida de forzar un aumento significativo en el precio del crudo. Dicha medida incrementó exponencialmente el precio del petróleo, lo que generó importantes recesiones en los países importadores de dicho insumo, enriqueciendo rápidamente a las naciones petroleras (mayoritariamente países árabes).

Estos países transfirieron sus excedentes de dólares a las bancas europeas y norteamericanas generando una gran liquidez, gran parte de esos capitales fueron orientaron mediante créditos a tasas bajas a las naciones en vías de desarrollo. Los años regidos por los denominados "*petrodólares*" marcaron el incremento de la deuda externa latinoamericana y el comienzo de la crisis de los años 80, denominada "la década perdida".

A principios de la década de los 80, la FED elevó la tasa de interés para combatir la inflación, volvió a captar gran parte de los flujos internacionales de crédito, dejando a la periferia con un alto grado de endeudamiento externo.

5.5 La crisis de 1987

El 19 de octubre de 1987, se produjo una caída del 22,6% en el índice Dow Jones, la mayor desde 1929. En palabras de Kindleberger, con esta crisis explotó la burbuja iniciada en 1982, ya que la afluencia de capitales atraídos por las altas tasas de interés, sobredimensionó los mercados de valores, lanzando al mismo tiempo un *boom* inmobiliario, ambos fenómenos estaban destinados a tener un aterrizaje forzoso.

Otro factor importante fue la caída de los precios del petróleo producida en 1986 que generó la quiebra de numerosos bancos en Texas. Los orígenes de la crisis no fueron solo financieros, para mencionar algunas de las causas reales subyacentes podemos mencionar el elevado gasto militar de la administración Reagan, lo que produjo un gigantesco déficit presupuestario junto con el ya existente déficit de la balanza comercial, que no podían ser cubierto sin un aluvión regular de dólares provenientes del exterior.

6. DE FINES DEL SIGLO XX A LA CRISIS ACTUAL: DE LA FLEXIBILIZACIÓN A LAS NUEVAS REGULACIONES DEL MERCADO

La Gramm-Leach-Bliley Act

Durante los años noventa del siglo pasado, la economía estadounidense vivió la expansión cíclica más larga de su historia moderna. De esta manera, la creciente afluencia de capitales de corto plazo hacia los mercados emergentes experimento un crecimiento extraordinario desde fines de la década de los ochenta hasta mediados de los noventa,

La nueva competencia a escala mundial que acompaña a la desregulación financiera modificó los métodos tradicionales de financiamiento y refinanciamiento de los países deudores hacia la titulación del crédito. Al mismo tiempo que la bursatilización y la privatización de empresas fue abriendo espacios rentables para la expansión de los servicios financieros no bancarios desde el primer mundo hacia los países emergentes. Los inversores individuales que querían seguir los cambios en sus cuentas bursátiles, lo hacían a través de llamadas telefónicas de su agente, mediante la lectura de los informes anuales o trimestrales enviados a ellos por la empresa emisora, o bien mediante la lectura de noticias en periódicos especializados. La mayoría de los inversores basaba sus decisiones principalmente en las recomendaciones de sus agentes de bolsa.

El ascenso de la “nueva economía” – el desarrollo de las tecnologías de la información (TIC) - permitió a los inversores individuales acceder a sus existencias comerciales en línea con sólo pulsar un botón. Al mismo tiempo, estos inversores comenzaron a utilizar Internet, lo que les permitió acceder a una gran cantidad de información financiera, obteniendo así un mayor poder para tomar sus propias decisiones de inversión. A medida que estos inversores aprendieron los fundamentos de la bolsa y aprovecharon el acceso a los comunicados de prensa de las compañías, comenzaron a funcionar también en forma global.

Por tanto, la integración y la globalización financiera conducen hacia un mercado global, único, homogéneo, integrado, permanente e ininterrumpido de 24 horas de negociación al día, como resultado natural de la aplicación extendida de las TIC. Asociado a la globalización y a las burbujas de los mercados financieros, algunos analistas fueron llevados a pronosticar el fin del ciclo económico tradicional y de la era de las crisis globales.

La recuperación de la preeminencia del dólar en la economía internacional a través de un significativo diferencial de las tasas de interés no ha afectado profundamente su dinamismo debido a la desregulación de su mercado financiero interno y al amplio desarrollo de la innovación financiera.

6.1 La desregulación financiera de fin de siglo

La Ley *Glass-Steagall* o '*Banking Act*' de los Estados Unidos , entró en vigor el 16 de junio de 1933 y fue la ley que estableció la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC) e introdujo grandes reformas bancarias con el fin de controlar la especulación financiera de las entidades financieras, especialmente la bancaria. El principal impulsor de la ley fue el senador Carter Glass quien “creía fuertemente que si los bancos comerciales se involucraban directamente en el mercado de *securities*, ello resultaría perjudicial para la estabilidad del sistema financiero”²⁶.

Entre sus características principales se destaca la separación entre la banca de depósito y la banca de inversión (la bolsa de valores). Esta ley, promulgada bajo la presidencia de Franklin D. Roosevelt tuvo como fin regular el mercado a efectos de evitar la repetición de situaciones como la crisis de 1929.

Esta Acta fue muy criticada desde mediados de la década del setenta, principalmente por el efecto de limitar el crecimiento de los bancos estadounidenses. A pesar del tamaño de la economía de EEUU hasta fines del siglo pasado, los más grandes bancos a nivel mundial eran propiedad de europeos o japoneses.

Los bancos comerciales estadounidenses encontraron la forma de eludir ciertas restricciones a través de algunos artificios contables y jurídicos, especialmente a partir de la creación de filiales en el extranjero (especialmente en Londres) participando en el crecimiento de los mercados financieros.

El fuerte y continuo cuestionamiento que recibió la '*Banking Act*' como causa de la “inadaptación al crecimiento de los mercados financieros de la banca estadounidense”, consiguió al fin su objetivo y la ley finalmente fue eliminada el 12 de noviembre de 1999 a través de la *Financial Services Modernization Act*, más conocida como Gramm-Leach-Bliley Act, permitiendo como consecuencia inmediata la constitución formal del Citigroup, fusión de los gigantes Citicorp y Travelers.

“Una ley que remueva las barreras impuestas hace décadas entre la banca y otros servicios financieros es necesaria hace mucho tiempo. Mientras se esperaba por ella, la integración financiera avanzó por vías indirectas y con resultados mixtos. La actual estructura legal provee un camino más claro para las instituciones que decidan integrarse. Al mismo tiempo, este nuevo camino claramente ha retenido las tradicionales señales de aviso para calmar la preocupación sobre la potencial exposición de los bancos y la necesidad de limitar distorsiones de la red de seguridad federal”²⁷.

En esencia, las principales características de la derogada ley *Glass-Steagall* eran las siguientes:

- Separación entre los bancos comerciales y los bancos de inversión.
- Creación de un sistema bancario conformado por bancos nacionales, estatales y locales.

- Prohibición a los banqueros de participar en los consejos de administración de las empresas industriales, comerciales o de servicios.
- La finalidad de estas medidas era que no se pudiera especular con el dinero que la gente había depositado en los bancos.

La ley Anti-monopolio (*Sherman Act*) impedía la competencia desleal entre las entidades financieras aunque “la confusión sobre su aplicación ha generado juicios prolongados y complejos”²⁸

A pesar de que durante las décadas del setenta y los ochenta se aprobaron diversas reglamentaciones que limitaron de hecho el alcance de la Ley *Glass-Steagall*, su influencia contribuyó a hacer de Londres la primera plaza financiera mundial a pesar del empuje de la economía Norteamericana

Incluso antes de la aprobación de la Ley, hubo muchas relajaciones a la Ley *Glass-Steagall*. Por ejemplo, unos años antes, se les permitió a los bancos comerciales operar como banca de inversión mediante subsidiarias, y también se les permitió por diferentes vías incursionar en el corretaje de seguros. Suscripción de seguros fue la única operación principal sobre la que la prohibición se mantuvo firme, probablemente porque rara vez los bancos se interesan en ese negocio por sus bajos márgenes.

Un año antes de que la ley fuera aprobada, el Citicorp, un banco comercial, se fusionó con la compañía de seguros *Travelers Group* en 1998 para formar el conglomerado Citigroup, una compañía financiera integrada que contaba con la combinación de banca, agente de valores y de seguros.

Debido a que esta fusión era una violación de la Ley *Glass-Steagall* y el *Bank Holding Company Act* de 1956, la Reserva Federal dio una dispensa temporal de Citigroup en septiembre de 1998. A menos de un año más tarde, la ley conocida como Gramm-Leach-Bliley Act fue aprobada para legalizar este tipo de las fusiones de forma permanente. La ley también derogó la *Glass-Steagall* a efectos de evitar un conflicto de interés por las prohibiciones contra el servicio simultáneo de cualquier funcionario, director o empleado de una empresa de valores como oficial, director o empleado de cualquier banco miembro.

Como ya anticipamos, la *Banking Act* finalmente fue derogada el 12 de noviembre de 1999 por el *Financial Services Modernization Act*, o la *Gramm-Leach-Bliley Act*. Desde ese momento los bancos comerciales pudieron tomar más riesgos y apalancarse más ya que eran al mismo tiempo bancos comerciales y de inversión.

Esta relajación en la regulación de la banca es considerada como uno de los orígenes la crisis financiera de 2007. Ya en el momento de su derogación, el senador demócrata Byron Dorgan expuso sus reparos indicando que “creo que miraremos hacia atrás en diez años y nos daremos cuenta que no deberíamos haber hecho esto, pero lo hicimos porque olvidamos las lecciones del pasado y que aquello que es cierto en 1930 es cierto en el 2010. Hemos decidido en el nombre de la modernización olvidar las lesiones del pasado, la seguridad y la viabilidad”²⁹

Las graves consecuencias que la crisis ha desatado para la economía global han provocado que se solicite desde diversos estamentos una regulación y supervisión más dura de las instituciones financieras. Ciertamente es posible estimar que una ley como la derogada podría haber contribuido a evitar, o por lo menos suavizar notablemente, la crisis.

6.2 Los cambios causados por la Ley

Uno de los objetivos de la ley es la de garantizar flujos de fondos a los bancos, ya que se comprueba históricamente que los inversores invierten en instrumentos financieros cuando la economía se encuentra en ciclos de prosperidad mientras que ahorra en productos bancarios cuando el ciclo de la economía se torna negativo. Por lo tanto, la instauración de la nueva ley permite a los bancos obtener fondos para inversión, juntando ambas puntas, tanto con objeto de ahorro como de inversión, logrando flujos de fondos más constantes e independientes del ciclo de la economía.

Antes de la promulgación de la Ley *Gramm-Leach-Bliley*, las compañías financieras ya ofrecían tanto posibilidades de ahorro como de inversión a sus clientes, experiencias como la del banco *Norwest* (que luego se fusionaría con Wells Fargo), quien lideró la oferta de todo tipo de productos financieros a partir de mediados de los ochenta.

También American Express trató de obtener una porción del negocio financiero de inversión. Un hito definitivo se produjo por la fusión del Citibank con la compañía Travelers Insurance, creando el gigante CitiGroup. Si bien la fusión violó la Ley Glass-Steagall, al Citibank se le otorgó un periodo especial de dos años de gracia, basado en el supuesto de que sería capaz de forzar un cambio en la ley, hecho efectivamente ocurrido en 1999 mediante la Ley *Gramm-Leach-Bliley*, que convalidó la fusión de Citicorp - Travelers.

A partir de entonces comenzó un proceso de consolidación de negocios entre banca de inversión, seguros y agentes de bolsa. La expansión del negocio bancario trajo aparejado la concentración de la industria de servicios financieros, llevando a las compañías a una escala no conocida hasta entonces, a través de compras y fusiones.

Definición de Instituciones Financieras

La Ley *Gramm-Leach-Bliley* define a las "instituciones financieras" como: "... las empresas que ofrecen productos o servicios financieros a individuos, como los préstamos, asesoría financiera o de inversión, o de seguros." La Comisión Federal de Comercio (FTC) tiene jurisdicción sobre las instituciones financieras similares, e incluyendo, las siguientes:

- los prestamistas no bancarios hipotecarios,
- tasadores de bienes raíces,
- los agentes de préstamos,
- algunos asesores financieros o de inversión,
- los cobradores de deudas,
- Los preparadores de declaraciones de impuestos,
- los bancos,

La Ley *Gramm-Leach-Bliley* define a un «consumidor» como, "Un individuo que obtiene, de una institución financiera, productos o servicios financieros que se van a utilizar principalmente para fines personales, familiares o del hogar, y también significa que es el representante legal de dicha persona."

Un "cliente" es un consumidor que ha desarrollado una relación con los derechos de privacidad protegidos por la Ley *Gramm-Leach-Bliley*. Un "cliente" no es alguien que use un cajero automático o con un cheque que se cobra en un banco. Estas no son las relaciones que consideran a un cliente como un "consumidor", sino que es aquel que puede obtener un préstamo hipotecario, asesoramiento financiero para inversión o la obtención de un crédito. Por lo tanto, una empresa no es un individuo con información personal no pública, por

Entonces, un "consumidor" es un individuo que obtiene o ha obtenido un producto o servicio financiero de una institución financiera y su utilización es principalmente para uso personal, familiar o del hogar, o para el representante legal de esa persona.

Ejemplos de las relaciones de consumo:

- Solicitar un préstamo
- La obtención de dinero en efectivo de un cajero automático exterior, incluso si se produce sobre una base regular
- Cobrar un cheque con una empresa de cobro de cheques
- Disponer lo necesario para una transferencia bancaria.

Definición: Un "cliente" es un consumidor que tiene una "relación con el cliente" con una institución financiera. Una "relación con el cliente" es una relación continua con el consumidor.

Ejemplos de establecer una relación de clientes:

- Sacar una tarjeta de crédito en una institución financiera
- Arrendar un vehículo al menos 90 días con un concesionario de automóviles
- El suministro de información financiera personal a un agente con el fin de obtener un préstamo hipotecario
- La obtención de un préstamo hipotecario
- Acordar para obtener servicios de liquidación de impuestos o el servicio para la asesoría de un crédito

Muchos países en el mundo actúan como un espejo de las políticas y regulaciones ó desregulaciones- procedentes de los EEUU, entendiéndolo al mismo como país rector de normas y políticas a seguir por el mundo emergente y especialmente de América Latina.

Algunos investigadores estiman que la solidez o endeblez de un sistema bancario son el resultado de las políticas macroeconómicas que permiten una correlación positiva entre el sector financiero y su aparato productivo y son vulnerables a los frecuentes cambios macroeconómicos. Por lo tanto, los cambios en la oferta y demanda de moneda extranjera o en los flujos de capital golondrina son capaces de socavar la capacidad de los bancos para enfrentar sus compromisos de corto y mediano plazo.

América Latina ha tenido continuos procesos de liberalización de la economía a lo largo de las décadas, tanto del sector comercial como del financiero pero no han resultado exitosos, ya que no han podido contribuir a elevar las tasas de inversión y de crecimiento de la economía, pero han contribuido a elevar los costos financieros precipitando crisis bancarias y financieras. Ejemplo de ello ha sido Chile a principios de los ochenta; Brasil, Venezuela, México y Argentina en la década del noventa.

7. REGULACIÓN FD (FAIR DISCLOSURE, REVELACIÓN O DIVULGACIÓN JUSTA)

También en 1999, la SEC propuso la Regulación FD. Miles de inversores individuales, escribieron a la SEC expresando su apoyo a la regulación, pero el apoyo no fue unánime porque los grandes inversores –los inversores institucionales-, acostumbrados al beneficio de recibir información material en forma privilegiada, lucharon enérgicamente para evitar la ley. Se argumentaba que el simple hecho de que la información sea precisa daría lugar a una divulgación. La normativa prohíbe a las compañías la transmisión de información material sobre la marcha del negocio a las grandes casas inversoras de *Wall Street*, sin poner la misma a disposición del público en general.

En general podemos decir que la recepción de la ley ha sido muy positiva, ya que “en una encuesta entre directores financieros de empresas públicas en Diciembre del 2001 un 75% apoyo la regulación, mientras que otras encuestas realizadas en la segunda parte del mismo año demostraron que entre un 80 y un 90 por ciento de las compañías publicas afirmaron que el impacto en sus negocios de la misma resulto entre neutral y positivo”³⁰

El Reglamento FD (*Fair Disclosure*, revelación o divulgación justa) es una norma que el emisor debe tener en cuenta al momento de efectuar una nueva revelación, y la forma en que debe realizarse la misma para que no sea considerada una divulgación selectiva. El Reglamento establece que cuando un emisor o persona que actúe en su nombre revele información material no pública a ciertas personas enumeradas (en general, los profesionales del mercado de valores y de los titulares de los valores del emisor, que bien puede negociar sobre la base de la información), esa información debe hacerse pública inmediatamente.

El momento de la divulgación pública requerida depende de si la divulgación que se hizo en forma selectiva fue intencional o no intencional, para una divulgación selectiva intencional, el emisor deberá hacer pública en forma inmediata.

Según la reglamentación, la divulgación pública es posible realizarla a través de la presentación de un formulario 8-K, o por otro método o combinación de métodos que sea razonablemente diseñado para llevar a cabo una amplia y no excluyente distribución de la información al público.

El principal objetivo de la reglamentación es terminar con la divulgación selectiva, mediante la cual algunos inversionistas (a menudo grandes inversores institucionales) reciben información material del mercado que les permite moverse delante de los demás inversores, generalmente pequeños inversores, obteniendo ganancias debido a su posición de mercado y la información asimétrica.

Cabe recordar las palabras de Arthur Levitt, quien fuera presidente de la SEC: “...cuando la información llega solo a unos pocos privilegiados y es utilizada para

beneficiarse a costa del público inversor, cuando esa información llega por vía de un acceso privilegiado y no por inteligencia o trabajo duro, debemos preguntarnos: ¿Qué intereses están siendo protegidos?. Si un inversor ve un cambio dramático en el precio de sus activos pero solo recibe acceso a la información crítica que lo produjo mucho después, estamos arriesgando ni más ni menos que la fe pública y la confianza en el mercado de capitales Norteamericano.”³¹

La regulación FD ha cambiado fundamentalmente la forma en cómo las empresas se comunican con sus inversionistas e interesados en la compañía, logrando una mayor transparencia con comunicaciones más frecuentes y de forma más oportuna, a través de los anuncios corporativos que se emiten en los comunicados de prensa o durante las llamadas de conferencia on-line y los resúmenes en los sitios web; quizás hay hoy más información que bajo cualquier otro marco normativo en la historia de la SEC.

Dentro de su normativa son especialmente importantes las siguientes reglas:

Regla 10b5-1, trata sobre la responsabilidad de la compañía por información privilegiada planteada en relación al "uso" de un comerciante o la "posesión a sabiendas" de la información no pública material. Esta norma establece que una persona que realice operaciones "sobre la base de" información material no pública cuando la persona compra o vende valores y al mismo tiempo está consciente de las características de esa información". Sin embargo, la misma norma también establece varias defensas afirmativas que se han modificado en respuesta a los comentarios de los especialistas en la materia, para permitir a las personas en determinadas circunstancias determinar cuando resulta claro que la información no fue un factor en la decisión de compra o venta.

Regla 10b5-2, aborda la cuestión de cuándo el uso de información no puede dar lugar a responsabilidad en virtud de la teoría de la apropiación indebida de información privilegiada. La norma establece las bases no exclusivas para la determinación del deber de secreto debido por una persona que recibe la información, y proporcionando una mayor certeza y claridad sobre este tema.

Las empresas están obligadas a llevar adelante una política de divulgación oportuna, equitativa y confiable de la información material, tanto sobre la compañía como así también sobre sus títulos valores. Generalmente esta política contiene los siguientes puntos:

7.1 Política de divulgación

1.) Información general

Esta política de divulgación rige para todos los empleados, directores, ejecutivos, personas con acceso a información privilegiada y personas que posean control sobre la marcha del negocio. Incluye la divulgación de todos los documentos exigidos por los reguladores del mercado bursátil y las declaraciones por escrito incluidas en los informes anuales y trimestrales, los boletines de prensa, las cartas para los accionistas, las presentaciones de las directivas y la información contenida en la página de Internet de las compañías y todo otro tipo de comunicaciones electrónicas.

Esta política de divulgación rige para las declaraciones orales expresadas en reuniones, de manera grupal o en forma individual y para las conversaciones telefónicas con miembros de la comunidad inversionista (la cual incluye analistas,

inversionistas, intermediarios financieros, corredores de bolsa, asesores de inversión y portfolio managers) o con los empleados; las entrevistas con los medios al igual que discursos, conferencias de prensa, teleconferencias y el manejo con el público en general.

De acuerdo a la Regulación FD, la política debe reflejar todos los requisitos legales vigentes; ni los empleados ni los directores de la compañía o de sus filiales pueden divulgar información relevante no pública acerca de la Compañía a personas ajenas a la Compañía (salvo a las personas obligadas a mantener la confidencialidad de dicha información como, por ejemplo, abogados, contables y empleados de banca de inversión), a menos que la compañía la divulgue al público al mismo tiempo, se considera información relevante a cualquier información que sería importante para un inversor a la hora de tomar la decisión de comprar o vender acciones de una compañía.

Los siguientes son algunos ejemplos de las áreas en las que esta Política tiene efecto:

- comunicados de resultados trimestrales y las correspondientes llamadas a conferencia;
- discursos, entrevistas y conferencias;
- “datos estimativos” sobre el rendimiento o los resultados de la compañía;
- respuestas a rumores del mercado;
- contactos con analistas financieros que siguen el desempeño de la compañía;
- revisión de informes de analistas y material similar;
- distribución de informes de analistas sobre la compañía;
- visitas de analistas e inversores; y
- publicaciones en sitios web de la compañía.

Previamente a la divulgación, los responsables autorizados deberán revisar los textos de las declaraciones y los documentos que contengan información material o que vayan a diligenciarse ante los reguladores del mercado bursátil o cualquier agencia del gobierno para asegurar que la declaración o el documento, según el caso, no se preste a una mala interpretación.

2.) Propósitos

El propósito de esta política es asegurar que las empresas cumplan la Regulación FD y los demás requisitos legales y reglamentarios correspondientes en sus comunicaciones externas. El Asesor Jurídico tiene la autoridad para interpretar y hacer cumplir esta las políticas.

Lamentablemente, si bien el espíritu de la norma es muy positivo, la misma podría tener ciertas consecuencias no deseadas para las empresas pequeñas ya que “perdieron, en promedio, un 17% de cobertura por parte de los analistas”³², lo que podría limitar su visibilidad en el mercado de capitales y por lo tanto restringir su acceso al capital.

3.) Portavoces autorizados

Se deben identificar perfectamente a los portavoces oficiales de las compañías, quienes deben ocupar lugares de relevancia dentro de la estructura de la empresa. Dichas personas deben asumir su responsabilidad ante los reguladores y el público en general.

En aquellas ocasiones, cuando sea necesario debido a la falta de disponibilidad de un portavoz autorizado o a la naturaleza específica del requerimiento, cualquiera de los portavoces autorizados de la compañía puede designar por escrito a otras personas para que hablen en nombre de la empresa respondan a consultas específicas. Habitualmente, el personal de la Compañía no está autorizado para hablar en nombre de las compañías y por lo general tiene prohibido comunicar información no pública potencialmente relevante acerca de la empresa.

4.) Política sobre comunicaciones públicas y comunicados de prensa

Con respecto a las comunicaciones públicas de carácter financiero iniciadas por las compañías, el Director Financiero generalmente redactará los comunicados de prensa correspondientes y a efectos de su divulgación, los entregará a los portavoces.

7.2 Divulgación inadvertida de información material no pública

Cuando el empleado de una compañía cree que pudo haber divulgado información material no pública a profesionales bursátiles, a inversionistas o a un periodista, de inmediato le debe informar el hecho al representante autorizado.

Dicho empleado el representante autorizado y los máximos responsables deberán determinar de inmediato si la información divulgada inadvertidamente es material y no pública.

Si se determina que la información divulgada en forma inadvertida es material y no pública, debe prepararse, aprobarse y producirse “a la menor brevedad posible” un boletín de prensa con la información material no pública, tan pronto como sea posible pero con un plazo máximo de 24 horas de ocurrida la divulgación inadvertida. La información deberá también estar disponible en la página WEB de la compañía. De ser posible se deberá presentar el formulario 8-K a la *Security and Exchange Commission*, suministrando oficialmente esa misma información.

Los asesores jurídicos de las compañías deben asegurarse que todos los comunicados de prensa se distribuyan de acuerdo con las reglas correspondientes de la Comisión del Mercado de Valores y de la Bolsa de Valores de Nueva York (*New York Stock Exchange*). Las compañías deben documentar debidamente todo contacto relevante con representantes de los distintos medios de comunicación, el alcance de la cobertura proporcionada y los comunicados de la empresa.

5.) Política sobre declaraciones de proyecciones futuras

Si un comunicado de prensa o cualquier material de presentación que debe ponerse a disposición de analistas o accionistas contiene declaraciones de proyecciones futuras, lo que incluye pronósticos explícitos o expresiones de “concordancia” con respecto a las estimaciones de un analista, dicho comunicado o material deberá ser entregado al asesor jurídico por adelantado para su revisión, incluyendo información adecuada acerca de los supuestos subyacentes y las correspondientes declaraciones de

advertencia sobre los riesgos y la incertidumbre relacionado con la información transmitida en el referido comunicado.

6.) Política sobre los llamados a conferencia programadas para la comunicación de resultados trimestrales.

Las empresas tienen la posibilidad de mantener llamadas a conferencia y abiertas al público a fin de dar a conocer los resultados financieros trimestrales y otros acontecimientos extraordinarios que puedan surgir en el curso de sus operaciones habituales.

Normalmente, las compañías emitirán un comunicado de prensa antes de la llamada a conferencia, en el que se anuncia la fecha, hora e información de la forma de acceso a la WEB. Por lo general, los analistas, inversores profesionales y empleados de la Compañía tendrán acceso a las llamadas a través de teleconferencia de modo que pueden participar en la sesión de preguntas y respuestas. Es usual que otras partes interesadas también puedan escuchar la llamada por Internet a través del sitio web de las compañías, quienes podrán responder a las preguntas de los interesados.

a) La fecha, la hora y el de acceso a la conferencia se anunciarán por adelantado en un comunicado de prensa y se publicarán en el sitio para que todas las partes interesadas tengan la opción de escuchar la conferencia.

B) El asesor jurídico o responsable de la compañía preparará el Formulario 8-K y emitirá un comunicado de prensa de acuerdo a las formas y el contenido de acuerdo a las normas de la Comisión del Mercado de Valores y la Bolsa de Valores de Nueva York. Se deben hacer todos los esfuerzos razonables para que la compañía haga público el comunicado de prensa al menos 2 o 3 horas antes de la llamada en cumplimiento con la política precedente sobre comunicaciones públicas. Una vez emitido el comunicado de prensa y antes del comienzo de la conferencia, la compañía deberá presentar el Formulario 8-K que contiene el comunicado de prensa ante la Comisión del Mercado de Valores.

c) Con la colaboración del asesor jurídico, el Director Financiero deberá prever el contenido de la conferencia (debiendo debatir entre ellos la “pertinencia” de la información a tratar, analizando detenidamente en las probables preguntas y respuestas para evitar la divulgación no intencional de información relevante no pública).

d) Las empresas deberán llevar a cabo la conferencia en un plazo dentro de las 48 horas siguientes a la emisión del llamado. Los medios de comunicación y el público podrán optar por tener acceso a la retransmisión de la llamada en conferencia por Internet a través del sitio WEB de la compañía.

f) Todo material impreso distribuido entre los analistas debe ser publicado en el sitio WEB de la Compañía.

g) Sesión de “preguntas y respuestas” después de la llamada en conferencia con los analistas:

Durante la sesión de preguntas y respuestas, la gerencia deberá hacer todo lo posible por evitar responder con información material relevante que no forme parte de la presentación.

El asesor jurídico o la persona que este designe deberá estar presente en todas las conferencias para colaborar en el cumplimiento de las leyes federales sobre la empresa y los títulos correspondientes relacionados con la divulgación de información.

Si un portavoz autorizado mantiene conversaciones con analistas después de la conferencia y divulga inadvertidamente información material no pública o considera razonablemente que puede haber divulgado inadvertidamente información de este tipo, dicho portavoz autorizado deberá ponerse en contacto de inmediato con el asesor jurídico para determinar si se ha comunicado alguna información relevante adicional no tratada en la presentación (incluida la sesión formal de preguntas y respuestas).

Es tarea del asesor jurídico determinar si se ha divulgado información material no pública y, en caso de ser necesario, seguir los procedimientos indicados más adelante relacionados con la divulgación no intencional de información.

7) Sobre la política sobre la divulgación no intencional de información material

a) Si alguien cree razonablemente que la Compañía ha realizado una divulgación no intencional de información material no pública (o los movimientos registrados por el precio de las acciones de la Compañía sugieren a cualquier portavoz autorizado que puede haberse divulgado información material no pública), deberá notificarlo inmediatamente al Director Financiero y el asesor jurídico de la compañía.

b) El asesor jurídico es quien debe determinar qué información debe divulgarse al público y la compañía distribuirá la misma información al público a través de un comunicado de prensa o presentando un Formulario 8-K ante la Comisión del Mercado de Valores.

c) Si resulta apropiado divulgar la información al público, debe hacerse tan pronto como sea posible, pero en ningún caso después: 1) del transcurso de 24 horas o 2) del comienzo del siguiente día de operaciones bursátiles en la Bolsa de Valores de Nueva York tras el descubrimiento por parte del asesor jurídico o del Director Financiero de que ha existido una divulgación no intencional de información material y que no ha sido divulgada públicamente con anterioridad, debiendo optarse por lo que suceda en último lugar.

8) Política sobre comentarios relacionados con informes de analistas

De acuerdo a la política de la compañía, únicamente los portavoces autorizados deben revisar previamente los datos históricos contenidos en los informes de los analistas y hacer comentarios sobre su exactitud. En lo que respecta a la revisión de proyecciones realizadas por los analistas, la compañía no deberá realizar comentarios sobre pronósticos o proyecciones, salvo en los casos en que estos comentarios los haga un portavoz autorizado y siempre que estén relacionados con resultados reales divulgados previamente o se hagan para corregir inexactitudes fácticas sobre la información divulgada con anterioridad.

Tras la aprobación de esta regulación, “las proyecciones sobre resultados se volvieron más erráticas tanto a nivel de los analistas individuales como en el consenso”³³

9) Política sobre la distribución de informes de analistas

La Compañía no puede, bajo ninguna circunstancia, distribuir externamente informes de analistas sobre la compañía. La empresa puede publicar en la sección de relaciones con los inversores de su sitio WEB los nombres y las empresas de los analistas que según su conocimiento cubren la actividad de la Compañía.

10) Política sobre discursos, entrevistas y conferencias

El responsable de las comunicaciones corporativas debe revisar y aprobar toda participación en discursos, entrevistas o conferencias públicas por parte del personal de la empresa. Una vez obtenida dicha aprobación, el personal de la compañía debe ajustarse al contenido aprobado y no divulgar ningún tipo de información material no pública acerca de la empresa durante las sesiones de preguntas y respuestas durante las conferencias.

11) Política sobre las visitas de analistas u otros profesionales financieros

Todas y cada una de las visitas de analistas u otros profesionales financieros a cualquier oficina o sucursal de la empresa deben ser coordinadas con el Director Financiero, todas las comunicaciones que tengan lugar durante dichas visitas estarán sujetas a esta política. Todas las solicitudes de información deberán dirigirse a la oficina del Director Financiero.

12) Política sobre la respuesta ante rumores

Es conveniente que las compañías no hagan comentarios sobre rumores o especulaciones de los analistas del mercado sobre la compañía. Si la empresa desea realizar algún comentario sobre un rumor, únicamente los portavoces autorizados podrán hablar en nombre de la compañía.

8. **SARBANES-OXLEY ACT DE 2002**

La ley *Sarbanes-Oxley* de 2002, comúnmente denominada SOx, es una ley de los Estados Unidos también conocida como el Acta de Reforma de la Contabilidad Pública de Empresas y de Protección al Inversionista, cuyo objetivo principal es el de monitorear a las empresas que cotizan en la bolsa de valores.

Posiblemente sea la más completa ley de prevención del crimen corporativo, focalizada para identificar y penalizar las conductas fraudulentas ocurridas durante la gestión corporativa de las empresas; aplicando multas significativas y hasta prisión para los directivos de la organización. La finalidad que persigue es evitar fraudes y los riesgos de quiebra, protegiendo así al inversor.

Se ha comprobado que “tras la aprobación de la ley Sox, las empresas incorporan las pérdidas más rápido que las ganancias” y “un incremento generalizado en las políticas conservadoras para reportar resultados financieros”³⁴

Sin embargo, algunos economistas argumentan que la ley tiene grandes defectos y solo es explicada por “el ambiente político en medio de un mercado en caída libre y una exposición mediática sobre escándalos corporativos justo antes de las elecciones de medio término para el congreso”.³⁵

8.1 Las quiebras fraudulentas

Una vez que se declaró la quiebra de Worldcom, el Congreso de los Estados Unidos aprobó el proyecto de ley de la Cámara de Representantes No. 3763 y el Presidente Bush la firmó y convirtió en ley (P.L. 107-204 de Julio 30, 2002), bajo la denominación de *Sarbanes-Oxley Act of 2002*.

Esta ley va más allá del ámbito de las empresas estadounidenses ya que involucra a todas aquellas compañías y filiales con instrumentos financieros que cotizan en el NYSE (Bolsa de Valores de Nueva York). La Ley SOx es una ley federal de los Estados Unidos que fue concebida en respuesta a los escándalos financieros ocasionados por los fraudes ocasionados entre otras cosas por la denominada “contabilidad creativa” de algunas grandes corporaciones, como Enron, Tyco International, WorldCom y Peregrine Systems entre otras; dichos escándalos derrumbaron la confianza de la opinión pública de las empresas encargadas de la auditoría y contabilidad de las grandes empresas, determinando incluso la desaparición de Arthur Andersen, una de las Big Five, dejando la auditoría de las grandes empresas internacionales en solo cuatro firmas globales de auditoría.

Resulta muy ilustrativo el caso Enron, una empresa energética con base en Houston que llegó a emplear más de 21.000 personas durante su apogeo a mediados del 2001. La empresa colapso tras revelarse que gran parte de sus ganancias provenían de acuerdos con sus propias subsidiarias. Puede decirse que “Enron era organizacionalmente única, virtualmente un *hedge fund* que adoptó su bizarra estructura de la noche a la mañana abandonando sus modestos inicios como una administradora de gasoductos”³⁶.

Sin embargo, la confianza en el gobierno corporativo Americano recibiría un durísimo golpe: “En un comienzo asumió que el escándalo de Enron era una anomalía. Pero pronto quedaría claro que esto no era un caso aislado de fraude corporativo en una gran corporación. La quiebra record de Enron fue eclipsada por WorldCom, cuyo fraude mucho menos sofisticado resultó en un mayor reajuste de ganancias, una mayor declaración de bancarrota y desataron similares investigaciones profundas tanto en lo civil como lo criminal”³⁷

8.2 La información contable en la mira de la regulación. Los controles internos

Esta ley, presentada por el senador Paul Sarbanes y el congresista Michael G. Oxley, en su primera parte establece una nueva agencia privada sin ánimo de lucro, *Public Company Accounting Oversight Board*, que es una oficina reguladora cuya misión es la de revisar, regular, inspeccionar y sancionar, cuando así corresponda, a las empresas encargadas de realizar las labores de auditoría a las empresas cotizadas. La mayoría de las “debilidades materiales” que las empresas se vieron forzadas a reportar tras la aprobación de la ley revelan que “pobres controles internos generalmente son la consecuencia de falta de recursos destinados al área responsable”.³⁸

Una debilidad material es una deficiencia, o combinación de deficiencias, en el control interno sobre los reportes financieros tal que exista una posibilidad razonable que exista un significativo desvío con los resultados financieros presentados que no podrá ser prevenida o detectada a tiempo.

Si bien es muy explícita sobre lo que las compañías no pueden hacer, provee muy poco detalle sobre la forma en que debe cumplimentarse, dejando un amplio margen a

las organizaciones para la definición de cuáles son los controles que se consideran adecuados para su correcto desempeño.

Durante los primeros años de la creación de la Ley *Sarbanes–Oxley*, la *Security Exchange Commission* (S.E.C) eliminó el requisito para las firmas privadas. Esta dispensa de las empresas de capital cerrado permitió que la firma responsable de auditar las inversiones de Bernard Madoff no deba estar registrada ante el Consejo y por lo tanto bajo la supervisión gubernamental de la ley Sarbanes. Después del ahora conocido esquema Ponzi implementado por Bernard Madoff y las repercusiones causadas sobre los inversores individuales, empresas y los mercados financieros, se hizo evidente la necesidad de concluir el lapso de dispensa y desde enero de 2009 se requiere a los auditores de las empresas de capital cerrado que se registren ante la nueva agencia y acaten las normas éticas y profesionales fijadas por la misma.

Algunos autores opinan que esta legislación es uno de los cambios más significativos en la legislación empresarial, desde los cambios introducidos e implementados por el New Deal en la década del treinta

Entre los puntos más importantes que introduce la Ley *Sarbanes-Oxley*, encontramos: Creación de la agencia denominada *Public Company Accounting Oversight Board* (es una comisión que se encarga de supervisar las auditorías de las compañías que cotizan en bolsa). La *Public Company Accounting Oversight Board* debe:

- Registrar las firmas de la contabilidad que preparan informes de auditoría; Establecer y/o adoptar normas de auditoría, de control de la calidad, de ética, de independencia del auditor,
- Llevar a cabo inspecciones, investigaciones, y procedimientos disciplinarios, imponer sanciones a las firmas registradas de contabilidad y auditoría y sobre personas asociadas,
- Hacer cumplir la ley, las reglas de la Junta, las normas profesionales y las leyes del mercado de valores

La ley SOx estipula, respecto del auditor y su trabajo que:

Define la Independencia del Auditor.

Los servicios diferentes de la auditoria que un auditor no puede hacer están específicamente definidos, y los requisitos que el auditor debe cumplir para mantener la independencia están específicamente delineados.

Servicios diferentes de Auditoria prohibidos.

La teneduría de libros u otros servicios relacionados con los registros contables o estados financieros del cliente auditado;

El diseño y la implementación de sistemas de información financiera;

Los servicios de evaluación o valoración, las opiniones legales, y otras opiniones;

Servicios actuariales;

Servicios de *outsourcing* de auditoría interna;

Funciones administrativas o de recursos humanos;

Corredor o distribuidor, consejero de inversión, o servicios de banca de inversión;

Servicios legales y de peritaje no relacionados con la auditoría; y

Cualquier otro servicio que la Junta determine que no es permisible.

Una firma puede proporcionar cualquier otro servicio diferente de auditoría, inclusive servicios tributarios, y la Junta puede, sobre una base de caso por caso, establecer las excepciones a las prohibiciones. Todos los servicios de auditoría (las cuales pueden proveer cartas de conformidad que proporcionan con respecto a suscripción de valores o auditorías reglamentarias para compañías de seguro ordenadas por la ley del estado) y otros servicios diferentes de auditoría, deben ser pre aprobados por el comité de auditoría del emisor. Los servicios diferentes de auditoría realizados por los auditores deben ser revelados a los inversionistas.

Reportes a las Comités de Auditoría.

Cada firma que realiza una auditoría debe informar al comité de auditoría del emisor:
Todas las políticas y prácticas contables críticas a ser usadas;

Todos los tratamientos alternativos de información financiera con los principios de contabilidad generalmente aceptados (GAAP) que han sido discutidos con los oficiales de administración del emisor, las ramificaciones del uso de tales revelaciones alternativas y tratamientos, y el tratamiento preferido por la firma;

Otras comunicaciones escritas entre la firma y la administración del emisor, tales como la carta de gerencia o el cuadro de diferencias sin ajustar.
La evaluación de los controles internos.

Cada reporte anual debe contener un reporte que evalúe la eficacia en la adecuación de la estructura del control interno y de los procedimientos para el reporte financiero. La firma de contabilidad que prepara o emite el reporte de auditoría atestiguará y reportará esta evaluación. Todas las reglas de revelación anteriormente descritas no aplican a cualquier compañía inversionista registrada bajo la Sección 8 de las

Compañías de Inversión de la ley de 1940.

Sección IV

Evaluación gerencial de los controles internos: Sección 404

Se requiere que el informe anual contenga “un informe de control interno”, que deberá:

1) indicar la responsabilidad de la gerencia para establecer y mantener una estructura de control interno adecuado y procedimientos para informes financieros, y

2) tener una evaluación, a la fecha del cierre del año fiscal, de la efectividad de la estructura de control interno y de los procedimientos de los informes financieros. Cada auditor de la corporación atestiguará sobre, e informará, la evaluación hecha por la Gerencia. Dicha verificación hecha bajo esta sección estará conforme a las normas

de atestiguamiento emitidas y adoptadas por la Junta. El trabajo de "atestiguamiento" no estará sujeto a contrato aparte.

El lenguaje en el informe del Comité para explicar la intención de la Ley y que acompaña la misma establece "--- no es la intención del Comité que la evaluación del auditor esté sujeto a negociación separada ni sea objeto para un aumento en los cargos o honorarios."

Se le requiere al "SEC" que exija a cada corporación que informe si ha adoptado un Código de Ética para sus oficiales ejecutivos y el contenido del mismo.

Se le requiere a la "SEC" que revise sus reglamentos en cuanto a la pronta divulgación en el Formulario 8-K para requerir que se informe inmediatamente "cualquier cambio, o eliminación," del código de ética.

Criterios relativos al control interno sobre información financiera.

La SEC obligará a las empresas cotizadas a incluir en la memoria anual un informe de control interno que deberá ser auditado.

Esta es una de las cuatro normas aprobadas por el regulador bursátil de EE.UU., que desarrollan el contenido de la Ley *Sarbanes-Oxley*, en el marco "sobre gobierno y empresa".

En él describirán la responsabilidad de los gestores en el establecimiento de sistemas de control interno y los procedimientos para la elaboración de información financiera.

Los gestores deberán incluir en el informe sus conclusiones sobre la eficacia de los procedimientos de control interno, manifestaciones que deberán ser verificadas por los auditores externos de la compañía.

Implementación de código de ética.

Otra norma aprobada por la SEC, es la que obliga a las compañías a informar si han adoptado o no un Código ético para la alta dirección.

La disposición define estos códigos como un conjunto de normas destinadas a "evitar las irregularidades" y promueve un comportamiento ético, por ejemplo, a la hora de afrontar los conflictos de interés reales o potenciales entre las relaciones personales y las profesionales.

Además exige incluir información sobre posibles conflictos de interés mediante la comunicación a la persona o personas, indicada en el código de las situaciones que pueden dar lugar a esos casos;

La presentación de una información completa, o precisa y puntual en los documentos e informes que la empresa presenta ante la comisión; el cumplimiento de las leyes, reglas y reglamentos aplicables, la puntual comunicación a las personas designadas en el código de las infracciones al mismo, y la vigilancia sobre su cumplimiento.

Comité de auditoría y número de expertos financieros.

Otra disposición de la SEC es la que obliga a las compañías a informar sobre el número y nombre de los "expertos financieros" que forman parte de su comité de auditoría, si son independientes de los gestores y si el consejo de administración ha determinado que son, efectivamente, "expertos financieros".

La Ley obliga a las compañías cotizadas a disponer, al menos, de un experto financiero en su comité de auditoría.

La ley define como tal a toda persona que, a través de la formación y de la experiencia como auditor, censor de cuentas, o director financiero, contralor, o director de contabilidad de una empresa o de una función similar, que haya adquirido un conocimiento de los principios de contabilidad generalmente aceptados y de los estados financieros, que tenga la experiencia en la preparación de informes de auditoría o financieros y en controles de auditoría internos, y un conocimiento del funcionamiento de un comité de auditoría.

Sección 301: Comité de Auditoría de Compañías Públicas.

Cada miembro del comité de auditoría será miembro de la junta de directores de la empresa pública, y será independiente.

“Independiente” se define como uno que no recibe, aparte del servicio a la junta, ningún honorario por consultoría, asesoría, ni esta afiliado a la empresa pública o alguna de sus subsidiarias.

El comité de auditoría de la empresa pública será directamente responsable por el nombramiento, compensación y supervisión de los trabajos de la firma de contabilidad pública registrada.

El comité de auditoría deberá establecer procedimientos para el “recibo, retención, y manejo querellas” recibidas sobre contabilidad, controles internos y auditoría.

Cada comité de auditoría deberá tener la autoridad para contratar asesoría legal o otras consultas, según lo determine necesario para realizar sus deberes.

Cada empresa pública proveerá fondos al comité de auditoría.

La SEC podrá hacer exenciones a ciertos individuos, analizados caso a caso.

1.3 Responsabilidad penal de Contadores y Auditores ante la falsificación de estados financieros

Título VIII: Ley de Fraude Corporativo y Criminal del 2002.

Es un delito el que con “conocimiento” destruya o crea documentos para “impedir, obstruir o influenciar” cualquier investigación federal existente o prevista.

Se le requiere a los auditores mantener “todo papel de trabajo de auditoría o revisión” por cinco años.

El estatuto de limitación para reclamaciones de fraude de valores se extiende a lo primero de 5 años desde el fraude, o 2 años después que se detecta el fraude, de 2 y 1 año, respectivamente.

Se le extiende a los empleados de la corporación y a la firma de contabilidad protección que prohíbe al patrono tomar acción contra empleados que legalmente reportan información privada de sus patrones en procedimientos judiciales relacionados a reclamaciones de fraude. También se le otorgan remedios por daños especiales y honorarios legales.

Un nuevo delito de fraude de valores que conlleva penalidades de multas y hasta 10 años de prisión.

Independencia de funciones y responsabilidad legal.

La cuarta norma emitida por la SEC convierte en delito criminal la manipulación, confusión, influencia o extorsión ejercidas por parte de los directivos o consejeros de las compañías cotizadas sobre sus auditores externos, con el fin de falsificar los estados financieros.

Las certificaciones de los ejecutivos.

La SEC establece una norma que requiere de cada compañía los informes periódicos que envíen bajo la Sección 13(a) o 15(d) de la Ley de Valores que el ejecutivo principal o los oficiales financieros principales, o las personas que desarrollen funciones semejantes elaboren un número de certificaciones y representaciones con respecto a la revisión de estados financieros y a los informes anuales o trimestrales enviados bajo cualquier sección de la Ley. Las representaciones se deben hacer también en cuanto a los controles internos y en cuanto a las revelaciones para el auditor y para el comité de auditoría.

1.4 Responsabilidad penal corporativa y de los ejecutivos

Sección 302: Responsabilidad Corporativa de los informes Financieros.

El "CEO" El "CEO" y "CFO" preparará una certificación que acompañará el informe de auditoría para certificar "la razonabilidad de los estados financieros y sus notas, y que los mismos representan las operaciones y la condición financiera de la empresa." Una violación de esta sección tiene que existir el conocimiento y la intención para que resulte en una obligación.

Sección 305: Penalidades y Prohibición a Oficiales y Directores; Remedio Equitativo.

Si a una empresa pública se le requiere preparar re-emitir los estados financieros por razones de "incumplimiento material" con los requisitos de divulgación de información financiera, el principal oficial ejecutivo ("CEO") y el principal oficial financiero ("CFO") reembolsará cualquier bono u otra compensación recibida durante los 12 meses anteriores a la emisión o radicación del documento de incumplimiento, incluyendo cualquier ganancia realizada en la venta de acciones de la corporación durante dicho período.

Cualquier acción traída a la atención del "SEC" por violación a las leyes de valores, la corte federal esta autorizada a "otorgar cualquier remedio equitativo que sea apropiado o necesario para el beneficio de los inversionistas."

Sección 305: Penalidades y Prohibición a Oficiales y Directores.

La SEC podrá emitir una orden para prohibir, condicional o incondicionalmente, permanente o temporamente, cualquier persona que haya violado la sección 10(b) de la Ley 1934 el ejercer como oficial o director de la corporación si el "SEC" determina que la conducta de dicha persona "muestra incapacidad " para servir de oficial o director de la corporación.

Título IX: Mejoras a la Ley de Crimen de Cuello Blanco

Penalidad máxima por fraude por correo o transferencias de 5 a 10 años. Crea como delito el alterar un documento o interferir con un procedimiento. Se le da autoridad al "SEC" para obtener por vía judicial la congelación de pagos extraordinario a directores, oficiales, socios, agentes de empleados.

La *US Sentencing Commission* revisará sus guías sobre fraude de valores y contabilidad.

La SEC podrá prohibir a cualquier persona sentenciado por razones de fraude de valores a ejercer como oficial o director de cualquier corporación pública. Estados Financieros radicados con el "SEC" deberán ser certificados por el "CEO" y "CFO". La certificación deberá indicar que los estados financieros y sus notas cumplen con las provisiones de la Ley de la Bolsa de Valores (*Securities Exchange Act*) y que representa razonablemente, en todos sus aspectos materiales), las operaciones y la condición financiera de la corporación. Penalizaciones máximas por violaciones a esta sección serán de hasta US\$500.000 y prisión de hasta 5 años.

Responsabilidad penal de los ejecutivos

Impedir una auditoría se considera una ofensa criminal. Un oficial o el director de un emisor(o cualquier otra persona que actúa bajo su dirección) no puede tomar cualquier acción para influir fraudulentamente, para obligar, manipular, o para engañar a cualquier contador público independiente o a un contador público certificado, comprometidos en el desempeño de una auditoría con el propósito de la interpretación de los estados financieros materialmente engañosos.

La SEC, por la autoridad conferida mediante esta Ley, hará cumplir las regulaciones y procederá a reportar judicialmente a los infractores para que sean procesados criminalmente.

Se incrementarán las penas criminales incluyendo una mayor, por la destrucción de registros de auditoría.

Los contadores que conduzcan auditoría de un emisor para los cuales se aplique la Sección 10A(a) de la ley de Mercado de Valores deben mantener todos los papeles de trabajo o de auditoría por un período no menor de cinco años y hasta por siete años en algunos casos especiales, (2 años más en microfilm), desde el final del periodo fiscal en el cual la auditoría o la revisión se concluyeron.

8.3 La crisis mundial 2007-2010

Durante la década del 90, la economía real seguía sin brindar los beneficios esperados, por ello el capital se volcó en forma gradual pero sistemática hacia los instrumentos especulativos.

El origen de los productos derivados se debe a la privatización de operaciones anteriormente a cargo de los Estados, como el riesgo de cambio o los valores futuros de los commodities. Luego se agregaron los productos de segunda generación donde se opera sobre "el precio a futuro o sobre la opción de compra o venta".

Todo esto en un marco de liberalización de los mercados iniciado en los años 70, reemplazando la intervención de las autoridades por la "auto-regulación". Otra familia de productos, de tercera generación, nació de la titularización, la que permitió convertir todo tipo de valores en instrumentos sintéticos negociables producto de la agrupación de activos crediticios que respaldan la emisión de dichos títulos.

Durante la década del 70 y 80, la titularización se expandió a una amplia línea de créditos. Estos títulos fueron llamados ABS (Asset Backed Securities).

La obligaciones de deuda colateralizada (CDO) son una especie de ABS, valores que forman parte de un portafolio de diversos activos. Los fondos especulativos optaban por apropiarse de los tramos más riesgosos y por lo tanto generadores de mayor rentabilidad. De esta forma, se combinaban activos de diferente calidad simulando reducir el riesgo total.

9. REGULACIÓN *DODD-FRANK*

Una laxa regulación en los sistemas financieros de las economías más avanzadas del mundo — mal diseñadas, con problemas de control y falta de armonización— junto a cierta impericia en el manejo de la crisis de las hipotecas *subprime*, fueron los factores desencadenantes de la peor crisis económica y financiera a nivel mundial desde la Gran Depresión de la década del treinta

9.1 La crisis subprime

La crisis financiera que comenzó en EEUU en 2007 y se agravó en 2008 tuvo —y aún tiene— grandes consecuencias sobre la economía norteamericana y mundial, registrándose fuertes retrocesos en el nivel de actividad de amplios sectores económicos, aumentos en las tasas de desempleo, caída de los precios de la vivienda, pérdidas de ahorro y un creciente deterioro de las cuentas públicas.

En el caso particular de los EEUU, la falta de regulación y supervisión en los mercados financieros —habida cuenta de la derogación de la ley *Glass-Steagall* a consecuencia de la *Financial Services Modernization Act*, más conocida como *Gramm-Leach-Bliley Act* y en especial del cada vez mayor mercado de derivados fue creando situaciones con mayor riesgo sistémico —o riesgo no diversificable—, alcanzando su pico máximo con la quiebra de la firma *Lehman Brothers*, una entidad especializada en este tipo de operaciones financieras.

Del fenómeno de la titularización emergió el negocio de las hipotecas *subprime* que dieron inicio a la crisis de 2007 bajo la mirada cuanto menos complaciente de los reguladores del sistema.

Un suceso relevante que fomentó la desarticulación y debilidad del sistema financiero ocurrió en 1999 con la abolición de la *Glass-Steagall Act*. Esta reglamentación fue sancionada en 1933 y estableció que los organismos financieros debían optar por ejecutar los procesos de banca de inversión, de banca comercial o de compañía de seguros, resguardando el sistema y controlando las acciones para evitar la especulación. Este hecho fue fundamental para el desarrollo de la crisis de 2007.

Con la reforma, los bancos comerciales quedaron autorizados para generar fondos propios denominados *Structured Investment Vehicles*. En palabras de Krugman: “Los bancos convencionales que reciben depósitos y son parte del sistema de la FED operan a la luz del día con sus libros abiertos y los reguladores vigilándolos por encima de los hombros, en cambio las operaciones de las instituciones sin depósitos resultan mucho más oscuras”.

Este sistema en el año 2007 duplicó los activos totales de los cinco “mamuts” del sistema financiero norteamericano. El interés por obtener mayores beneficios llevó a titularizar préstamos de alto nivel de riesgo, otorgados a familias que con sus ingresos mensuales no podían recurrir a un banco “clásico” comercial. De esta manera, se dio lugar a las hipotecas de baja calidad o *subprime*.

Los bancos generadores enviaban estas hipotecas a fondos de inversión afiliados, quitando esos activos de alto riesgo de sus balances. El fondo los camuflaba y luego los vendía a nuevos inversores como activos con respaldo hipotecario. Para generar un atractivo adicional de estos productos, el fondo prometía volver a comprarlos al precio de venta. De esta forma, a partir de las hipotecas *subprime*, se creaban otros activos que parecían seguros. La desventaja de estos productos era la dificultad para predecir su riesgo, especialmente mientras crecía sin freno la burbuja del mercado inmobiliario.

Los deudores poco solventes dejaron de cumplir con sus obligaciones debido al incremento en la tasa y a su condición de “variable”, a partir de 2005. Además, las hipotecas clásicas tenían tasas fijas y bajas. Así, bancos y fondos de inversión se encontraron en la disyuntiva de cumplir con su obligación y recomprar estos activos, al mismo tiempo que, el precio de éstos se desplomaba. El resultado final fue el descenso del patrimonio neto de estas obligaciones y la acumulación de títulos sin mercado. Fue así, que muchas entidades financieras terminaron en bancarrota.

De esta manera, el sistema ganó en desconfianza a finales de 2008, mostrando la insolvencia de los bancos norteamericanos. Ante el clima de incertidumbre, el 19 de septiembre, la administración Bush anunció un plan de rescate para entidades bancarias por un total de 700.000 millones de dólares. Con el correr de los días, las quiebras y los rescates continuaron. Se sucedieron gigantescas fusiones para evitar una quiebra generalizada del sistema, por lo que el mismo reforzó su ya elevada concentración.

Para el año 2009, la burbuja ya había generado fuertes repercusiones en la economía real. El 1º de diciembre de 2008 se anunció oficialmente la recesión norteamericana. La FED contrajo la tasa de interés al mínimo nivel histórico. Además, se tomó la decisión de salir al rescate de GM, Ford y Chrysler para evitar la pérdida de 2 millones de puestos de trabajo en forma directa e indirecta.

El mayor problema de fondo de la economía norteamericana era la acumulación de crecientes déficits comerciales y fiscales. La erosión en la economía real generó una importante caída en la recaudación. El desempleo se duplicó ubicándose a partir de octubre de 2009, por encima del 10%. Ante el negativo clima de negocios imperante, la inversión sufrió un importante retroceso al igual que las importaciones.

9.2 La recomposición de la desconfianza del sistema

Buscando recuperarse de la reciente recesión, el congreso ha promulgado la ley Dodd-Frank de reforma de *Wall Street* y protección al consumidor, una monumental legislación que rivaliza en alcance y objetivos al *New Deal*.³⁹

La reforma introduce numerosos cambios en las operaciones con instrumentos derivados especialmente y dirigidas a supervisar en forma estrecha a todos los participantes del mercado involucrados y a las actividades que realizan las compañías de asesoramiento en inversiones financieras, afectando a todas aquellas entidades

que operen con productos derivados, especialmente en el mercado *OTC (Over the counter)* .

La ley Dodd-Frank aplica directamente sobre las firmas estadounidenses, aunque también supone grandes cambios para las empresas extranjeras con activos financieros en el mercado supervisado por la SEC y ahora también el OTC.

En primera lugar, se diseña un marco institucional para dichos mercados, que ahora comienzan a estar regulados de acuerdo con el tipo de operaciones, tanto por la *Security Exchange Commission (SEC)* como también por la *Commodities Futures Trading Commission (CFTC)*. Estas agencias del gobierno, además de auditar y exigir información a todos los actores que intervienen en estos mercados, deberán dar cumplimiento de requisitos mínimos de capital y el depósito de fondos para cubrir las posiciones que tengan abiertas en cada momento.

Se propende a que las operaciones no sean efectuadas directamente por los bancos, sino por filiales de estos, los cuales en caso de dificultades financieras, no deberían recibir ayudas de la Reserva Federal o de la FDIC. Por último, salvo en algunas excepciones relacionadas con operaciones de cobertura de entidades no financieras, se exige la obligatoriedad de que estas transacciones sean negociadas y liquidadas a través de una cámara de compensación.

La reforma financiera que se aprobó el 21 de julio de 2010 en EEUU supone una enorme transformación del sistema financiero; que como respuesta a la ha dado lugar a una exigencia de mayor regulación por parte del gobierno. Esto se potenció debido al pensamiento del Partido Demócrata en el poder, partidario de políticas más intervencionistas en el campo de la economía.

El congresista por Massachusetts *Barney Frank* introdujo la ley de 2319 páginas al congreso el 2 de diciembre del 2009 con el objetivo declarado de reformar la regulación financiera, proteger a los consumidores e inversores y promover la estabilidad financiera mediante la reducción de riesgos en la industria.⁴⁰

Esta legislación pretende además despejar parte de la incertidumbre regulatoria que existía en ese país y contribuir al debate internacional en torno a las medidas que se deben adoptar para prevenir crisis similares en el futuro.

La implementación de de esta regulación no está exenta de enormes dificultades y, a pesar de ser un gran esfuerzo en la materia, no termina el proceso de cambios en la legislación que requiere el sistema financiero. Las firmas foráneas que tengan intereses comerciales en EEUU se enfrentarán a un periodo marcado por el cambio y la incertidumbre, a raíz de la enorme cantidad de normas que deben cumplir con todas las agencias del gobierno.

Una de las principales reformas planteada por la ley es instrumentar requerimientos de capital mucho más exigentes por un lado y simultáneamente restringir la toma de riesgo de parte de las entidades financieras.

A principios del 2009, el presidente Obama, mientras que anunciaba nuevas medidas para afrontar la crisis desatada en 2007, expresaba la necesidad inminente de comenzar con importantes cambios institucionales y regulatorios para evitar o mitigar los efectos de posibles nuevas crisis.

“Pero cinco años después de que hicieran su aparición los primeros signos de la crisis en el mercado hipotecario estadounidense, la sensación es que el impulso de reforma regulatoria se ha atenuado, en parte debido a la fatiga y a la indiferencia cada vez mayor de la ciudadanía, más preocupada por los remezones económicos del lento crecimiento y el alto nivel de desempleo que por la regulación financiera”⁴¹

Mientras EEUU seguía ese camino, la estrategia seguida por los países de Europa pasaba por la aprobación progresiva de diferentes iniciativas legislativas de regulación, en Estados Unidos se intentó producir una gran transformación global a través de una sola ley que contemple la mayoría de los problemas del sistema financiero.

9.2 La pretensión de la nueva regulación:

Se estima que la Regulación *Dodd-Frank* se basa en la pretensión de que no deben existir bancos “demasiado grandes para quebrar” (*too big to fail*) y que los mismos deben organizarse lo suficiente como para que una institución en quiebra pueda liquidar sus operaciones sin desbaratar el sistema financiero en su conjunto ni provocar un pánico generalizado en las demás instituciones financieras.

Es por ello que tras la aprobación de la ley, Obama puntualizó enfáticamente en su discurso que “Gracias a esta ley, al pueblo Norteamericano jamás le será pedido que pague la cuenta por los errores de *Wall Street*... nunca más habrá salvatajes financiados por los contribuyentes. Punto.”

Previamente, Ben Bernanke quien presidió los esfuerzos de la Fed para salir de la crisis remarcó que “Si la crisis tiene una sola lección, es que el problema de las instituciones “*too big to fail*” debe ser resuelto.”

Mercados financieros eficientes

El fin pretendido de la reforma es la de crear un marco sólido que reduzca la posibilidad de que en los mercados financieros aparezcan burbujas, que al momento de estallar generalmente resultan muy costosas para los países en términos de crecimiento económico. Para ello, se trata de mejorar la solvencia incrementando el capital y la transparencia de las entidades con mayores requisitos de información y control, favoreciendo las operaciones de largo plazo de los administradores de las entidades financieras en lugar de las de corto plazo a la hora de tomar sus decisiones de financiamiento.

Protección al consumidor

La falta de transparencia y de información en los mercados financieros es un elemento esencial que ha contribuido a los altos niveles de endeudamiento por parte de los consumidores de servicios financieros. Entonces, el objetivo es mejorar la protección de los consumidores de servicios financieros frente a las prácticas abusivas y predatorias de ciertas instituciones. Para este fin existen tres líneas de actuación principales: a) el control de los productos financieros ofrecidos por las empresas, b) acerca de las condiciones que se ofrecen en los distintos servicios y por último c) el fomento de la educación financiera.

Protección de los fondos públicos

Reducir los costos de los contribuyentes en el salvataje de instituciones financieras privadas. Es cuestionable el uso de dinero público, más allá del importe del rescate, para sanear las cuentas del sector financiero, por lo que también se considera que, en última instancia, los rescates de las entidades no se financien con los fondos de los contribuyentes sino con un fondo creado a tal fin por las organizaciones que brindan servicios financieros y serían en última instancia los usuarios de este servicio.

Sin embargo, en lo que muchos consideran una medida demasiado laxa, “no se requiere a las instituciones financieras de importancia sistémica que realicen pagos preventivos a este fondo de acuerdo al riesgo incurrido en sus actividades como había sido propuesto inicialmente”⁴²

Algunos economistas de renombre como el profesor Simon Johnson y el premio Nobel de economía Joseph Stiglitz entre otros propusieron una alternativa más dura: desmantelar por la fuerza los gigantescos conglomerados financieros ya que “son demasiado grandes para ser regulados eficientemente y distorsionan los mercados financieros”⁴³

9.3 Registro asesoras de inversiones

Todas aquellas compañías gestoras de inversiones que operan en los Estados Unidos, principalmente las de mayor tamaño, deben estar registradas en la SEC. Se trata de un cambio de gran importancia y muy significativo, ya que muchas empresas hasta el pasado reciente fueron beneficiadas a través de exenciones de registro. Todas las compañías financieras gestoras de inversiones de origen extranjero deben registrarse y se clasifican en dos grupos:

A) Registradas anteriormente: son aquéllas que ya están registradas ante la SEC. Estas entidades asesoras registradas en la SEC pueden seguir registradas y están alcanzadas por las normas relacionadas con la retribución a los directivos, los productos derivados operados en mercados OTC y demás normas observadas resultado de los requerimientos de la ley *Dodd-Frank*

B) No registradas: Aquéllas compañías gestoras de inversión que nunca han estado registradas y estaban exentas de registración de acuerdo con la *Investment Advisers Act* de 1940 ahora deben hacerlo, ya que la figura de “exención del asesor privado fue eliminada por la ley *Dodd-Frank*. Las dos exenciones recientemente adoptadas para las entidades asesoras no estadounidenses son o bien casi imposibles de cumplir o bien provocarán cierto grado de requerimiento de información a la SEC.

9.4 Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

Título I. Estabilidad Financiera

Se crean dos nuevas agencias del gobierno federal para 1) evaluar el riesgo sistémico y 2) investigar el estado de la economía.

1) *Financial Stability Oversight Council*

2) *Office of Financial Research*

Ambas agencias dependen del Tesoro siendo su secretario la autoridad máxima de ambas organizaciones. El acceso al cargo se realiza a través de un nombramiento presidencial con acuerdo del Senado.

Financial Stability Oversight Council Debe:

A) Identificar los riesgos a la estabilidad financiera de los EE.UU que provengan tanto de organizaciones financieras como no financieras

B) promover la disciplina del mercado, eliminando las expectativas de que el gobierno va a hacerse cargo de las pérdidas de las instituciones financieras en el caso de su quiebra (el ya mencionado problema “*too big to fail*”)

C) Responder a amenazas a la estabilidad del sistema financiero de los EE.UU.

La labor del Consejo consiste en reunir información para evaluar los riesgos del sistema financiero, supervisar el mismo, hacer recomendaciones relacionadas con la regulación de otras agencias y obligar a la Fed a que investigue a aquellas instituciones que a juicio del Consejo representen un riesgo al sistema financiero.

El Consejo y el *Office of Financial Research* deben facilitar el intercambio de información entre todas las agencias federales y estatales de desarrollo de política.

El Consejo está integrado por quince miembros ; 10 miembros cuentan con voto y 5 de ellos sin voto.

Miembros con derecho a voto.

- 1) El Secretario del Tesoro (*Chair*)
- 2) *Chairman de la Fed*
- 3) *Comptroller of the Currency*
- 4) Director del *Bureau of Consumer Financial Protection* (agencia creada por esta ley)
- 5) *Chairperson SEC*
- 6) *Chairperson FDIC*
- 7) *Chairperson CFTC (Commodity Futures Trading Commission)*
- 8) Director *Federal Housing Finance Agency*
- 9) *Chairman National Credit Union Administration Board*
- 10) Un experto independiente en seguros nombrado por el Presidente con acuerdo del senado por 6 años.

Miembros sin derecho a voto:

- 1) Director de la *Office of Financial Research* (parte del Departamento del Tesoro, establecida en esta ley). Este es el director ejecutivo del Consejo.
- 2) Director de la *Federal Insurance Office* (parte del Tesoro, establecida en esta ley)
- 3) un comisionado de seguros de un Estado
- 4) un supervisor bancario de un Estado
- 5) un comisionado supervisor de valores de un Estado.

Este Consejo asesora tanto a la FED como al Congreso de los EEUU sobre la forma de fortalecer el sistema financiero, asegurar la transparencia de las organizaciones financieras, y controlar el sistema bancario. Para ello cuenta con amplias facultades de supervisión y control, contando para ello con la autoridad para obtener información de cualquier agencia reguladora –sea estatal o federal-, investigar y evaluar a discreción. Incluso tiene la potestad de colocar bajo su órbita a cualquier compañía financiera no bancaria o subsidiaria de bancos extranjeros si así lo considera pertinente.

2) *Office of Financial Research*

Es la agencia encargada de dar soporte administrativo, técnico y de análisis de riesgo al Consejo. Para ello su Director está dotado de poder para solicitar información a cualquier institución financiera.

Título II. Autoridad de Liquidación Ordenada

Puede liquidar compañías de seguro y compañías financieras no bancarias que no sean liquidables por la *FDIC* y la *SIPC Securities Investor Protection Corporation*. Tiene el poder de:

- Nombrar interventores en las compañías.
- La *FDIC* puede liquidar instituciones financieras que no sean miembro de la *SIPC* y a los bancos miembros de *FDIC*.

Para proteger los fondos públicos y evitar recurrir se crea un Fondo para la Liquidación Ordenada en base a aportes de las compañías.

Título III .Se suprime la *Office of Thrift Supervision*

Se transfiere la competencia regulatoria a la Fed, *FDIC* y *Office of the Comptroller of the Currency*.

Título IV. Regulación de administradores de Hedge Funds

Se Incrementa el requisito de información para el mayor control de los fondos de cobertura. La *Government Accountability Office* es quien define los criterios para ser considerado inversor.

Título V. Seguro

Federal Insurance Office

Se crea esta oficina que debe supervisar todos los aspectos relacionados con la industria del seguro -no incluye los seguros de salud- y hacer recomendaciones al *Financial Stability Oversight Council* sobre aquellas compañías aseguradoras cuyo accionar pueda contribuir a generar crisis financieras.

Título VI. Mejoras a la Regulación

9.5 La regla Volcker y regulación bancaria

La regla Volcker prohíbe a los bancos hacer operaciones que no sean para sus clientes o *proprietary trading*, aunque pueden tener o invertir en *Hedge Funds* y en *Private Equity funds* hasta el 3% de su Capital. Esta regla busca asegurar también que los bancos estén bien capitalizados y tomen menos riesgos, visto de otra forma es la posibilidad de limitar el tamaño de las entidades financieras, como forma de control del componente sistémico que se relaciona con las grandes compañías, condicionando los procesos de adquisición que puedan ocurrir en el futuro próximo.

Este esfuerzo regulatorio incluye incluso ciertas actividades bancarias que no tuvieron peso en la crisis, siendo los *hedge funds* patrocinados por bancos considerados como demasiado riesgosos para entidades que reciban apoyo estatal.

La llamada regla Volcker en Estados Unidos y el informe Vickers en el Reino Unido propugnan la separación de las actividades bancarias tradicionales —depósitos y préstamos— de actividades más riesgosas que podrían poner a las instituciones financieras —bancos— en peligro de quiebra.

Título VI. Mejoras a la Regulación

La regla requiere que los reguladores impongan a las instituciones requerimientos de capital contra cíclicos, a la actividad económica.

Título VII. Transparencia y Responsabilidad de *Wall Street*

Regulación del mercado OTC (*over the counter*) de swaps

La ley determina que los swaps, se negocien solamente a través de mercados organizados. La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) y la SEC.

Título VIII. Supervisión de Pagos, Compensaciones y Liquidaciones

La ley intenta mitigar el riesgo sistémico del sistema financiero haciendo que la Fed establezca estándares uniformes de manejo de riesgo para estos servicios.

9.6 And Consumer Protection Act

Título IX. Protección al inversor y mejoras en la regulación de valores

En este título se revisan los poderes y la estructura de la SEC, de las agencias calificadoras de riesgos y de la relación entre consumidores, *brokers* y compañías de inversión.

Las obligaciones de revelación de información no aplican para la SEC ya que tiene la potestad de negar el acceso a su información, protegiendo de esta manera la confidencialidad de sus supervisados, de los cuales posee abundante información material.

- Al menos 1 vez cada 3 años, una corporación debe presentar la aprobación de sus accionistas a la compensación de sus ejecutivos.
- El Comité de Compensaciones debe estar compuesto por miembros independientes y seguir las reglas de la SEC.
- Deben proveer información de todos los paquetes de compensación de Directores.
- La SEC prohibirá el listado en los mercados de la acción de una corporación que no cumpla con las regulaciones sobre compensación.

Título X *Bureau of Consumer Financial Protection*

El *Bureau of Consumer Financial Protection* si bien tiene independencia se encuentra dentro de la Fed y su misión es regular los servicios y productos financieros Posee 5 unidades:

- Investigación
- asuntos comunitarios
- oficina de reclamos por prestamos
- de igualdad de Oportunidades
- oficina de educación financiera

Cabe destacar que el objetivo primario del Bureau es “asegurar que todos los consumidores tengan acceso a servicios financieros y que los mismos sean justos, transparentes y competitivos”⁴⁴

Título XI *Federal Reserve System Provisions Governance and oversight*

Remarca que la FED debe “identificar, medir, Supervisar y mitigar los riesgos a la estabilidad Financiera de los EE.UU.”

La Fed debe establecer estándares prudentes para las instituciones respecto a:

- 1) Requisitos de capital ponderado por riesgo y límites al apalancamiento.
- 2) Requisitos de liquidez
- 3) Requisitos de manejo de riesgos
- 4) Plan de liquidación e informe de requisitos de exposición crediticia
- 5) Límites de concentración

La Fed puede establecer estándares que incluyen, pero no se limitan respecto a:

- 6) Capital adicional contingente
- 7) Revelación de información
- 8) Límites a la deuda de corto plazo

Los bancos deben proveer a la Fed un plan para una rápida y ordenada liquidación en el caso de un importante deterioro financiero en forma periódica, considerando que se debe tomar en cuenta las actividades que se encuentran fuera de balance al considerar los requerimientos de capital.

Título XII Mejorando el acceso a las instituciones financieras

Otorga incentivos a organizaciones exentas de impuestos, como instituciones financieras de desarrollo comunitario, gobiernos locales o tribales, además de realizar programas que posibiliten a individuos de bajos recursos abrir cuentas en bancos, microcréditos de menos de U\$S 2.500, educación financiera y consultoría.

Título XIII Pay it Back Act

Trata sobre el programa *Troubled Assset Relief*; con intención de reducir el déficit se prohíbe que los fondos liberados se destinen a incrementar el gasto.

Título XIV Reforma hipotecaria Estándares en la originación hipotecaria

Todo originador de hipotecas debe verificar la “capacidad de pago del consumidor”, y solo puede recibir compensación basado en el monto de la hipoteca pero no en sus términos, como por ejemplo la tasa de interés del préstamo o el plazo de la deuda.

Una hipoteca cuya cuota exceda la capacidad de pago del consumidor o que contenga gastos excesivos o términos abusivos da lugar a defensa en un juicio de remate de esa propiedad.

Estándares mínimos para hipotecas

El deudor debe tener una razonable “capacidad de pago”, de acuerdo con los términos de la hipoteca y de todos sus gastos y dicha capacidad de pago debe ser medida por la entidad otorgante. La verificación de ingresos es obligatoria para hipotecas residenciales.

Hipotecas de alto costo

Se refiere a aquellas hipotecas que están garantizadas por la residencia principal del deudor y con cuya tasa de interés supera el 6,5% con respecto a la tasa promedio de operaciones similares.

- Hipoteca subordinada o segunda hipoteca,
- Si la tasa supera en 8,5% a la tasa de operaciones similares
- son las que tienen gastos mayores del 8% si la hipoteca es por menos de U\$S 20.000
- tienen gastos mayores al 6% si la hipoteca es por más de U\$S 20.000.
- El consumidor de una hipoteca de alto costo debe obtener consejo antes del préstamo de un consejero certificado.

Office of Housing Counseling

Crea la Secretaria de Desarrollo Urbano y Vivienda para coordinar esfuerzos en los medios para educar al público en general sobre temas relacionados con el crédito y las propiedades

Otras disposiciones

Hay otras regulaciones relacionadas con la sobrevaluación de propiedades, y otros temas de interés.

Indica la necesidad de un cambio estructural de gran importancia de *Fannie Mae (FNMA Federal National Mortgage Association)* y de la más pequeña *Freddie Mac (FHLMC Federal Home Loan Mortgage Corporation)*.

9.7 La últimas medidas

La crisis no escapó a la eurozona que intentó generar un plan de salvataje similar al de los Estados Unidos, pero finalmente, cada país europeo generó sus políticas independientemente unos de otros, aunque bajo la tutela de Francia y especialmente Alemania, impulsando esta última fuertes medidas de recortes en el gasto público como contraprestación por ayuda económica.

Los recortes impuestos de esta manera por los líderes europeos solo condujeron a incrementar la recesión de los países mas débiles del sistema europeo –Grecia,

Portugal, España e Italia- con aumento de la tasa de desocupación a niveles no conocidos desde hace muchas décadas, contrayendo la demanda y aumentando la conflictividad social y la agitación popular que desea soluciones inmediatas a sus demandas.

La continuidad de la recesión en el tiempo, el deterioro económico y social, los ejemplos poco claro para la población que las decisiones políticas y económicas llevadas a cabo por lo gobiernos son imposiciones externas que no están enfocadas en el propio país sino en función de los acreedores, hacen que el descontento hacia sus gobernantes crezca y conduzca a provocar el cambio de éstos por otros mandatarios cada vez mas técnicos y alineados con políticas restrictivas.

Una de las medidas poco comunes adoptada y que ejemplifica la gravedad de la situación fue la coordinación monetaria entre Canadá, la eurozona, EEUU, China, Japón y Suiza con el objetivo de reducir la tasa de interés para estimular el crédito. Otros países no miembros de la eurozona pudieron ajustar por vía monetaria mediante devaluaciones y, a su vez, Europa oriental recibió un paquete de estímulo coordinado por el FMI.

10. CONCLUSIONES

Resulta evidente en el transcurrir de la historia la reiteración de las acciones humanas, tanto individuales como colectivas, en cualquier orden incluyendo naturalmente las conductas económicas y financieras. Se observa claramente el siguiente patrón, tras sufrir una grave crisis financieras los encargados de llevar adelante las políticas de los distintos estados optaron por la sanción de leyes que regulen desde el acceso a la información hasta las formas que deben guardar las distintas operaciones, pasando por una maraña de procedimientos, formularios, inscripciones y autorizaciones que agregan una capa adicional de complejidad a la operatoria de los mercados de capitales.

Sin embargo, a pesar de tamaña regulación, el mercado queda cada vez más a expensas de ciertos actores concentrados que gozan de una posición de privilegio y que utilizando nuevas estrategias logran realizar operaciones no evaluadas ni reguladas correctamente, permitiendo el nacimiento de sectores no regulados de hecho y cuya operatoria tiene el potencial de ocasionar resultados negativos para las entidades participantes que podrían comprometer incluso la viabilidad de las mismas.

Un ejemplo claro en la década pasada, qué la reciente ley Dodd Frank regula fuertemente, podemos verlo en la operatoria del gigantesco mercado global de derivados. Warren Buffet, quizás el inversionista mas aclamado de la historia, decidió cerrar en 2002 una subsidiaria dedicada a la operatoria de derivados de su adquirida General Reinsurance, tras no encontrarle comprador. Buffet mas tarde se referiría a la experiencia como “un infierno” ya que “las posiciones de derivados resultan fáciles de abrir pero casi imposibles de cerrar”. El costo final fue una perdida antes de impuestos de 409 millones de dólares.

En el 2008, el *trader* del frances Societe Generale Jerome Kerviel vulnero todos los controles internos del tradicional banco y perdió 3,6 mil millones de libras esterlinas mediante la operación de derivados. Por esta misma vía, el afamado *hedge fund* LTCM, que contaba en su equipo directivo a numerosas eminencias de las ciencias

económicas, perdió 5 mil millones de dólares en 1998 y la comunidad de Orange County, California 1,7 mil millones de dólares en 1994.

Crisis recurrentes se fueron dando con el correr de los años, repitiéndose éstas con mayor frecuencia y con efectos de transmisión más aceitados, haciendo al mundo cada vez más conectado e interdependiente; con un alto voltaje de volatilidad asociado con variables no solo internas sino también afectadas por los cambios producidos en los países centrales y los periféricos. En el mundo actual resulta difícil imaginar que una crisis fuerte que afecte a un actor o grupo de actores económicos de importancia (Norteamérica, Japón, China, Comunidad Europea) no tenga efectos significativos e inmediatos en las demás.

Es fácil observar que en la ausencia de trabas legales, los capitales se movilizan por el mundo sin impedimentos y a una gran velocidad generando grandes desequilibrios regionales, que luego, son transferidos al resto del mundo debido a la globalización financiera. Es por este motivo, que el movimiento internacional de capitales debiera ser regulado pero siempre teniendo en cuenta que la afluencia de inversión internacional es vital para el desarrollo de las economías emergentes. Existe actualmente apoyo de diversos sectores para instaurar un impuesto sobre las transacciones financieras al estilo de la ya célebre “Tasa Tobin”: gravar con un 0.1% las operaciones de cambio de divisas y así “echar arena en los engranajes demasiado bien engrasados” de los mercados financieros internacionales.

El evento reiterativo en la historia económica y financiera de los países y regiones indica que cuando el crecimiento económico queda sustancialmente rezagado del crecimiento del mercado financiero, se crea una burbuja que en algún momento termina estallando para “poner orden” nuevamente, beneficiando a ciertos grupos o sectores que cuentan con el conocimiento y la habilidad para manejarse hábilmente en circunstancias críticas.

El criterio que indica que ciertos sectores “son muy grandes para quebrar” significa que la propiedad privada se impone en época de crecimiento económico y auge del mercado financiero, pero que en el ciclo recesivo de la economía –especialmente cuando ésta se hace extensa en el tiempo- se socializan las pérdidas a través de mecanismos perversos de salvataje a las mismas entidades que colaboraron con la creación de la burbuja.

No hay dudas que es necesario actuar salvando a las entidades más grandes porque su caída significaría un efecto dominó sobre el resto del sistema, pero el castigo de los responsables debe ser una medida ejemplar para aquellos directivos que se apoyan en el *moral hazard* para tomar decisiones en las que solo buscan el beneficio propio.

11. REFERENCIAS

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

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

³ "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"

⁴ Rauchway, E (2008). "*The Great Depression & the New Deal, A Very Short Introduction*" Oxford University Press. p. 62.

⁵ Tazón de polvo.

⁶ 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

⁷ Rauchway, E (2008). "*The Great Depression & the New Deal, A Very Short Introduction*" Oxford University Press p. 1.

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

⁹ 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 marcó prácticamente el techo del mercado, que se derrumbó solo 3 días después.

¹⁰ N.I.I.F, Nomas Internacionales de Información Financiera.

¹¹ 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

¹² Fondos de cobertura.

¹³ La gran caída.

¹⁴ Day Robert (2000) "*UK Accounting regulation, an historical perspective*" *Bournemouth University N20*.

¹⁵ Publicitar oportunidades de inversión mediante afirmaciones engañosas, falsa representación, técnicas de venta impropias o apelando a la confianza personal.

¹⁶ Los inversores reciben unidades en un fondo que es administrado por una sociedad gestora de inversión. Su precio se calcula diariamente dividiendo el valor de la cartera del fondo por la cantidad de unidades emitidas.

¹⁸ Robb Victoria (1997), "*The Genesis of Regulation*". *Financial Stability Review. Autumn 97'*. Pag 34.

¹⁹ Literalmente, casa por casa.

²⁰ Ulph Janet (2006), “*Commercial Fraud. Civil liability, human rights and money laundering*” Oxford University Press, pag 21.

²¹ Vitols, Sigurts (s/d) “The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany”, Japan and the United States, in *The origins of nonliberal Capitalism: germany and Japan*, edited by W. Streeck and K. Yamamura. U. of Cornell Press, P.12.

²² Vitols, Sigurts (s/d) “The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany”, Japan and the United States, in *The origins of nonliberal Capitalism: germany and Japan*, edited by W. Streeck and K. Yamamura. U. of Cornell Press, P.P.13, 14..

²³ Vitols, Sigurts (s/d) “The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany”, Japan and the United States, in *The origins of nonliberal Capitalism: germany and Japan*, edited by W. Streeck and K. Yamamura. U. of Cornell Press, P.11.

²⁴ Vitols, Sigurts (s/d) “The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany”, Japan and the United States, in *The origins of nonliberal Capitalism: germany and Japan*, edited by W. Streeck and K. Yamamura. U. of Cornell Press, P.P. 14.

²⁶ Kroszner Randall (1994) “A Study of U.S. Experience with universal banking before 1933”. The American Economic Review, vol. Nº 4, pp. 810

²⁷ Furlong Fred, “The Gramm-Leach-Bliley Act and Financial Integration” FRBSF Economic Letter 2000-10; March 31, 2000. Federal Reserve Bank of San Francisco.

²⁸ Ponsoldt, James F., "The Application of the Sherman Act Antiboycott law to Industry Self-Regulation: An Analysis Integrating Nonboyocott Sherman Act Principles" (1981). Scholarly Works. Paper 472.

²⁹ Cyrus Sanaty, 10 years later, Loking at Repeal of Glass-Steagall, November 12, 2009, The New York Times.

³⁰ Zitzewitz Eric (2002) “Regulation Fair Disclosure and the Private Information of Analysts”, Stanford Graduate School of Business.

³¹ Shyam V. Sunder (2002) “Investor Access to Conference Call Disclosures: Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry” Northwestern University

³² Gomes, Gorton, Madureira (2004) “SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital” Working Paper 10567 National Bureau of Economic Research.

³³ Agrawal, Chen, Chadha, (2005) “Who is Afraid of Reg FD? The Behavior and Performance of Sell-Side Analysts Following the SEC's Fair Disclosure Rules”, Working Paper No. RHS-06-156. University of Maryland.

³⁴ Lobo, G. J., and J. Zhou. 2006. Did conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial evidence. Accounting Horizons, Volume 20 Number 1 (March): 57–73.

³⁵ Roberta Romano, 2004, The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, ECGI Working Paper No. 52/2004

-
- ³⁶ John C. Coffee, Jr. 2002 Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid Working Paper No. 207 Columbia Law School
- ³⁷ Kathleen F. Brickey (2003) From ENRON to WORLDCOM and beyond: life and crime after SARBANES-OXLEY .PAPER NO. 03-06-01 Washington School of Law.
- ³⁸ Weii, Mcvay, (2005) "The Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control after the Sarbanes-Oxley Act, Accounting Horizons, Volume 19 Number 3
- ³⁹ Courtney Gaughan (2011) "Some more waters, please: the Dodd-Frank Acts New Preemption Standard Lighten Consumers' Wallets" Florida Law Review
- ⁴⁰ Courtney Gaughan (2011) "Some more waters, please: the Dodd-Frank Acts New Preemption Standard Lighten Consumers' Wallets" Florida Law Review
- ⁴¹ (Kodres & Narain, Bco Ctral de España, 2012).
- ⁴² Wilmarth, Arthur E., The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem (April 19, 2011). Oregon Law Review,
- ⁴³ Skeel, David A. Jr., "The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences" (2010). Scholarship at Penn Law. Paper 338.
- ⁴⁴ Caggiano J (2011) "Mortgage Lending Developments: A New Federal Regulator and Mortgage Reform Under the Dodd-Frank Act" The Business Lawyer; Vol. 66

12. BIBLIOGRAFÍA

Agrawal, Chen, Chadha, (2005) "Who is Afraid of Reg FD? The Behavior and Performance of Sell-Side Analysts Following the SEC's Fair Disclosure Rules", Working Paper No. RHS-06-156. University of Maryland.

Barbero, M.; García Molina, F.; Berenblum, R. y Saborido, J. (2010) *Historia Económica y social general*, Buenos Aires: Ediciones Macchi.

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".

Blackburn, Robin (s/d) "La debacle de Enron y la crisis de los Fondos de Pensiones".

Blejer, Leonardo (2011) "La reforma financiera internacional y las regulaciones financieras de los países de América Latina", CEDES.

Brickey, Kathleen F. (2003) From ENRON to WORLDCOM and beyond: life and crime after SARBANES-OXLEY .PAPER NO. 03-06-01 Washington School of Law.

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

J (2011) "Mortgage Lending Developments: A New Federal Regulator and Mortgage Reform Under the Dodd-Frank Act" The Business Lawyer; Vol. 66

Coffee, John C., Jr. 2002 Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid Working Paper No. 207 Columbia Law School

Courtney Gaughan (2011) *"Some more waters, please: the Dodd-Frank Acts New Preemption Standard Lighten Consumers' Wallets"* Florida Law Review

Cyrus Sanaty, 10 years later, Loking at Repeal of Glass-Steagall, November 12, 2009, The New York Times.

F Day, R. (2000) "UK Accounting regulation, an historical perspective" Bournemouth University.

Del Ángel Mobarak, G. (2009) "El rompimiento de la confianza, Ensayo sobre las crisis financieras", Revista Istor, Año IX, número 36, Primavera, pp. 3 - 21.

Dewing, I. P. y Russell, P. O. (2004), "Regulation of UK Corporate Governance: lessons from accounting, audit and financial services". Corporate Governance: An International Review, p. 12.

urlong Fred, "The Gramm-Leach-Bliley Act and Financial Integration" FRBSF Economic Letter 2000-10; March 31, 2000. Federal Reserve Bank of San Francisco.

Gibson, Dunn & Crutcher (1999) "The Gramm-Leach-Billey Act, Financial Service Modernization, Working Summary Nº 4, P.L. 106-102, Washington Report of Financial Institutions.

Girón, Alicia (2002) "Crisis Financieras" Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad Nacional Autónoma de México.

Girón, Alicia y Correa, Eugenia (s/d), "Mercados financieros globales: desregulación y crisis financieras", Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México.

Gomes, Gorton, Madureira (2004) "SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital" Working Paper 10567 National Bureau of Economic Research.

González Mota, Emiliano y Marqués Sevillano, José (s/f) "Dodd-Frank Wall Street Reform: Un cambio profundo en el sistema financiero de Estados Unidos", Banco de España.

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.

Jara Amigo, Rony (2001) "Oferta pública y privada de valores en el mercado Latinoamericano: una visión comparada", Revista Chilena de Derecho, vol. 28, Nº 1.

Kroszner Randall, "A Study of U.S. Experience with universal banking before 1933". The American Economic Review Vol. 84, No. 4 (Sep., 1994), pp. 810-832

Kodres, Laura y Narain, Narain (2012) Finanzas y Desarrollo, Banco Central de España.

Lobo, G. J., and J. Zhou. 2006. Did conservatism in financial reporting increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial evidence. Accounting Horizons, Volume 20 Number 1 (March): 57–73.

López Álvarez, A. L. (2008) "Introducción a la regulación de valores en Estados Unidos", Revista e-Mercatoria, vol. 7, número 2.

Martín-Aceña, P. (2010) "¿Qué paso en 1929? El año que cambió el mundo", Documento de Trabajo de Historia Económica DT 03-10, octubre: Universidad de Alcalá, Madrid.

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

Ponsoldt, James F., "The Application of the Sherman Act Antiboycott law to Industry Self-Regulation: An Analysis Integrating Nonboyocott Sherman Act Principles" (1981). Scholarly Works. Paper 472.

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

Rapoport, M. y Brenta, N. (2010) *Las grandes crisis del capitalismo contemporáneo*, Editorial Capital Intelectual, Buenos Aires.

Robb, V. (1997), "The Genesis of Regulation".Financial Stability Review. Autumn.

Romano Roberta, 2004, The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance, ECGI Working Paper No. 52/2004

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

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

Sherman, Mathew (2009) "A Short History of Financial Deregulation in the United States, Center for Economic and Policy Research.

Shyam V. Sunder (2002) "Investor Access to Conference Call Disclosures: Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry" Northwestern University

Skeel, David A. Jr., "The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences" (2010). Scholarship at Penn Law. Paper 338.

Ulph, J. (2006) "Commercial Fraud. Civil liability, human rights and money laundering" Oxford University Press.

Vitols, S. (2001) "From Banks to Markets: The Political Economy of Liberalization of the German and Japanese Financial Systems", Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.

Vitols, S. "The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany", Japan and the United States, in *The origins of nonliberal Capitalism: germany and Japan*, edited by W. Streeck and K. Yamamura. U. of Cornell Press.

Vives, Xavier (2010) "La crisis financier y la regulación", Occasional paper OP-179, IESE Business School, Universidad de Navarra.

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.

Weii, Mcvay, (2005) "The Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control after the Sarbanes-Oxley Act, Accounting Horizons, Volume 19 Number 3

Wierza, Guillermo; del Pino Suárez, Estela; Kupelian, Romina y López, Rodrigo (2008) "La Regulación Financiera, Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma" Documento de trabajo Nº 22, CEFIDAR.

Wilmarth, Arthur E., The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem (April 19, 2011). Oregon Law Review,

Zanitti, A. (2009) “Burbujas financieras: un análisis histórico y comparativo”, Pontificia Universidad Católica Argentina, Facultad de Ciencias Sociales y Económicas, Buenos Aires.

Zitzewitz Eric (2002) “Regulation Fair Disclosure and the Private Information of Analysts”, Stanford Graduate School of Business.