Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

Nº 207
AÑO LXVIII
ENERO - JUNIO 2000
Fundada en 1933

ISSN 0303 - 9986



REVISTA DE DERECHO

UNIVERSIDAD DE CONCEPCION

Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

EL MERCADO DE VALORES MOBILIARIOS EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA

OMAR MORALES CARRASCO
Profesor de Derecho Público
Universidad de Concepción

1. INTRODUCCION

El mercado de valores mobiliarios o mercado bursátil en nuestro país se caracteriza por las altas exigencias que se le imponen a las empresas que desean transar públicamente sus títulos. Su acceso se encuentra limitado a empresas de gran tamaño, quedando fuera del sistema de oferta pública de títulos aquellas unidades productivas de tamaño mediano que, como sabemos, concentran en gran parte la actividad económica en nuestra economía. Hoy se habla de una reforma que facilitaría el acceso al capital, a través de los mercados de valores, a tales empresas. Teniendo en consideración este proyecto, es que he decidido escribir este artículo, que espero entregue al lector ideas básicas acerca del mercado de valores estadounidense, ello deseablemente le permitirá efectuar una comparación tanto con nuestro actual mercado de valores como también con el que podríamos llegar a tener en un futuro próximo si dicha reforma llegara a aprobarse.

El mercado de valores en Estados Unidos, sin duda uno de los más importantes del mundo, tanto por tamaño como por dinamismo, llega a concentrar un porcentaje importante de la inversión a nivel mundial. Las empresas chilenas no están ajenas a dicho mercado, participan en él tanto como inversionistas (es el caso de los fondos mutuos y fondos de pensiones) así como también como colocadores de valores (receptores de inversión), que es el caso de las empresas nacionales que cotizan los denominados "American Depositary Receipts" o "ADRs".

En este artículo describiré muy básicamente las características de la legislación del mercado de valores en Estados Unidos, la oferta primaria de valores mobiliarios (aquella que se refiere a la emisión y primera venta de valores o títulos) y el sistema de responsabilidades a que se encuentran afectos los emisores de valores.

2. ANTECEDENTES Y MARCO NORMATIVO

Cuando se habla del mercado bursátil en Estados Unidos, hay que tener en cuenta una distinción importante que muchas veces se soslaya, cual es que, siendo dicho país un

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

Estado federal, existen dos niveles en los cuales pueden darse este tipo de transacciones. Uno es el nivel estatal, en el que pueden llegar a coexistir hasta 50 diferentes sistemas de regulación (uno por cada estado). Tales transacciones son regidas por lo que se conoce como "blue sky laws"[1]. El otro es el nivel federal, que es el que nos ocupará en esta oportunidad.

A nivel federal los cuerpos básicos son la "Ley de Valores de 1933" ("Securities Act of 1933", en adelante Acta de 1933), parte del Código de Legislación Federal de los Estados Unidos[2] que rige en el mercado primario de valores, y la "Ley Bursátil de 1934" ("Securities Exchange Act of 1934", en adelante el Acta de 1934), que rige el mercado bursátil secundario[3]. Ambos cuerpos legales tienen su origen en la crisis desatada a partir de 1929, formando parte de la legislación conocida como *new deal* patrocinada por el entonces Presidente Franklin Delano Roosevelt, gestándose, en todo caso, de una forma bastante distinta una de otra. La primera fue fruto del trabajo de Felix Frankfurter, entonces profesor de Derecho en la Universidad de Harvard y tres de sus ex estudiantes, redactada en un fin de semana y rápidamente aprobada por el Congreso. El acta de 1934, en cambio, tomó alrededor de un año en su discusión y aprobación[4].

Las actas de 1933 y 1934 son complementadas por las resoluciones (*rules*), de valor general emitidas por la "Comisión de Valores y Bolsa" ("Securities and Exchange Commission", en adelante SEC, que es más o menos equivalente a nuestra Superintendencia de Valores y Seguros), a menudo agrupadas algunas de ellas en las denominadas "regulaciones" (*regulations*); y por las "Cartas de no acción" ("No Action Letters") emitidas por la SEC a petición de los particulares. En éstas dicho organismo se compromete a "no iniciar un juicio" en contra del particular solicitante si éste ejecuta una determinada conducta, siendo frecuente la imposición de condiciones con tal objeto. El valor de tales cartas es relativo en el sentido que sólo pueden ser usadas por quien las solicitó y únicamente en el caso específico para el cual fueron emitidas. No obstante ello, en la práctica dichas cartas son usadas como una guía del criterio de la SEC por quienes estudian y ejercen en el área del mercado de valores.

Por otra parte, y teniendo en consideración las particularidades propias del sistema legal estadounidense (basado en el *common law*, donde prima el principio del valor vinculante del precedente judicial), no menos importante que las actas mismas son las decisiones de los tribunales federales en esta área, tanto en disputas iniciadas por particulares como por la SEC. Dichas decisiones precisan o complementan el significado de las actas, y a veces también legitiman o bien dejan sin efecto las resoluciones de la SEC cuando éstas son cuestionadas.

Finalmente, encontramos los organismos privados autorregulados del área (bolsas de valores) que con su propia normativa interna fijan procedimientos para la venta y colocación de valores a que deben someterse tanto emisores como *brokers* y *dealers* (corredores de bolsa).

[1]Leyes del cielo azul, nombre que vendría de la expresión que utilizara un juez para describir el valor que podían llegar a tener ciertas emisiones bursátiles.

[2]Se encuentra en 15 U.S.C. && 77 y siguientes.

[3]Se encuentra en 15 U.S.C. && 78a y siguientes.

[4]*Securities Regulation, Examples and Explanations*, Alan Palmiter, Aspen Law & Business. 1998. Nueva York, EE.UU., p. 18.

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

3. CARACTERISTICAS GENERALES DEL SISTEMA

a) Transparencia. Como ya dijimos, el mercado primario de valores se rige por el Acta de 1933. La base fundamental de dicha acta está constituida por el concepto de "entrega de información" (*disclosure*) a los inversionistas (el acta de 1934 recoge esta misma filosofía). No existe en Estados Unidos a nivel federal una regulación de mérito, en el sentido que la autoridad haga una evaluación de fondo respecto a qué valores merecen ser o no transados públicamente (como sucede en Chile[5] y en EE.UU. en ciertos estados). En esencia, prácticamente cualquier emisor puede vender cualquier cosa (en términos de valores) a los inversionistas, siempre y cuando entregue toda la información, en forma veraz y oportuna, relativa a su empresa y a los títulos que pretende colocar[6].

La obligación de entrega de información que establece el acta de 1933 se ve complementada por las obligaciones de entrega de información continua que establece el acta de 1934 (*continuous disclosure*). Existen tres categorías de empresas sujetas a dicha obligación, a saber: a) aquellas que tienen una clase de valores enlistada en una bolsa de valores nacional; b) aquellas compañías con activos por más de US$ 10.000.000 con al menos una clase de acciones en manos de más de quinientas personas; y c) aquellas compañías que han sido objeto de registro de acuerdo al acta de 1933 y éste se encuentra en efecto. Tales son llamadas compañías "sujetas a reporte" (*reporting companies*).

En materia de reporte, básicamente encontramos el "reporte anual" que debe contener una extensa descripción de los negocios de la empresa, balances auditados, análisis de administración y de la posición y rendimiento de la empresa. Además existen reportes trimestrales y, por último, la obligación de informar dentro de un plazo de 5 a 15 días la ocurrencia de cualesquiera hechos esenciales para la vida de la compañía, tales como: cambios en el control de la empresa, enajenación de una parte significativa de activos, petición de quiebra, cambio de auditores o renuncia de un director por disputas en la conducción de la empresa. Estas obligaciones de reporte deben cumplirse frente a la SEC, por lo tanto, no existe obligación de trasmitirla directamente a los inversionistas o a los profesionales bursátiles. Todas las compañías estadounidenses deben cumplir esta obligación enviando los documentos en formato computacional (entrega de discos de información o vía correo electrónico). Esta información se encuentra disponible al público en un sistema conocido con la sigla EDGAR (*Electronic Data Gethering, Analysis, and Retrieval System*) en Internet, en www.edgar.com. Además se puede consultar en las estaciones de trabajo de EDGAR en las ciudades de Nueva York, Chicago y Washington D.C.

Esta obligación de entrega de información está inspirada en lo que se conoce como "hipótesis de los mercados eficientes". De acuerdo a esta hipótesis el precio de un valor se determina de acuerdo a la información disponible en los mercados respecto del emisor y sus títulos. Esta información se puede clasificar en:

[5] Por ejemplo requerimientos mínimos de capital para transar títulos en la bolsa y evaluación mínima de riesgo para emitir deuda subordinada (bonos).

[6] La sola limitación que puede encontrar un emisor en la práctica es contar con el dinero suficiente para financiar el costo del trámite de registro, que normalmente es bastante alto.

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

i) "débil" (*weak*): correspondiente a la información histórica respecto de una compañía;

ii) "semiconfiable" (*semi-strong*): correspondiente a la información histórica y toda aquella otra información públicamente conocida respecto de una empresa, por ejemplo utilidades del período, renuncia de un gerente, anuncio de fusión, etc. y, por último,

iii) "altamente confiable" (*strong*): que comprende toda la información relativa a una empresa tanto histórica como pública y "confidencial" (*inside information*) o privilegiada como se le llama en Chile[7].

El principio es que a "mayor cantidad y calidad de información incorporada en el precio, más adecuada será la valoración de los títulos en el mercado".

b) Institucionalización. Esta característica se refiere al hecho que los denominados inversionistas institucionales hegemonizan o dominan hoy día el mercado bursátil (compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos mutuos).

c) Globalización. Esta característica se refiere a que cada día más y más inversionistas extranjeros invierten en el mercado bursátil estadounidense, y éstos, a su vez, en los mercados internacionales. No es por coincidencia que Nueva York es considerada la capital financiera del mundo[8]. Es por ello que normalmente cuando la Bolsa de Valores de Nueva York (*NYSE*), en particular su principal índice industrial, denominado *Dow Jones,* sigue una tendencia a la baja, lo normal es que la mayoría de los demás mercados internacionales sigan la misma tendencia, pues es tal el grado de interrelación, interdependencia e influencia entre los mercados e inversionistas de distintas partes del mundo que los efectos dominó ya son pan de cada día en los mercados bursátiles internacionales.

d) Tecnologización. Aquí nos referimos a la influencia que ha ejercido la computación en general en los mercados bursátiles, particularmente Internet. Hoy en día el

[7]El mal uso de esta información es lo que da lugar a la figura delictiva conocida como *insider trading.*

[8]Esta "globalización" lleva aparejada un ejercicio extensivo de la jurisdicción por parte de las cortes estadounidenses. Así por ejemplo, en el caso "Schoenbaum v. Firstbrook" resuelto en 1968 por la Corte de Apelaciones del 2º circuito, se resolvió que el demandado quedaba sujeto a la jurisdicción de las cortes estadounidenses no obstante tratarse de un emisor canadiense, en consideración a que éste tenía registrados ciertos títulos (no envueltos en el caso en cuestión) en la Bolsa de Chicago. La corte expresamente hizo ver en esa oportunidad que la legislación bursátil estadounidense tenía aplicación extraterritorial. Una visión más expansiva se tuvo aún en "Bersch v. Drexel Firestone Inc.", fallado en el mismo circuito en 1975. Aquí la corte sostuvo la existencia de jurisdicción para conocer el caso no por la conducta que se llevó a efecto en Estados Unidos (el emisor no tenía registrados valores en los Estados Unidos, la mayor parte de la preparación del registro en Canadá tuvo lugar en Europa, una firma auditora estadounidense certificó los documentos financieros y además intervinieron *Underwriters* estadounidenses), sino porque parte de los inversionistas defraudados era de nacionalidad estadounidense. Dijo la corte en esa ocasión que las provisiones antifraude de la legislación bursátil eran aplicables en los siguientes casos (y en consecuencia las cortes estadounidenses tendrían jurisdicción):

1. Pérdidas sufridas en la compra de valores por parte de inversionistas estadounidenses residentes en los Estados Unidos, sea que los actos u omisiones culpables de relevancia (*material importance*) hayan concurrido o no en ese país;

2. Pérdidas sufridas en la compra de valores por parte de inversionistas estadounidenses residentes en el extranjero, sólo si los actos u omisiones culpables de relevancia ocurridos en el territorio de ese país han contribuido significativamente a esa pérdida;

3. No se aplicarían a pérdidas sufridas por parte de inversionistas extranjeros por compras efectuadas por éstos fuera de los Estados Unidos, a menos que los actos y omisiones culpables hayan ocurrido dentro del territorio de ese país.

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

movimiento de capitales y la compra y venta de valores a través de la red crece cada vez más, ello sin tener en cuenta el impacto que produjo la cotización de empresas de la red misma en los mercados bursátiles (conocidas como las "punto com") y la importante atracción de capitales que produjo hacia Estados Unidos durante los años noventa. Paradigmático resulta aquí el ejemplo del NASDAQ[9] que es el mercado OTC o *"Over-the-Counter"* (literalmente "sobre el mostrador", pues no es más que una red de computadores conectados entre sí, sin existencia física como las bolsas de valores tradicionales), en el que se cotizan la mayoría de los valores tecnológicos, tales como Microsoft, Cysco Systems, Amazon, Yahoo!, etc., cuyas variaciones preocupan a los inversionistas de todo el mundo.

4. ESTRUCTURA DEL ACTA DE 1933

Volviendo al acta de 1933, ésta contiene una serie de definiciones en el artículo 2, todas las cuales deben ser utilizadas "a menos que el contexto requiera otra cosa". Esta última frase deja abierta la puerta para la discreción judicial.

Conceptos básicos en el acta son: valor mobiliario, prospecto y registro. Tales conceptos se caracterizan por estar definidos y ser tratados extensivamente por la legislación bursátil. Encontramos lo que podríamos llamar la acepción legal propiamente tal de dichos conceptos y los conceptos asimilados a ellos. Valga tener presente que las definiciones del artículo 2 del acta de 1933 más que definiciones en sentido lingüístico corresponden a criterios de interpretación.

Obviamente esta normativa no tendría sentido alguno si no contuviera un efectivo sistema de sanciones y responsabilidades que tendremos oportunidad de revisar más adelante.

Conceptos básicos en el Acta de 1933

El concepto de valor mobiliario. Se define valor mobiliario (*security*) como "un instrumento que evidencia propiedad en una sociedad de capital[10] (acciones), una relación crediticia con una sociedad o entidad gubernamental (bonos) o ciertos derechos de propiedad como los que representa una opción o derecho de suscripción"[11]. El acta de 1933 en lugar de definir valor mobiliario enumera una larga serie de instrumentos que tradicionalmente han sido considerados como "valores", tal es el caso de acciones, bonos, certificados de depósito y debentures. Otros, sin embargo, son menos claros, como es el caso de los contratos de inversión, acuerdos de participación en utilidades y títulos de deuda. Nótese que el concepto de valor no es privativo de las sociedades anónimas o de capital.

Determinar si un instrumento es o no un "valor mobiliario" es una cuestión de primerísima importancia, toda vez que si la respuesta es afirmativa toda la regulación bursá-

[9] "National Association of Securities Dealers Automated Quotation System", índice de la Asociación Nacional de Corredores de Valores.

[10] *Corporation* en EE.UU.

[11] Definición traducida de *Dictionary of Finance and Investment Terms*, 5ª Edición, Barron's Educational Series Inc. EE.UU. 1998.

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

til será aplicable a él. Viceversa, si un instrumento determinado no se puede considerar valor nada queda por hacer desde el punto de vista de la legislación bursátil[12].

Las cortes estadounidenses se han encargado de precisar cuándo se está en realidad frente a un valor mobiliario y cuando no. Se plantean dos cuestiones básicas, la primera, determinar si algo que se identifica *prima facie* con alguno de los instrumentos que aparecen enumerados en la sección 2 a) 1) es realmente un valor mobiliario, y la segunda cuestión es determinar si algo que pareciera *prima facie* no ser un valor mobiliario realmente lo es.

Dentro de los casos que resuelven la primera cuestión tenemos, por ejemplo, "United Housing Foundation, Inc. v. Forman"[13]. Aquí la Corte Suprema de los Estados Unidos estimó que aunque lo que se estaba ofreciendo al público llevaba un nombre incluido literalmente en el acta de 1933 al definir valores mobiliarios (*stock* en este caso), el instrumento no podía ser considerado como tal. Se trataba de acciones que debían comprar los socios de una cooperativa habitacional para llegar a ser miembros de ella, tales acciones no podían ser transferidas, no conferían derecho a voto ni generaban dividendos. La Corte estimó que tales acciones estaban claramente fuera de lo que es el mercado bursátil propiamente tal, por lo que la acción en donde se reclamaba la protección ofrecida por la legislación del mercado de valores fue rechazada. En el caso "Marine Bank v. Weaver"[14] la Corte rechazó la aplicación de la legislación bursátil a un certificado de depósito que había sido, a instancias del banco emisor, entregado en prenda para garantizar las obligaciones de un deudor del banco (a cambio los titulares del depósito recibirían el 50% de las utilidades de la empresa del deudor más un pago mensual mientras la garantía estuviera vigente). El deudor en definitiva incumplió, siendo usado el certificado por el acreedor para hacerse pago.

En ambos casos se estimó que aunque literalmente el instrumento en cuestión se encontraba enumerado en la definición de valor mobiliario, el contexto requería dejarlos fuera de la protección que otorga la legislación de valores.

Dentro de la segunda cuestión, de gran interés resulta revisar el concepto de "contrato de inversión". La Corte Suprema de los Estados Unidos en el caso "Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Company"[15] ideó un test que permite definir cuándo se está en presencia de un contrato de inversión, y por lo tanto frente a un valor mobiliario regulado y protegido por la legislación federal de valores. Los elementos de este test son los siguientes:

[12] El texto de la sección 2 a) 1) del acta de 1933 es el siguiente: "Section 2 (a) Definitions; Promotion of Efficiency, Competition, and Capital Formation Definitions. When used in this subchapter, unless the context otherwise requires. 1) The term 'security' means any note, stock, treasure stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing".

[13] 421 U.S. 837 (1975).

[14] 455 U.S. 551 (1982).

[15] 328 U.S. 293 (1946).

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

i) inversión de dinero;
ii) en una empresa común;
iii) en busca de una ganancia o utilidad; y
iv) basado solamente en los esfuerzos de otro.

Sobre la base de dicho test, la Corte concluyó que un contrato de venta de terrenos para la explotación de naranjas en el estado de Florida, en el cual el vendedor podía asumir (no necesariamente) la administración de dicho terreno, era un valor mobiliario. Más tarde la Corte buscaría precisar el significado de "empresa común" y que debe entenderse por "esfuerzos de otro", dijo por ejemplo en "Securities and Exchange Commission v. Koscot Interplanetary, Inc."[16] que el inversionista puede de hecho desempeñar ciertas funciones en la empresa común, sin por ello excluir el concepto de contrato de inversión como valor mobiliario véase. En este último caso, una empresa contactaba inversionistas con el objeto de crear una red de múltiples niveles de distribuidores independientes para colocar sus productos de belleza, tales distribuidores debían efectuar esfuerzos de venta o contactar otros inversionistas a fin de obtener una utilidad del negocio. Este "esfuerzo", en una interpretación literal de *howey*, habría excluido la posibilidad de darle a este esquema el tratamiento de un contrato de inversión, pero la corte decidió no obstante aplicar dicho concepto al contrato en cuestión en vista que los promotores de la empresa retenían control inmediato sobre los aspectos esenciales de administración y conducción de la empresa.

Más tarde, la Corte agregaría que la existencia de un régimen legal alternativo de protección a los inversionistas excluiría la aplicación de la normativa de valores (véase "International Brotherhood of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen & Helpers v. Daniel"[17] y "Marine Bank v. Weaver", citado anteriormente).

Una vez que se ha determinado que el instrumento en cuestión es efectivamente un valor mobiliario siguen otros análisis, a saber:

a) si el instrumento éste se encuentra o no exento y
b) si no obstante no estar exento, la transacción en análisis se encuentra exenta.

a) Valores mobiliarios exentos. Teniendo en consideración el alto costo que implica en la práctica el registro de valores existen varias exenciones al trámite de registro. Estas exenciones toman en cuenta la naturaleza misma de valor mobiliario en cuestión. En tal caso las partes de una transacción sobre un valor mobiliario quedan sujetas a las provisiones antifraude del acta de 1933 (y acta de 1934 en su caso). La venta posterior de un valor exento se encuentra igualmente exenta de la obligación de registro.

Dentro de las exenciones encontramos:

i) valores emitidos por instituciones gubernamentales,
ii) valores emitidos por bancos y fondos fiduciarios (*trust funds*) colectivos, comunes o individuales;

[16] 497 F. 2d 473 (5th Cir. 1974).
[17] 439 U.S. 551 (1979).

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

iii) pagarés de corto plazo (*short-term commercial paper,* que corresponde a títulos de deuda de un plazo no superior a 9 meses emitidos por grandes compañías, normalmente a inversionistas institucionales);
iv) valores emitidos por entidades sin fines de lucro;
v) valores emitidos por entidades financieras;
vi) pólizas de seguros y
vii) aquellos valores que declare exentos de registro la SEC.

b) Transacciones exentas de registro. Aquí estamos en presencia de un valor que por su naturaleza está afecto a registro, sin embargo una transacción específica puede estar exenta. En tal caso el valor en cuestión queda exento de registro sólo respecto de esa transacción, transacciones posteriores quedarían afectas a registro y en todo caso sujetas a las provisiones antifraude del acta de 1933.
Aquí encontramos:

i) el caso de la oferta pública intraestatal contenida en la resolución 147;
ii) la pequeña oferta de valores contenida en la Regulación D;
iii) la oferta privada de valores[18] y
iv) transacciones que se efectúan en el mercado secundario.

El registro. La regla general es que toda transacción de valores mobiliarios debe registrarse con la SEC, a menos que se encuentre exenta. Aquí debemos hacer una distinción. Existe por una parte la declaración de registro (*registration statement,* en adelante RS) que debe cumplir todo emisor (*issuer*) que desee efectuar una oferta pública inicial de valores (*initial public offering,* en adelante IPO) es decir, aquel que por primera vez va a colocar valores al público, y por otra parte la colocación que efectúa una empresa que ya transa sus valores en los mercados bursátiles. Para facilitar la tarea a empresas ya conocidas por el público la SEC ideó el sistema conocido como *shelf registration* (registro de estante), que permite a ciertas empresas con un capital superior a US$ 75 millones, que ya transan sus valores públicamente, efectuar un procedimiento simplificado de registro (normalmente se usa para emisiones de bonos). Aquellas empresas que no califican para este tipo de registro deben cumplir con el procedimiento ordinario, el que en la práctica es menos exigente que para las empresas que participan por primera vez en una IPO. Existe además lo que se denomina la "mini declaración de registro" regida por la regulación A (resoluciones SEC, 251 a 263) para facilitar el registro de valores cuando la emisión es inferior a US$ 5.000.000.
La oferta pública inicial o IPO. Todo emisor interesado en efectuar una oferta pública de valores debe remitir a la SEC un RS. Tomando como punto de referencia dicho acto, el artículo 5 del acta de 1933 distingue claramente 3 etapas, a saber:

a) La etapa previa a la remisión de antecedentes (*pre-filing period*)
b) El período de espera (*waiting period*) y
c) El período de eficacia del registro (*post-effective period*).

[18] Sección 4.2 del acta de 1933.

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

Antes de entrar al análisis de cada una de estas etapas, diremos que la declaración de registro contiene: i) un prospecto y ii) información complementaria, firmas y documentos anexos.

El prospecto, definido en la sección 2 (a) (10)[19] debe contener toda la información relevante relativa al emisor (giro de la empresa, historial de negocios, naturaleza y características de los valores que se ofrecen al público, factores de riesgo, posición financiera, remuneraciones que se pagan a los administradores, principales accionistas, utilización del capital que se espera obtener, inclusive transacciones efectuadas por la empresa con sus administradores y/o accionistas (*self-dealing transactions*). Dicho documento es el que se utilizará como carta de presentación de la empresa a los inversionistas interesados y deberá hacérsele entrega de él a quienes adquieran los valores que se están colocando. Debe tenerse presente que por la naturaleza de este documento y dado el esquema de responsabilidad que contiene la legislación del mercado de valores en EE.UU., dicho documento se prepara pensando en la posibilidad de litigios, proyecciones excesivamente pesimistas acerca del éxito del emisor en el futuro normalmente no generarán responsabilidad sí, en cambio, proyecciones muy optimistas y sin ningún sustento serio (esto es lo que se conoce como un prospecto de sección 10 del acta de 1933)[20].

Cualquier otro documento escrito relativo a la oferta o venta de valores se puede considerar un prospecto, y si no cumple con los requisitos de la sección 10 puede dar lugar a responsabilidades.

De interés resulta destacar aquí que recientemente la SEC adoptó la resolución 421 b) y d) que exige la utilización de lenguaje ordinario (*plain English*) en la redacción de ciertas porciones del RS y el prospecto correspondiente. El propósito es eliminar la utilización del lenguaje denso y complicado que han hecho tradicionalmente del prospecto un documento abstruso. Se requiere, por ejemplo: voz activa, oraciones cortas, lenguaje común, presentación tabular de materias complejas, no utilización de jerga legal y se prohíbe la utilización de múltiples negativos.

a) La etapa previa. Previo a la remisión de la declaración de registro la oferta y venta de valores no registrados por parte del emisor está absolutamente prohibida. Venta es sinónimo de toda disposición por un precio (*disposition for value*). Sólo se permite al emisor

[19]Texto de la sección 2 (a) (10): "The term 'prospectus' means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security, except that (a) a communication sent or given after the effective date of the registration statement (other than a prospectus permitted under of section 10 of this title) shall not be deemed a prospectus if it is proved that prior to or at the same time with such communication a written prospectus meeting the requirements of section 10 of this title at the time of such communication was sent or given to the person to whom the communication was made, and (b) a notice, circular, advertisement, letter, or communication in respect of a security shall not be deemed to be a prospectus if it states from whom a written prospectus meeting the requirements of section 10 of this title may be obtained and, in addition, does no more than identify the security, state the price thereof, state by whom orders will be executed, and contain such other information as the Commission, by rules or regulations deemed necessary or appropriate in the public interest and for the protection of inventors, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, may permit".

[20] Véase más adelante los casos "In re Donald Trump Securities Litigation" y "Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores", en el primero proyecciones optimistas rodeadas de lenguaje de advertencia impidieron acoger la demanda, en el segundo lenguaje excesivamente pesimista que ahuyentó a eventuales inversionistas, tuvo el mismo efecto.

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

negociar y celebrar acuerdos con los denominados *Underwriters* y entre los diferentes *Underwriters* ligados al emisor. No se permiten recomendaciones de inversión por parte de terceros no involucrados en la oferta a menos que se trate de corredores de bolsa, siempre que la recomendación se haga en el curso regular de su giro y no se haya recibido compensación alguna a cambio de tal recomendación.

Underwriter (en adelante UW) en general es la firma o grupo de firmas que apoyarán al emisor en la colocación de sus valores en el mercado. Dependiendo del compromiso que adquieran para con el emisor, la operación de *underwriting* puede ser un "compromiso firme" (*firm commitment*) o de "mejores esfuerzos" (*best efforts*). En el primer UW se obliga a adquirir del emisor todos aquellos valores que no haya sido posible colocar en el mercado dentro de un cierto plazo (en tal caso el UW asume el riesgo de la no colocación). En el segundo, como su nombre lo indica sólo se obliga a hacer sus mejores esfuerzos para colocar tales valores, asumiendo el emisor el riesgo del fracaso en dicha empresa.

La elección del UW es de primera importancia, toda vez que el prestigio de éstos facilitará enormemente la colocación de los valores[21].

Para el acta de 1933 el concepto de UW es amplísimo (además de complicado), pues incluye "cualquiera persona que ha comprado de un emisor con miras a, u ofrece o vende por un emisor en conexión con, la distribución de cualquier valor, o participa o tiene participación directa o indirecta en cualquiera compromiso de tal naturaleza, o participa o ha participado directa o indirectamente en el *underwriting* o cualquier arreglo de esta naturaleza. Combinado con este concepto amplio de UW se encuentra el de emisor, que para estos efectos incluye no sólo al emisor propiamente tal sino también a cualquier persona (natural o jurídica) que controla al emisor o es controlada por éste o cualquiera persona bajo control común directo o indirecto con el emisor" (secc. 2 a.11)[22].

b) El período de espera. Corre desde que la declaración de registro es enviada a la SEC y hasta que el registro entra en efecto. En teoría la declaración de registro entraría en vigor automáticamente 20 días después de ser recibida por la SEC, período dentro del cual la SEC tiene 10 días para revisarlo y emitir, en caso de encontrar defectos, una orden denegando la posibilidad de que se haga efectiva. Puede también suspenderla una vez que la declaración se encuentra en efecto (*stop order*), o iniciar investigaciones administrativas antes o después de la fecha de efectividad[23]. Sin embargo, en la práctica la SEC raramente hace uso de tales facultades y el proceso de entrada en vigor se conduce de una manera informal a través del siguiente mecanismo:

[21] Dentro de las principales empresas que se dedican a las actividades de *underwriting* podemos destacar bancos de inversión como Goldman Sachs & Co., Merryl Lynch & Co. y J.P. Morgan Chase & Co.

[22] El texto de la sección 2 a) 11) es el siguiente: "The term 'underwriter' means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual and customary distributors' or sellers' commission. As used in this paragraph the term 'issuer' shall include, in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer".

[23] La materia está tratada en la Secc. 8 del acta de 1933.

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

La SEC revisa en forma selectiva la documentación que recibe de los emisores y los registros van entrando en vigor a discreción de este organismo. La SEC solicita a los interesados enmendar la declaración de registro todas las veces que sea necesario, a fin de contar en la práctica con el tiempo necesario para su revisión sin incumplir los plazos legales (puesto que el período de 20 días comienza a contarse de nuevo cada vez que los interesados introducen una enmienda a su declaración). Para cumplir con esto las empresas en registro introducen en su declaración una "enmienda dilatoria" (*delaying amendment*), la que tiene la virtud de crear el efecto que el emisor está continuamente enmendando su declaración de registro y por lo tanto retardando su efectividad. Una vez que la SEC ha hecho la revisión correspondiente "acelerará" la entrada en vigor de la declaración de registro. Un emisor renuente a seguir estos procedimientos informales se arriesga a que se le deniegue la posibilidad de registrarse, verse expuesto a una investigación administrativa o ser objeto de una orden de suspensión.

Durante el período de espera las ventas de títulos se encuentran prohibidas. Ofertas orales se permiten siempre que sean persona a persona o por teléfono. Una oferta de compra no puede ser aceptada hasta que la declaración de registro se encuentre en efecto. Como medio de publicidad se aceptan las "lápidas" (*tombstone ads*) y las denominadas "declaraciones identificatorias" (*identifying statements*) en las cuales sólo se admite la siguiente información: tipo de valor a ofrecer, su precio, los agentes de colocación e indicación de donde se puede obtener el prospecto correspondiente. En la declaración identificatoria se puede incluir además una descripción del giro de negocios de la empresa emisora.

Excepcionalmente se admite además solicitar ofertas de compra por escrito, siempre que dicha comunicación se acompañe por un prospecto y declarando que ninguna oferta de compra se puede aceptar hasta que la declaración de registro se encuentre en efecto.

c) El período de eficacia. Aquí sólo pueden efectuarse ofertas de valores por escrito si se acompañan o han sido precedidas por la entrega de un prospecto que cumpla los requisitos de la sección 10 del acta de 1933. Asimismo, la entrega de los valores ofrecidos no se puede efectuar si no se hace conjuntamente o precedida por la entrega de uno de estos prospectos. La obligación de entregar el prospecto varía en el tiempo dependiendo de quien efectúa la venta. Si se trata de ventas de valores efectuadas por el emisor la obligación permanece indefinida en el tiempo. Si se trata de ventas de un UW o corredor, hasta que su cuota de colocación original se haya agotado. Para los demás corredores (colocaciones secundarias) el plazo variará (entre 90 días para IPO, 40 días si no es primera colocación del emisor, 25 si la venta se hace a través de una Bolsa de Comercio y 0 días si se trata de una compañía sujeta a reportes periódicos). Tampoco existe obligación de entregar prospecto si se trata de una transacción secundaria efectuada bajo orden de un cliente (oferta no solicitada).

5. SISTEMA DE RESPONSABILIDADES

Las disposiciones básicas en esta materia son: sección 11, sección 12 (a) (1) y 12 (a) (2) del acta de 1933 y sección 10 (b) del acta de 1934 complementada ésta por la resolución 10 b-5 de la SEC.

a) Sección 11 cubre la responsabilidad por ofertas sujetas a registro y bajo el supuesto que se ha cumplido con dicho trámite. Se dice que ésta fue una de las disposiciones más controvertidas en su tiempo. Se dice que, aun cuando las predicciones de Wall Street de que

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

esta sección arruinaría el mercado para ofertas públicas de acciones resultaron ser exageradas, es esta la disposición que ha reformado en la práctica la forma en que ejecutivos, directores, UW, contadores y abogados desempeñan sus roles en materia de ofertas de valores sujetas a registro[24].

Es el típico caso de la compra a un precio determinado y la posterior baja de precio de los valores mobiliarios. Cualquier error u omisión "material" (de relevancia) en el RS o prospecto, voluntario o no, hará al emisor responsable por la pérdida provocada y solidariamente también a todos aquellos que se vieron envueltos en la preparación de estos documentos (abogados, UW, auditores, gerentes y administradores, etc.).

Se establece una responsabilidad objetiva para el emisor (en consecuencia, es irrelevante la existencia y prueba de culpa o dolo). Para los demás involucrados existe disponible una defensa de diligencia debida (*due dilligence*). Esta acción está sujeta a un plazo de prescripción[25] de un año contado desde el descubrimiento del error u omisión o tres años contados desde la fecha de la violación.

El demandante, en general, tendrá derecho a recuperar la diferencia entre el precio actual del valor mobiliario y el valor inicial en el que fue ofrecido al público (para efectos indemnizatorios es irrelevante si en algún momento los valores llegaron a cotizarse a un precio más alto, el límite de la responsabilidad será siempre el valor inicial ofrecido en la IPO).

Por ejemplo, digamos que el valor de cada título en la IPO era de $ 10, una vez iniciada la oferta y debido a especulaciones los valores llegan a cotizarse a $ 20, que es el precio que pagó el demandante. A poco andar se descubren importantes omisiones en el RS, los valores bajan a $ 1. Haciendo una gran simplificación, el perjudicado sólo podría demandar del emisor y demás responsables el pago de $ 9.

Uno de los casos más importantes referentes a la sección 11 lo constituye "Escott v. BarChris Construction Co."[26]. Se trataba aquí de una empresa que construía instalaciones de bochas (*bowling*). En el prospecto se exageró el ingreso neto de la compañía, se escondieron deudas, se supuso la existencia de contratos, no se declaró la existencia de préstamos a ciertos empleados de la compañía, etc. En él se condenó como co-responsables, conjuntamente con el emisor mismo, al gerente general, gerente de finanzas, abogado interno, ciertos directores y los UW, y la Corte revisó extensamente el significado de lo que es diligencia debida para cada uno de ellos, llegando a imponerse a quienes están en contacto más directo con la administración un estándar más alto de responsabilidad.

b) Sección 12 (a) (1) cubre la responsabilidad por ofertas de valores no registrados y no exentos de registro. Dicho de otro modo, estando el emisor obligado a registrar sus valores para hacer oferta pública de ellos, no cumplió con dicho trámite. La sanción es la rescisión de la compra o indemnización de perjuicios si el demandante ya no tiene los valores en su poder. La prescripción es aquí de 1 año contado desde que se cometió la violación.

c) Sección 12 (a) (2). Complementa la sección 11, pues aquí se cubre la oferta públi-

[24] Palmiter, p. 164.
[25] Estatuto de limitación (*statute of limitations*), como se conoce en el sistema anglosajón.
[26] 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968).

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

ca de valores (exentos o no de registro) cuando se ha usado un prospecto o RS falso o en el cual existen omisiones relevantes de información. Siguiendo a Cox y otros, diremos que teniendo en cuenta que muchas ofertas de valores mobiliarios no están sujetas a la obligación de registro, las protecciones que otorgan las secciones 11 y 12 (a) (1) sólo cumplen parcialmente la meta de proteger al público de fraudes en la distribución de valores mobiliarios. Para llenar este vacío en la responsabilidad de los emisores hacia los inversionistas fue creada la sección 12 (a) (2) que permite rescindir las transacciones en que se ofrecieron o vendieron valores usando un prospecto o declaraciones falsas conducentes a error. Aquí, a diferencia de la sección 11, "falta de conocimiento" y "diligencia debida" son defensas[27].

d) Sección 10 b y Resolución 10 b-5. Sección 10 b si bien está situada en el acta de 1934 es tan amplia que frecuentemente se utiliza como fundamento de la responsabilidad de los emisores en IPOs. La resolución 10 b-5 de la SEC complementa la primera y le da efectividad. Aquí se prohíbe a toda persona el uso directo o indirecto de las instalaciones del comercio interestatal, el correo o cualquier otro mecanismo o el uso de una bolsa nacional de comercio para:

i) emplear cualquier esquema, mecanismo o artificio para defraudar;
ii) hacer cualquier declaración falsa u omitir un hecho de relevancia que haga una declaración en su contexto conducente a error;
iii) involucrarse en cualquier acto, práctica o negociación que opere o podría operar como un fraude o engaño contra cualquier persona en conexión con la compra o venta de cualquier valor mobiliario.

Como ya se adelantó, estas disposiciones son de una amplitud tal que en la práctica gran parte de los juicios en que se persigue la responsabilidad civil por fraudes relativos a valores mobiliarios se persiguen a la luz de ellas, generándose en consecuencia una abundante jurisprudencia sobre el particular.

Aquí citaremos por ejemplo "In re Donald J. Trump Securities Litigation" fallada por la Corte de Apelaciones del tercer circuito federal, en donde se rechazó una demanda por fraude aduciendo que el prospecto, si bien contenía una proyección optimista de las utilidades de un proyecto (literalmente el prospecto señalaba que "la sociedad gestora creía que el casino a construir generaría utilidades suficientes para cubrir el servicio de la deuda en capital e intereses"), ella estaba rodeada de lenguaje advirtiendo de los riesgos involucrados en la inversión (lo que se conoce como *beskpeaks cautionary language doctrine*). Esta doctrina se encuentra en oposición a la de los "hechos ocultos" (*buried facts doctrine*), según la cual de nada sirve el lenguaje de advertencia de los riesgos de una inversión si tales advertencias se encuentran "ocultas" entre otros tantos datos, de tal manera que no es fácil percatarse de su existencia.

Otro caso importante en esta área es "Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores"[28] en donde la Corte Suprema rechazó una demanda aduciendo que los demandantes no eran

[27] *Securities Regulation, Cases and Materials,* Jamex Cox, Robert Hillman, Donald Langevoort. 2ª Ed. Aspen Publishers Inc. 1997, Nueva York, EE.UU. p. 626.
[28] 421 U.S. 723 (1975).

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

sujetos activos protegidos por tal disposición, pues no eran compradores o vendedores de los valores cuestionados (aquí se resuelve un problema de quienes tienen *locus standi* bajo la resolución 10 b-5, reafirmándose la regla conocida como *"Birnbaum Rule"* que ya existía en este sentido en cortes inferiores). En la especie, los demandantes se abstuvieron de comprar estos valores que en definitiva resultaron ser de un valor superior al ofrecido, basándose en proyecciones excesivamente pesimistas del prospecto.

Otro factor importante en esta figura es la influencia que debe haber tenido respecto del afectado la información fraudulenta o engañosa (lo que se llama *reliance*). Este elemento en principio debe ser probado por el demandante. En la práctica la jurisprudencia ha llegado a limitar el *onus probandi* que recae sobre el demandante, sosteniendo que la prueba de dicho conocimiento no es necesaria cuando lo que se discute es la omisión de información relevante (Affiliated UTE Citizens v. United States[29]). Asimismo el demandante no necesitará probar esta influencia cuando se ha cometido un fraude en el mercado (*fraud on the market*) respecto de valores que son públicamente transados ("Basic Inc. v. Levinson"[30]). El razonamiento aquí está basado en la teoría o hipótesis de los mercados eficientes. Si se parte de la base que el precio de un valor mobiliario refleja la información disponible en los mercados respecto de un emisor y que los inversionistas asumen que tal información es correcta y adecuada, si en definitiva esta información resulta ser falsa, el inversionista perjudicado habrá sido influido por tal información al momento de tomar su decisión de invertir, sea que la haya conocido realmente o no. Se genera una especie de presunción en el sentido que el inversionista supuso que el valor de mercado de tales valores tenía incorporada la información disponible relativa a esos valores y que dicha información era veraz.

6. CONCLUSIONES

A modo de conclusión señalaré cuáles son, a mi juicio, las razones que han llevado al mercado bursátil de los Estados Unidos a ser tan exitoso.

El sistema de regulación del mercado de valores en Estados Unidos se caracteriza por utilizar conceptos básicos extensivos, a fin de incluir en su espectro situaciones que de seguir sólo el concepto tradicional quedaría fuera de la esfera de su regulación (por ejemplo prospecto, valor, UW). La finalidad es extender la protección a inversionistas a fin de que éstos se sientan confiados a invertir en el mercado de valores impidiendo, de este modo, que los emisores busquen válvulas de escape más allá de las que la ley autoriza para evadir la legislación bursátil. Recordemos que en Estados Unidos cerca de un 50% de la población maneja inversiones bursátiles, sin considerar la inversión indirecta que se hace a través de inversionistas institucionales. Esto asegura una constante inyección de capital a la industria.

El costo de someter valores a registro es altísimo, tanto así que se llega a plantear el problema si tanta salvaguardia puede llegar a convertirse en un freno a la actividad económica. A fin de limitar en la práctica esta visión extensiva y conciliar los intereses de los inversionistas con los de las empresas que buscan capital, la SEC ha emitido varias resoluciones que proporcionan los denominados *safe harbors* (bahías seguras), diseñados principal-

[29] 406 U.S. 128 (1972).
[30] 485 U.S. 224, 239 n. 17 (1988).

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

mente para proteger transacciones exentas. Concretamente, señalan los requisitos que los emisores deben cumplir a fin de ampararse en tales extensiones, ante situaciones que en la práctica pudieran prestarse para dudas. La presencia de uno de estos *safe harbors* no excluye la posibilidad que un emisor, no obstante no cumplir en la práctica los requisitos que señala la SEC en la correspondiente resolución, pueda actuar sin sujeción a los requisitos de exclusión que contiene un *safe harbor* específico, y no obstante escapar de la regulación bursátil. En tal caso, se verá mayormente enfrentado al riesgo de ser demandado, sea por particulares o por la SEC y serán en definitiva los tribunales quienes determinarán si el emisor cumple o no los requisitos legales para excluir o eximir su transacción de la normativa de valores.

Lo anterior está referido al punto de vista normativo. Desde el punto de vista práctico, creo que lo que ha llevado al mercado bursátil estadounidense a ser el más grande del mundo son, entre otros, los siguientes factores:

1. Organos de administración eficientes y eficaces (léase la SEC);
2. Sistema de justicia sólido, con un conocimiento adecuado del tema, uniforme en sus decisiones (en este caso no hay que perder de vista que de allí prima el principio *"stare decisis et non quita movere"* o del valor vinculante del precedente judicial) y con una visión extensiva de su jurisdicción;
3. Sistema eficaz en la imposición de sanciones;
4. Tipos de responsabilidad civil amplios y efectivos (particularmente sección 11 del acta de 1933 y sección 10 b y 10 b-5 del acta de 1934);
5. El sistema de litigación que se utiliza permite (y de hecho incentiva) a los privados (y particularmente a los abogados) a buscar en el sistema judicial el cumplimiento de la normativa bursátil (a través de las denominadas *class actions* o acciones colectivas).

Los elementos anteriormente mencionados permiten crear un efecto disuasivo fuerte en los actores del sistema, efecto que los propios tribunales han denominado *in terrorem* de la legislación bursátil.

Además de los factores antes mencionados debe tenerse en cuenta: la larga tradición histórica del mercado estadounidense; la autorregulación eficiente y eficaz de los actores, principalmente bolsas de comercio; y por último, pero no menos importante que lo ya enunciado, la atomicidad de la propiedad de empresas y el alto dinamismo en su control. Día a día se ve allí cómo empresas o grupos económicos que lanzan ofertas públicas de acciones (*tender offers,* OPAs en Chile) por otras empresas cuya propiedad se encuentra altamente desconcentrada, llegan a poseer parte importante de la propiedad, pero pronto el dinamismo de la economía y los consiguientes requerimientos de capital obligan a la emisión de nuevas series accionarias, llegando poco a poco a diluirse este control, volviendo nuevamente el premio por el control de la empresa a quedar en manos del público en general. El problema que enfrenta Chile en su mercado accionario es que la participación que se transa en los mercados es generalmente residual, el control por el premio prácticamente no existe desde un tiempo hasta ahora, lo que quita dinamismo a las transacciones bursátiles.

No digo que el sistema bursátil estadounidense sea perfecto: los litigios por pérdidas de valor de acciones y bonos ordenan pagar millonarias indemnizaciones, los abusos a que se llegó con la litigación privada llevaría a la aprobación en 1995 de la "Private Securities Litigation Reform Act" que tenía por objeto limitar las prácticas abusivas en esa área, la

Artículo: El mercado de valores mobiliarios en los Estados Unidos de América
Revista: Nº207, año LXVIII (En-Jun, 2000)
Autor: Omar Morales Carrasco

REVISTA DE DERECHO
UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN
ISSN 0303-9986 (versión impresa)
ISSN 0718-591X (versión en línea)

Asociación Nacional de Corredores de Valores (NASD) fue objeto de censura por parte de la SEC y tuvo que pagar una millonaria suma por prácticas ilegales que distorsionaban el precio de los valores bursátiles y de comisiones, la Bolsa de Valores de Nueva York fue demandada por prácticas monopólicas en los años setenta, etc. Sin embargo, el sistema en general funciona y es capaz de atraer un flujo constante de inversionistas tanto locales como extranjeros, asegurando un alto dinamismo en la economía.

BIBLIOGRAFIA:

James Cox, Robert Hillman, Donald Langevoort, *Securities Regulation, Cases and Materials*, 2ª Edición, Aspen Law & Business Nueva York, EE.UU. 1997.
James Cox, Robert Hillman, Donald Langevoort, *Securities Regulation, Cases and Materials,* Suplemento 2000. Aspen Law & Business, Nueva York, EE.UU. 2000.
Alan Palmiter, *Securities Regulation, Examples and Explanations,* Aspen Law & Business, Nueva York, EE.UU. 1998.
Richard Jennings, Harold Marsh Jr., John Coffee Jr., Joel Seligman, *Federal Securities Laws, Selected Statutes, Rules and Forms,* Edition 2000. Foundation Press, Nueva York, EE.UU. 2000.
Dictionary of Finance and Investment Terms. 5ª Edición, Barron's Educational Series Inc. EE.UU. 1998.