

# **LAS PRIMERAS CRISIS FINANCIERAS DEL SIGLO XXI: DE LA FLEXIBILIZACIÓN A LAS NUEVAS REGULACIONES.**

**Mg. Mario Luis Perossa**

Universidad de Buenos Aires

[marioperossa@yahoo.com.ar](mailto:marioperossa@yahoo.com.ar)

**L.E. Damián Sergio Díaz Uberman**

Universidad de Buenos Aires

[ddiazuberman@hotmail.com.ar](mailto:ddiazuberman@hotmail.com.ar)

**Est. L. A. Pablo Waldman**

Universidad de Buenos Aires

[wallynet@gmail.com](mailto:wallynet@gmail.com)

## **Resumen:**

A fines del siglo pasado los EEUU vivió una época de florecimiento económico y explosión financiera que requirió -y obtuvo- el respaldo del Congreso para la derogación de la Ley *Glass-Steagall* a través de la sanción de la Ley *Gramm-Leach-Bliley*, seguida por otra norma conocida como Regulación FD (*Fair Disclosure*), con la intención que la mayor información resultaba suficiente.

La historia inmediata daría cuenta que leyes basales como la derogada deben ser sustituidas por otras mas acordes a los avances que se producen en la tecnología que terminan modificando las conductas de las sociedades, pero que el espíritu de las mismas se debe preservar ya que a lo que apuntan es a la defensa de los intereses de los inversores y demás *stakeholders* de las organizaciones.

## **Abstract:**

In the last decade of the past century, the United States experienced an economic boom and financial expansion that required –and obtained – the backing of congress to repeal the Glass-Steagall Act through the Gramm-Leach-Bliley Act, followed by the FD (Fair Disclosure) regulation signaling that more information offered enough safety.

The immediate consequences would reveal that while fundamental laws as the Glass-Steagall act must be replaced with others more suited to the technological advances that end up modifying the behavior of society, the spirit of them must be preserved because they provide safety to investors and all other stakeholders of financial organizations.

### **Palabras Clave:**

Desregulación, Regulación de la Divulgación Justa, caso WorldCom, ley *Sarbanes-Oxley*.

### **Key words:**

Deregulation, Fair disclosure regulation, Worldcom scandal, Sarbanes-Oxley.

**Clasificación JEL: G01, G28, N22, N44.**

### **Introducción:**

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.

### **Los antecedentes**

#### **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.

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.

## 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 experimentó 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.

## 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”<sup>1</sup>.

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”<sup>2</sup>.

En esencia, las principales características de la derogada ley 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.

---

<sup>1</sup> 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

<sup>2</sup> Furlong Fred, “The Gramm-Leach-Bliley Act and Financial Integration” FRBSF Economic Letter 2000-10; March 31, 2000. Federal Reserve Bank of San Francisco.

- 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”<sup>3</sup>

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

---

<sup>3</sup> 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.

nombre de la modernización olvidar las lesiones del pasado, la seguridad y la viabilidad”<sup>4</sup>

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.

### **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,

---

<sup>4</sup> Cyrus Sanaty, 10 years later, Loking at Repeal of Glass-Steagall, November 12, 2009, The New York Times.



- 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, entendiendo 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.

### *Regulation 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”<sup>5</sup>

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

---

<sup>5</sup> Zitzewitz Eric (2002) “Regulation Fair Disclosure and the Private Information of Analysts”, Stanford Graduate School of Business.

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), ésta 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."<sup>6</sup>

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

---

<sup>6</sup> Shyam V. Sunder (2002) "Investor Access to Conference Call Disclosures: Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry" Northwestern University

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:

### **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 estas 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”<sup>7</sup>, 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.

---

<sup>7</sup> Gomes, Gorton, Madureira (2004) “SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital” Working Paper 10567 National Bureau of Economic Research.

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.

## 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”<sup>8</sup>

#### 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.

### **Los fraudes contables: el caso WordCom**

WorldCom, una de las empresas mas grandes de telecomunicaciones de los años 90, admitió en 2002 la existencia de un enorme fraude contable que luego terminó transformándose en uno de los mayores escándalos financieros producidos en los EEUU., cuando se descubrieron irregularidades por aproximadamente U\$S 3.800 millones.

Las bolsas del mundo cayeron luego de conocerse semejante fraude, la empresa, que también era investigada por la SEC, había anunciado ganancias

---

<sup>8</sup> 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.

de U\$S 1.400 millones en 2001 y de U\$S 797 para el primer trimestre de 2002, pero luego confirmó correcciones y en ambos periodos reflejó pérdidas para transformándose luego en una de las mayores rectificaciones contables producida en la historia de las empresas de los EEUU.

En la cotización de la acción en la bolsa era posible observar el camino recorrido por la empresa WorldCom, que va desde más de U\$S 60 cotizado en 1999 hasta los aproximadamente de U\$S 0,20 en 2002.

La operación fraudulenta llevada a cabo por WorldCom con la connivencia de su auditor, era la de registrar gastos operativos como inversiones de capital por valor de U\$S 3.060 millones en 2001 y de casi U\$S 800 millones en el primer trimestre de 2002 provocando que los analistas financieros estimen un flujo de caja superavitario que no era real de la compañía, haciéndola ver con una fortaleza que no era tal, provocando que los analistas mejoren las perspectivas optimistas sobre la empresa, aumentando como corolario el valor de mercado de la acción.

Arthur Andersen fue la empresa encargada de auditar los Estados Contables de WorldCom, siendo acusada de cooperación y encubrimiento en el fraude; pero Arthur Andersen también fue acusada de destruir miles de documentos pertenecientes al conglomerado energético Enron, otra empresa que también lideró los escándalos financieros por fraudes contables y a quien también auditaba al tiempo de la declaración la quiebra del gigante energético.

Para mayo de 2003, WorldCom, la segunda telefónica de los EE UU y la protagonista del mayor fraude financiero de la historia por aumentar incorrectamente sus ingresos en 11.000 millones de dólares, pactó con la Comisión del Mercado de Valores de EE UU (SEC) una multa de 500 millones de dólares, la cual fue pagada a los accionistas como mecanismo de compensación de parte de las pérdidas causadas, siendo la mayor sanción impuesta por la SEC a una compañía.

Si bien los U\$S 500 millones fue la mayor multa impuesta por la SEC, luego impuso sanciones por valor de U\$S 1.400 millones a una decena de bancos en concepto de multas, indemnizaciones y otras partidas similares por conflictos de intereses de sus analistas. De hecho, Salomon Smith Barney, la banca de negocio de Citigroup pagó U\$S 400 millones, de los cuales fueron U\$S 150 millones de multa y el resto correspondiente a otras partidas.

Los bancos que llegaron al acuerdo fueron el ABN AMRO, quien asumió abonar 278,4 millones de dólares; Mitsubishi Securities International, que se comprometió con 75 millones; BNP Paribas Securities con 37,5 millones de dólares; y Mizuho International con 37,5 millones.

WorldCom, protagonista en julio de 2002 de la mayor suspensión de pagos en la historia de Estados, admitió que las pérdidas reales sufridas fueron de U\$S U\$S 15.600 millones en 2001 y U\$S 9.200 millones en 2002.

Mas tarde volvió a negociar con sus clientes el Citigroup, ocasionando el mayor desembolso con un total de U\$S 2.575 millones, el Bank of America con U\$S 460,5 millones pagados el 3 de marzo de 2002; un día después hacían lo propio Lehman Brothers, UBS, Goldman Sachs y Credit Suisse First Boston, que pagaron en total mas de U\$S 100 millones.

El banco de inversiones estadounidense JP Morgan Chase, la segunda institución financiera de EE UU, resolvió compensar con U\$S 2.000 millones a los inversores afectados por la quiebra de la telefónica, de la que su fundador Bernard Ebbers fue declarado culpable.

JP Morgan cierra así la abultada lista de compensaciones pagadas por los bancos implicados en la venta masiva de bonos de WorldCom antes de que se produjera su colapso, que asciende a 6.000 millones de dólares. Ninguna de las entidades reconoce o niega haber participado en la trama financiera, pero así evitan que su caso sea llevado a los tribunales.

### ***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 perdidas mas rápido que las ganancias” y “un incremento generalizado en las políticas conservadoras para reportar resultados financieros”<sup>9</sup>

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”.<sup>10</sup>

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

---

<sup>9</sup> 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.

<sup>10</sup> Roberta Romano, 2004, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, ECGI Working Paper No. 52/2004

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.

También 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”<sup>11</sup>.

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”<sup>12</sup>

La 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”.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> John C. Coffee, Jr. 2002 Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid Working Paper No. 207 Columbia Law School

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> Weii, Mcvay, (2005) “The Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control after the Sarbanes-Oxley Act, Accounting Horizons, Volume 19 Number 3

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 Auditoría 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 también 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 destinados 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 está 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 u 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-emitar 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 temporariamente, 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. Penalidades 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.

### **Conclusión:**

Los mercados financieros requirieron, a fines de los años noventa y principios del nuevo siglo, una libertad de movimiento acorde con los avances tecnológicos provistos por las nuevas tecnologías de la información, lo cual significaba levantar las trabas al intercambio de bienes y servicios entre las naciones y la libre circulación del capital financiero sin límites fronterizos y con la velocidad de las transacciones financieras que cada vez se apoyan mas en internet, permitiendo transferir cuantiosas sumas de dinero u otros activos financieros en cuestión de segundos entre un mercado y otro.

La respuesta dada, básicamente la eliminación de la ley *Glass-Steagall* a través de la sanción de la Ley *Gramm-Leach-Bliley*, permitió dar respuestas adecuadas a los reclamos, especialmente de los grandes bancos que se sentían rezagados respecto a la banca internacional.

Pero fue precisamente la falta de una nueva reglamentación que reemplace el espíritu de la ley derogada la que permitió las operaciones que ocasionaron los mayores fraudes financieros en toda la historia de los Estados Unidos, quienes

luego debieron volver a regular muchas de las cuestiones que no se planteó la Ley *Gramm-Leach-Bliley* en su momento.

## **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.

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.

Caggiano 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.

Furlong 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 N° 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.

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

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

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.

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.

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

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.

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

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,

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

