

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**  
**ESCUELA DE POSGRADO**



**Inversión en American Depositary Receipts (ADRs), y la Protección a los  
Inversionistas después de Morrison**

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN PARA OPTAR EL GRADO  
ACADÉMICO DE MAGÍSTER EN DERECHO BANCARIO Y  
FINANCIERO**

**AUTOR**

Ruth Milagros Delgado Yana

**ASESOR:**

Lilian Del Carmen Rocca Carbajal

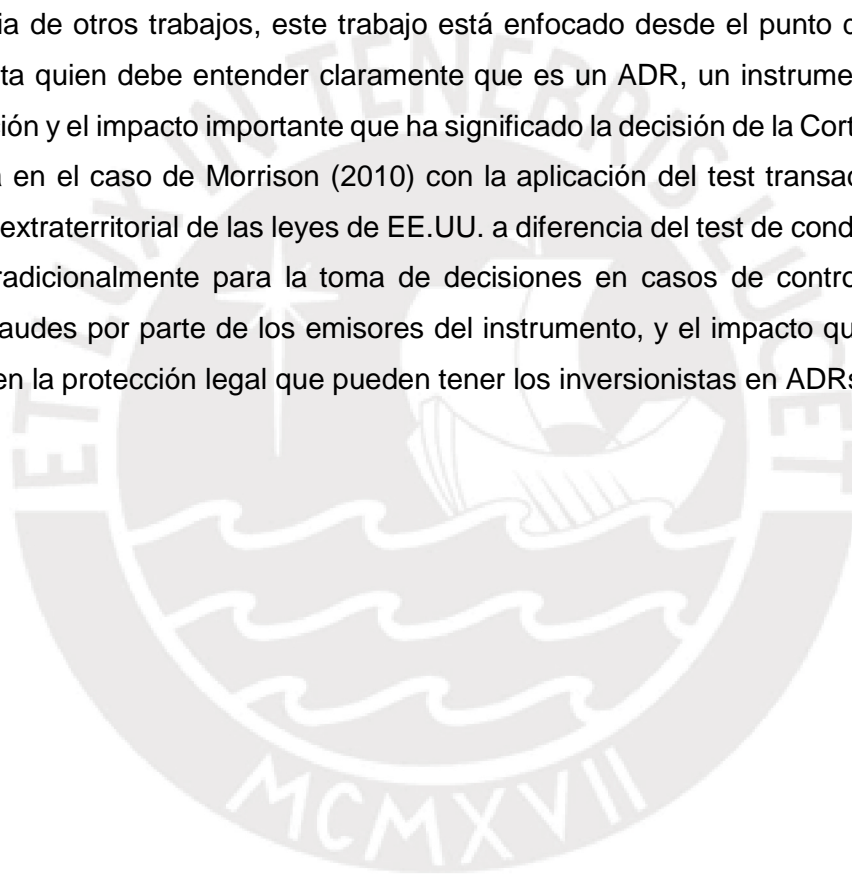
Junio, 2018

## RESUMEN

En los últimos años las emisiones de ADRs por parte de compañías localizadas fuera de EE.UU han tenido un incremento importante, a inicios de la década 2000 existían aproximadamente 1500 programas de ADRs negociando en EE.UU., en un informe, de JP Morgan, actualizado a septiembre del 2017 existen 3629 programas de ADRs de 89 diferentes países.

Este crecimiento se explica también por el incremento en la demanda por parte de los inversionistas quienes ven a estos instrumentos como una oportunidad para diversificar sus portafolios de inversión.

A diferencia de otros trabajos, este trabajo está enfocado desde el punto de vista del inversionista quien debe entender claramente que es un ADR, un instrumento que no es una acción y el impacto importante que ha significado la decisión de la Corte Suprema Americana en el caso de Morrison (2010) con la aplicación del test transaccional y la aplicación extraterritorial de las leyes de EE.UU. a diferencia del test de conducta efecto aplicado tradicionalmente para la toma de decisiones en casos de controversias de posibles fraudes por parte de los emisores del instrumento, y el impacto que Morrison ha tenido en la protección legal que pueden tener los inversionistas en ADRs .



## INDICE

Carátula .....	i
Resumen .....	ii
Índice.....	iii
I. Introducción .....	1
II. Desarrollo del Mercado American Depositary Receipts (ADRs) .....	5
III. Análisis de American Depositary Receipts (ADRs) .....	8
1. American Depositary Shares.....	9
2. American Depositary Receipts (ADRs).....	9
3. Emisión de ADRs sin patrocinio (unsponsored ADRs) .....	9
4. Emisión de ADRs con patrocinio (sponsored ADRs) .....	10
4.1. Emisión ADRs Nivel I .....	11
4.2. Emisión ADRs Nivel II .....	12
4.3. Emisión ADRs Nivel III .....	13
4.4. Emisión ADRs Regla 144A .....	14
IV. Protección Anti Fraude para Inversionistas en ADRs previo a Morrison.....	19
1. Aplicación del SEA y la Extraterritorialidad en Casos de Fraude en EE. UU....	20
2. Casos Base para la aplicación de los test de Conducta y Efecto .....	20
2.1 Schoenbaum v. Firstbrook (Shoenbaum).....	21
2.2 Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell (Leasco).....	21
2.3 Bersch v. Drexel Firestone (Bersch).....	22
2.4 IT v. Vencap (Vencap) .....	23
3. Test de Conducta .....	24
4. Test de Efecto .....	25
V. Protección Anti Fraude para Inversionistas en ADRs después de Morrison .....	25
1. Caso Morrison v. National Australia Bank Limited .....	25
2. La Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor – Dodd-Frank.....	27
3. Situación de la Protección a los Inversionistas en ADRs en el año 2017 .....	28
3.1 Caso de TOSHIBA Corporation .....	29
VI. Evaluación .....	31
1. ADRs con patrocinio (sponsored ADRs).....	32
2. ADRs sin patrocinio (unsponsored ADRs).....	32
3. ADRs en el Contexto de las Leyes de Perú.....	33
VII. Conclusiones .....	34
Referencias .....	36

# Inversión en American Depositary Receipts (ADRs) y la Protección a los Inversionistas después de Morrison

## I. Introducción

En los últimos años y debido a la globalización y el mayor desarrollo de la internet, cada vez se hace más sencillo para los inversionistas a nivel global invertir en instrumentos de mercados desarrollados, no sólo porque ofrecen un mercado más eficiente y líquido sino también porque aporta una mejora en la construcción de portafolios haciéndolos cada vez más diversificados, en esta línea uno de los mercados de capitales más importante tanto para inversionistas así como emisores es el mercado de EEUU.

Para los emisores este mercado es atractivo debido a la gran confluencia de diferentes tipos de inversionistas dispuestos a asumir un espectro más amplio de niveles de riesgo según un informe de Bank of New York Mellon a noviembre de 2016 existían en EEUU 3,629 programas de ADR (Bank of New York Mellon - BNY, 2017), para los inversionistas las bolsas americanas tanto en mercados organizados, así como también en mercado OTC (*over the counter* o mercados al mostrador) se tornan cada vez más atractivos y de fácil acceso debido al desarrollo entre otros de la ECN (*Electronic Communication Network*): un sistema automatizado que combina órdenes de compra y venta de valores y conecta a las principales corredoras de bolsa e inversionistas para que puedan comerciar directamente entre ellos sin pasar por un intermediario y hacer posible que los inversores en diferentes ubicaciones geográficas realicen negociaciones de compra y venta de valores de forma rápida y fácilmente entre sí.

La expectativa de un nivel de protección, legal y regulatorio lo suficientemente sólido para proteger al inversionista por problemas de asimetría de información o fraudes por parte de los emisores, son factores muy relevantes a la hora de tomar decisiones de dónde invertir y ese nivel de mayor protección tiene una relación directa con los rendimientos de los activos (Basak, Chabakauri, & Yavuz, 2017).

En este contexto los ADRs representaron en el año 2016 2.7 Trillones de dólares en negociaciones, un 9% de la negociación promedio anual del NYSE. (Bank of New York Mellon - BNY, 2017).

Los ADRs son una forma aparentemente sencilla de negociar activos de diferentes países, regiones sin necesariamente tener todos los riesgos que implica este tipo de inversiones, por ejemplo, el tener que conocer la regulación de mercado de valores de cada uno de los países donde las acciones de la empresa en la que se desea invertir se

encuentran registradas, al invertir en un ADR el instrumento así como los flujos de caja que generé están nominados en dólares, el comprar un instrumento en una bolsa que tiene un volumen de negociación diario que supera los 4.5 billones de dólares en promedio implica para el inversionista una importante disminución del riesgo de liquidez y una disminución en los costos de transacción comparado con lo que podría implicar comprar las acciones de esa misma compañía en la bolsa de origen.

Todos estos beneficios de invertir en instrumentos que cotizan en un mercado desarrollado como el de EE. UU. tienen unas premisas base: la seguridad legal respaldada en la regulación de los instrumentos que son emitidos para negociación en las bolsas de EE. UU. y la protección en caso de fraude contra el inversionista, ambas premisas están respaldadas en el Exchange Act (1933) Security Exchange Act (1934).

A nivel internacional, existe jurisprudencia que pone en claro que no hay un consenso sobre si los ADRs otorgan a los tenedores de estos instrumentos derechos de propiedad respecto a la empresa o si solo otorgan derechos sobre los flujos que generen estos instrumentos (derechos económicos) y esta falta de consenso ha generado debate por ejemplo respecto a la aplicación de impuestos a las ganancias de capital y los flujos de caja que generan los ADR, este debate se hizo muy notorio en el año 2011, en el caso de los ADRs de la empresa HSBC y el HMRC (Her Majesty's Revenue and Customs) de Inglaterra; al final el caso fue resuelto por el FTT (First-Tier Tribunal (Tax) en el debate, para tomar una decisión final el FTT escucho las opiniones de expertos de EE.UU así como de Inglaterra y estos coincidieron que bajo los acuerdos los tenedores de ADR recibieron sustancialmente los mismos derechos económicos que los accionistas, pero discreparon sobre si los tenedores tenían un interés beneficioso en las acciones subyacentes. La opinión del experto de HMRC fue que el titular de un ADR no tenía intereses de propiedad sobre las acciones subyacentes y las garantías. (Sullivan & Cromwell LLP, 2012)

Al no estar claro este concepto se generan potenciales conflictos en lo referente a los rendimientos de los activos, la tributación y hasta la aparente protección que tiene un inversionista que adquiere estos instrumentos en la bolsa de EE. UU.

Un ADRs no es una acción, es un certificado negociable, emitido por un banco depositario que evidencia la propiedad de las acciones en un *american depositary share* (ADS), que a su vez representa un interés en las acciones de una compañía organizada

fuera de los EE.UU. por tanto estos certificados de depósito son emitidos por bancos depositarios, el más importante emisor de ADRs es BNY Mellon.

Históricamente en los casos de controversias que involucraban ADRs y al ser instrumentos emitidos en los EE.UU el Segundo Circuito de Cortes de Apelaciones de Estados Unidos desde 1960 desarrolló una línea de análisis para la toma de decisiones en casos de controversias en los que estaban involucrados los ADRs, y aplicaron para estos casos los test de conducta y efecto esto implicaba que pese a que el ADR no es una acción por tanto la empresa directamente no está involucrada en el emisión del certificado de depósito, el emisor ha sido el banco sponsor, y si la empresa incurriera en algún acto de fraude que genera perjuicio al inversionista, la empresa localizada fuera del territorio de EE.UU debía resarcir, si era encontrada culpable, a los inversionistas en caso de fraude, esto implica por tanto una extraterritorialidad en la aplicación del Exchange Act (EA) y del Security Exchange Act (SEA).

Toda esta seguridad ha entrado en discusión a partir del año 2010, y se ha generado un debate respecto a si los ADR proporcionan a los inversionistas la misma protección legal que si invirtieran directamente en acciones u otro instrumento financiero de una entidad localizada en EE.UU.

En el año 2010, la corte suprema americana emitió una resolución en el caso de Morrison contra National Australia Bank y desarrolló un análisis respecto a la teoría de si los ADRs eran activos similares a una acción o si no lo eran.

En dicho análisis la corte suprema determinó que, al ser los ADRs emitidos por el banco depositario y no por la compañía, National Australia Bank, los inversionistas no estaban protegidos por el Exchange Act, Sección 10(b), por tanto, no podían presentar una acción de clase si sentían que National Australia Bank había cometido algún fraude. En este caso la corte no se pronunció respecto a si existía o no fraude lo que analizó era si tenía competencia para pronunciarse en un caso que afectaba a una compañía localizada en Australia y unos inversionistas localizados en EE. UU (Morrison et al. versus National Australia Bank Ltd. et al. Certiorari To The United States Court Of Appeals For The Second Circuit, 2010)

Después que el caso Morrison sentara un precedente, no sólo en el caso de los ADRs, sino también para otros instrumentos como por ejemplo los bonos, swaps entre otros, se han ido dando algunos otros fallos, pero ninguno ha sido contundente para cambiar lo dicho por la corte suprema, la no aplicación de la extraterritorialidad de la Security Exchange Act, dejando de lado los test de conducta efecto.

Así posteriormente, en el año 2016, se presentó una acción de clase contra la empresa japonesa Toshiba, empresa que manipuló sus estados financieros durante años y recién en el año 2016 se descubrió; los inversionistas que compraron *unsponsored* ADRs iniciaron este proceso, el 20 de mayo de 2016 una corte de California desestimó el caso utilizando una vez más la línea de decisión en base a Morrison, la no extraterritorialidad de la Security Exchange Act, por tanto los inversionistas que compraron en EEUU *unsponsored* ADRs de TOSHIBA deberían iniciar cualquier proceso en contra de la compañía en Japón. (Mark Stoyas and Others v TOSHIBA Corporation, 2016)

Los diferentes trabajos de investigación que se desarrollan respecto a los ADRs están principalmente enfocados desde el punto de vista del emisor, probablemente por que históricamente los ADRs fueron tratados en casos de controversias como si fuesen una acción, de allí que los inversionistas tiendan a asumir que invertir en un ADR es como invertir en una acción lo que indica un sesgo de representatividad como lo llama las finanzas conductuales (*Behavioral and Finance*), un ADR no es una acción; es por esta razón que este trabajo pretende analizar que es un ADR, indicar claramente la diferencia del certificado de depósito y una acción y las implicancias legales, después del fallo de la corte suprema americana en el caso de Morrison (2010) que generó un cambio drástico respecto al análisis que se usaba para resolver controversias.

Hasta antes del año 2010 se utilizaba para resolver controversias, que involucraban entre otros a los ADRs con sponsor o sin sponsor, los test de conducta y el test de efecto principalmente, en el fallo en el caso de Morrison, la corte suprema de EE.UU. generó un drástico cambio al dejar de lado los test de conducta y efecto y utilizar "Test Transaccional" en este test es relevante quien es el emisor y si la corte de EE.UU. tiene jurisdicción para pronunciarse respecto a una controversia en caso el emisor este localizado fuera de los EE.UU, en caso las cortes americanas indiquen que no tienen jurisdicción para resolver una controversia, obligaría a los inversionistas a iniciar los procesos legales en el país donde está localizado el emisor con las implicancias que ello genere, por ejemplo en el año 2008 dos empresas brasileñas, Sadia S.A y Aracruz Celulose S.A. cuyos ADRs negociaban en EE.UU sufrieron billones de dólares en pérdidas producto de una inesperada devaluación del real brasileño, los inversionistas iniciaron procesos en EE.UU y en Brasil debido a que estas pérdidas fueron producto de un exceso de exposición al dólar a diferencia de la posición conservadora que las empresas indicaron que tendrían como política en los informes emitidos a los inversionistas tanto en Brasil como a los tenedores de ADRs en EE.UU, el resultado final fue: los inversionistas en ADRs que iniciaron procesos en una corte de EE.UU.

recibieron indemnizaciones de 27 millones de dólares y 35.5 millones de dólares respectivamente, en contraste, los inversionistas que compraron acciones de las dos compañías en Brasil e iniciaron procesos en las cortes brasileñas por el mismo hecho y con los mismos argumentos, no recibieron ninguna indemnización. (Gorga, 2015)

Perú a la fecha tiene nueve programas de ADR vigentes, tres de ellos nivel III, el país no cuenta con una legislación específica en caso un inversionista se vea afectado por un posible fraude por parte de un emisor como por ejemplo manipulación de estados financieros, entregar información inexacta al mercado y que como consecuencia de estos hechos generen un perjuicio económico a los inversionistas en bolsa, de darse el caso no es posible predecir el resultado de iniciar un proceso por esta causa en un tribunal local.

## **II. Desarrollo del Mercado de American Depositary Receipts (ADRs)**

La primera emisión de American Depositary Receipt (ADR) fue el 29 de abril de 1927, hace 90 años, y la hizo JP Morgan. Este primer ADR fue de la empresa inglesa Selfridges Provincial Stores Limited. hoy conocida como Selfridges & Co. Limited, esto se hizo cuando las empresas inglesas buscaban una alternativa para captar fondos de inversionistas extranjeros debido a una ley que prohibía a las empresas británicas registrar sus acciones fuera de su país ( Acevedo V., Fleisman V., Montoya V., & Mora C., 2010), los ADRs de esta compañía ya no cotizan en bolsa, pero la empresa aún funciona y es una marca reconocida a nivel mundial.

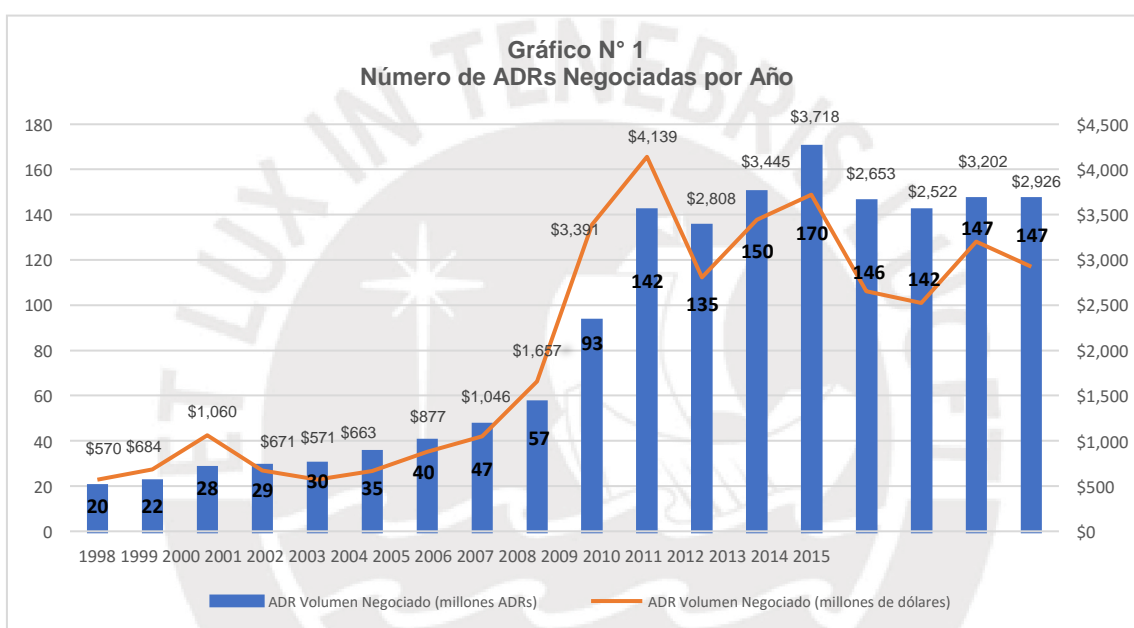
Después de esa primera emisión el mercado de ADRs ha tenido un desarrollo y crecimiento constante; a inicios de la década 2000 existían alrededor de 1500 programas de ADR (Karolyi, 2004). En un informe actualizado a septiembre del 2017 se indica que existen 3629 programas de ADRs de 89 diferentes países (J.P. Morgan, 2017), estos ADRs se refieren a los programas sin sponsor y con sponsor para el nivel I, nivel II, nivel III y los emitidos bajo regla 144A (usada sólo para emisiones privadas), que negocian tanto en mercado organizado, Bolsa, o en mercados *over the counter* (OTC)

En el último informe de mercados de ADR emitido por BNY Mellon para el año 2016 indica que los ADRs negocian en promedio 2.9 trillones de dólares, aproximadamente un 9% del promedio del total del volumen negociado en dólares en el NYSE por día.



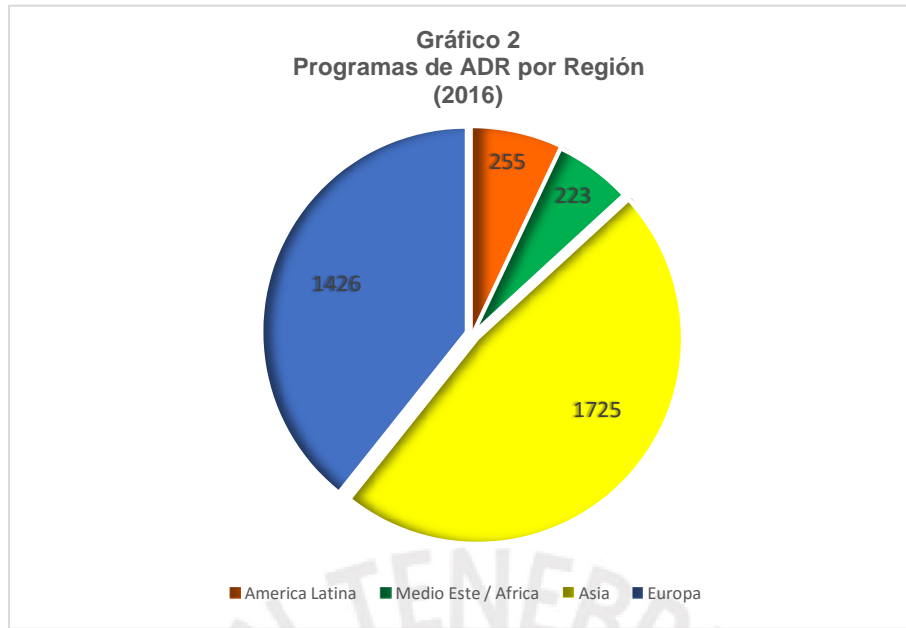
En ese mismo año se realizaron 133 emisiones de nuevos programas de ADR (68 nuevas emisiones de ADR con sponsor y 65 nuevas emisiones sin sponsor)

El fuerte crecimiento en los programas de ADR se debe principalmente a las nuevas políticas de liberalización para el flujo de capitales que adoptaron los países principalmente a partir de los años 90, así como también nuevas políticas y regulaciones americanas, las más importantes en 1985, cuando la Securities and Exchange Commission (SEC) permitió la emisión de ADRs Nivel I, y en 1990, cuando la SEC adoptó la regla 144A, facilitaron que cada vez más compañías extranjeras emitan instrumentos financieros en EE. UU. (Karolyi, 2004).



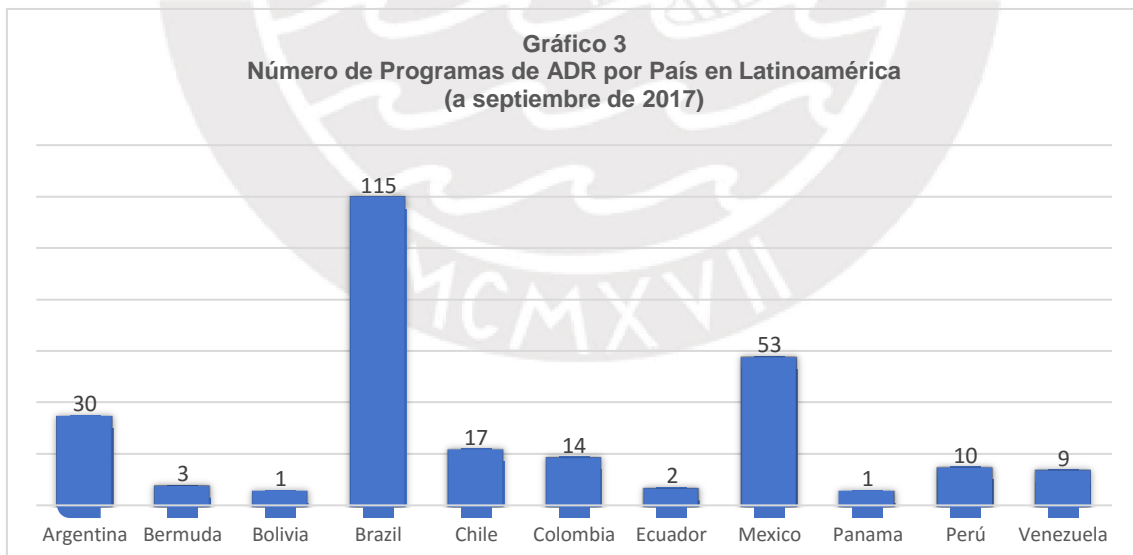
Fuente: J.P. Morgan – Historia de Negociación por año

A septiembre de 2017, según J.P. Morgan, los programas de ADRs Son principalmente de la región de Asia y Europa, ambas representan el 86% del total de programas que negocian en EE.UU.



Fuente: J.P. Morgan – Historia de Negociación por año  
Elaboración: Propia

Las compañías de América Latina tienen emitidos 255 programas de ADRs y el país con más ADRs en circulación es Brasil con 115 programas vigentes entre ADRs nivel I, II y III así como regla 144A (J.P. Morgan, 2017). La compañía que hasta este momento más capital ha conseguido mediante la emisión de ADRs ha sido el Banco Santander (Brasil) S.A, logro captar ocho Billones de dólares en la emisión de ADRs nivel III en octubre de 2009 (New York Times, 2009)



Fuente: J.P. Morgan – ADR trading activity  
Elaboración: Propia

El Perú tiene en circulación, a septiembre de 2017, nueve programas de ADRs y un GDR, de estos sólo tres ADRs son nivel III los otros son nivel I y regla 144A (J.P. Morgan, 2017)

**Tabla N°1: American Depositary Receipts de Empresas Peruanas**

Empresa	Símbolo	Fecha Emisión	Bolsa	Sector	Nivel	Depositorio	Tipo	Subyacente	Moneda	Ratio
Cementos Pacasmayo SAA	CPAC	02/13/2012	NYSE	Industrial	NIVEL III	JPM	ADR	CPACASC1	USD	1: 5
Cia De Minas Buenaventura SA	BVN	05/01/1996	NYSE	Materiales Base	NIVEL III	BNY	ADR	BUENAVC1	USD	1: 1
Fossal SAA	FSSLY	03/03/2017	OTC	Materiales Base	NIVEL I	JPM	ADR	FOSSALC1 PE	USD	1: 10
Grana Y Montero SA	GRAM	07/29/2013	NYSE	Industrial	NIVEL III	JPM	ADR	GRAMONC1	USD	1: 5
Hochschild Mining Plc	HCHDY	10/23/2008	OTC	Materiales Base	NIVEL I	Un-sponsored (BNY, CITI, DB)	ADR	HOC	USD	1: 15
Intercorp Peru Ltd	IFHZF	03/01/1995	OTC	Financiero	REGS	BNY	GDR	INTCOBC1	USD	1: 10
Maple Energy Plc	MEYPY	10/07/2011	OTC	Petróleo y Gas	NIVEL I	Un-sponsored (BNY)	ADR	MPLC	USD	1: 10
Minera Iri Ltd	MRLLY	01/18/2012	OTC	Materiales Base	NIVEL I	Un-sponsored (BNY)	ADR	MIRL	USD	1: 10
Unión Andina De Cementos SAA	CEMTY	12/01/1994	OTC	Industrial	NIVEL I	BNY	ADR	UNACEMC1	USD	1: 10
Unión Andina De Cementos SAA	CEMY	12/01/1994	OTC	Industrial	144A	BNY	ADR	UNACEMC1	USD	1: 10

Fuente: J.P. Morgan 2017  
Elaboración: Propia

A nivel global existen 4 principales depositarios para este tipo de instrumentos (Bank of New York Mellon - BNY, 2017):

**Tabla N° 2 Bancos Depositarios emisión de ADRs**

Banco Depositario	Participación en el Mercado
BNY Mellon	57%
Citibank	16%
Deutsche Bank	16%
JP Morgan	11%

Fuente: Bank of New York Mellon – BNY

En Latino América la participación de BNY Mellon como banco depositario llega hasta 71% del total de los programas vigentes seguido de JP Morgan con un 14%, Citibank 9% y Deutsche Bank 6%.

### III. Análisis de American Depositary Receipts (ADRs)

En el contexto actual un mercado en el cual hay una tendencia en el aumento de emisiones de ADRs así como también el incremento del apetito de los inversionistas por adquirir este tipo de instrumentos, hay una tendencia alcista como lo vimos en la gráfica N°1, es importante entender que son los ADRs y desde un punto de vista legal entender los derechos que tiene el inversionista que los adquiere, por ello es necesario entender claramente que es un ADR, un ADS, estos puntos son importantes para el análisis respecto a los derechos que otorgan a los tenedores de estos instrumentos.

Empecemos el análisis revisando que es un **Global Depository Receipts (GDR)**, es un instrumento negociable emitido por un banco depositario en por lo menos dos mercados internacionales, por ejemplo EE. UU y típicamente el otro mercado es en Europa, generalmente son ofrecidos a inversores institucionales. Evidencia la propiedad de acciones en una compañía no estadounidense, permitiendo a la compañía (emisor) acceder a inversionistas fuera de su país

1. **American Depository share (ADS)**, es un valor emitido por un banco depositario americano que representa una cantidad específica de las acciones de una compañía extranjera que han sido depositadas en una sucursal del depositario o en otro que haga las labores de custodio.

Un ADS puede representar un número fijo o una fracción del activo que se encuentra depositado a esto se le refiere como "ratio" (Bank of New York Mellon - BNY, 2017)

El ADS son las acciones de depósito que representan a las acciones comunes que están en poder del custodio. Este valor emitido por el banco depositario, para que pueda negociar en el mercado americano lo hace a través del certificado de depósito, que es el ADR.

2. **Un american depository receipt ADR** es un certificado negociable, emitido por un banco depositario que evidencia la propiedad de las acciones en un *american depository share* (ADS), que a su vez representa un interés en las acciones de una compañía organizada fuera de los EE. UU. (U.S. Securities and Exchange Commission).

El propietario de un ADR no es el titular de las acciones subyacentes, el titular de las acciones subyacentes es el banco depositario, el custodio o su agente.

Para efectos de comercialización los ADRs se negocian de la misma manera que cualquier otro instrumento listado.

Existen dos formas de emitir los ADR:

3. **Emisión de ADRs sin patrocinio (*unsponsored ADRs*)**

Un ADR sin patrocinio se establece con poco o sin ninguna implicancia del emisor del activo subyacente.

Es cuando un banco depositario inicia un programa de ADR sin la participación contractual de la empresa.

En EE. UU. en octubre de 2008 la SEC hizo ciertas enmiendas a la exención del registro de activos en los Estados Unidos en la Regla 12g3-2 (b). Antes del 10 de octubre de 2008, los emisores debían solicitar la exención según la Regla 12g3-2 (b), esto ha cambiado y bajo las nuevas reglas, la exención se hizo automática, condicionada a la publicación electrónica de la información requerida por la Regla 12g3-2 (b) y da un plazo para cumplir este informe de hasta 120 días, algunos de los temas relevante a informar incluye estados financieros regulares, informes anuales y comunicados de prensa en inglés. (SEC - Exemption from Registration under Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 for Foreign Private Issuers, 2008)

En ADR no patrocinado ("UADR") no se celebra ningún acuerdo de depósito ni relación legal entre un banco depositario y el emisor, el establecimiento de un programa de UADR es impulsado por la demanda del mercado, los inversionistas, estos ADRs solo negocian en el mercado extrabursátil (OTC) en los EE. UU.

Una vez que el banco depositario confirma que una compañía cumple con los requisitos exigidos por el regulador americano, el banco depositario completa el formulario F-6 y lo presenta a la SEC y se clasifica como 'primer declarante'. Es posible que otros bancos depositarios, hasta cuatro bancos depositarios, puedan establecer otros programas de ADR no patrocinados para una compañía determinada.

Respecto a los costos, la empresa no incurre en costos, no hay obligación a presentar más informes a los requeridos por la ley local (el país de origen del emisor), no debe adecuar sus estados financieros a las US GAAP por ejemplo. (Deutsche Bank, 2017)

En el año 2008, previo a los cambios de la SEC existían 169 programas de UADR en diciembre de 2016 existen 1605 programas de UADR (Deutsche Bank - Global Transaction Banking, 2016)

#### **4. Emisiones de ADR con patrocinio (sponsored ADR)**

En este tipo de emisiones la empresa patrocina la emisión del ADR y participa del proceso. Para este tipo de emisiones la empresa puede usar la emisión del

ADR para captar capital o sólo hacer una emisión para tener presencia en un mercado de primer nivel como lo es el americano. Sólo un banco depositario puede hacer la emisión de los ADRs, a diferencia del *UADR*.

#### **4.1 Emisión ADR Nivel I:**

Un programa ADR de Nivel I patrocinado, es la forma más sencilla para una empresa de emitir un ADR. El programa ADR es iniciado por la compañía e implica la presentación de una declaración de registro F-6, pero permite la exención bajo la Regla 12g3-2 (b) de los requisitos completos de información de la SEC, con esta excepción la información de la compañía no está disponible en el sistema EDGAR – SEC, sólo en la página web del emisor. La compañía publica de manera oportuna toda la comunicación relevante (información material) para los accionistas, por ejemplo: comunicados de prensa, informes anuales, etc. en inglés en su sitio web corporativo. (Deutsche Bank, 2017)

Un tema importante que tomar en cuenta es que las acciones de la compañía o los instrumentos de deuda, con esta excepción ya no están registrados bajo el *Securities Exchange Act de 1934* con las implicaciones legales y regulatorias que esto implica. (Deutsche Bank, 2017)

La compañía tiene cierto grado de control sobre los ADR emitidos bajo un programa patrocinado de Nivel I, ya que un acuerdo de depósito se ejecuta entre la compañía y un banco depositario seleccionado. Los ADR de nivel I solo pueden comercializarse en el mercado OTC y no en una bolsa de valores de EE. UU. (Deutsche Bank, 2017), en la emisión del ADR de nivel I sólo puede usarse para tener presencia comercial, pero no puede usarse para aumentos de capital.

Los costos para la emisión de este tipo de ADR son relativamente bajos, en promedio US\$25,000, mientras que los inversionistas, y la empresa puede esperar un incremento en el precio de sus acciones de entre 4-6% por efecto de la emisión del ADR

(Palmiter, 2017)

## 4.2 Emisión ADR Nivel II:

Un ADR de Nivel II patrocinado debe cumplir con los requisitos de registro e informe completos de la SEC, a diferencia del Nivel I, aquí no hay excepciones. El programa de ADR lo inicia la empresa y debe presentar la declaración de registro F-6, la compañía también debe presentar el formulario SEC 20-F donde incluye la información relacionada al negocio, estados financieros auditados, información respecto a problemas legales que involucren a la compañía entre otros; además debe cumplir con otras reglas de divulgación de la SEC, incluida la presentación de su informe anual, que debe prepararse de acuerdo con la contabilidad generalmente aceptada de los Estados Unidos. Principios (US GAAP) o Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS). Se requiere el cumplimiento con Sarbanes-Oxley, también conocida como la Ley de Reforma de la Contabilidad Pública de Empresas y de Protección al Inversionista (The Sarbanes-Oxley Act, 2002), incluidas los informes de auditoría con respecto a la efectividad de los controles internos de la compañía sobre los informes financieros y los controles y procedimientos de divulgación relacionados con los informes anuales. (Deutsche Bank, 2017)

El registro permite al emisor negociar sus ADRs en una de las principales bolsas de valores de los EE. UU, la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE Euronext) o NASDAQ Stock Market, cada una de las cuales tiene requisitos adicionales de información y divulgación que deberán ser cumplidos. (U.S. Securities and Exchange Commission)

Los programas patrocinados de Nivel II son iniciados por compañías no estadounidenses para dar a los inversores estadounidenses acceso a sus acciones en los EE. UU. Al igual que con un programa de Nivel I, se firma un acuerdo de depósito entre el emisor y un banco depositario. El acuerdo define las responsabilidades del depositario, que generalmente incluyen la extensión de acciones corporativas a los tenedores de ADR, el envío de informes anuales por correo y otro material importante a los accionistas y el mantenimiento de los registros de los accionistas. Un Nivel II permite que los ADR de la compañía tengan una mayor visibilidad en las bolsas de

EE. UU., pero no se puede utilizar para aumentar el capital. (Deutsche Bank, 2017)

Los costos para la emisión de este tipo de ADR Nivel II, son significativos, en promedio US\$1 millón pero los beneficios pueden justificar el costo, debido a que la empresa tiene acceso a inversionistas en EE. UU, así como el que la compañía presente más informes al mercado le generan beneficios; la experiencia indica que la empresa puede esperar un incremento en el precio de sus acciones de entre 10% a 15% por efecto de la emisión del ADR. (Palmiter, 2017)

#### **4.3 Emisión ADR Nivel III:**

Los ADR patrocinados de nivel III son similares a los ADR de nivel II, al ser patrocinado la empresa inicia el programa, elige un banco depositario, enumera y busca negociar los ADRs en una Bolsa de primer nacional de EE. UU. Cumple completamente con los requisitos de información de la SEC. La principal diferencia con una emisión de nivel II es que un programa de Nivel III le permite al emisor obtener capital a través de una oferta pública de ADR en los EE. UU. Por esta razón requiere que el emisor presente una declaración de registro de Formulario F-1 a la SEC, este formulario requiere que se incluya información referente a: uso de ingresos, información resumida, factores de riesgo y proporción de ganancias a cargos fijos, determinación del precio de oferta, dilución, plan de distribución, descripción de los valores que se registrarán, nombre de asesor legal y divulgación de comisiones. (Deutsche Bank, 2017)

Los costos para la emisión exceden en promedio US\$1.5 millones por ello se utiliza para hacer grandes emisiones para captar fondos de capital, que de otra forma no le sería posible hacerlo a la empresa en su propio país o en otra parte del mundo. (Palmiter, 2017).

En la tabla N°3 presentamos un resumen de los gastos en los que incurrió la compañía Cementos Pacasmayo SAA en el año 2012 cuando realizó la emisión de 20 millones de ADS (que representaban 100 millones de acciones) y captó USD\$230 millones de dólares americanos.



**Tabla N°3**  
**Costos de la Emisión ADR Nivel III de la Compañía**  
**Cementos Pacasmayo en 2012**  
**(NYSE: CPAC)**

Rubro	Monto (en USD\$)
SEC comisiones de registro	34,265.40
New York Stock Exchange – comisiones para listar en Bolsa	130,000.00
FINRA Comisiones de Registro	25,500.00
Gastos de impresión	60,000.00
Gastos legales	1,000,000.00
Gastos contables	1,000,000.00
Otros gastos	250,000.00
<b>Total</b>	<b>US\$ 2,499,765.40</b>

Fuente: SEC – EDGAR Cementos Pacasmayo – Formato F1

En la tabla N°4 presentamos un resumen de los gastos en los que incurrió la compañía Graña y Montero SAA en el año 2013 cuando captó USD\$413 millones de dólares americanos en la emisión de su ADR nivel III.

**Tabla N°4**  
**Costos de la Emisión ADR Nivel III de la Compañía**  
**Graña y Montero SAA en 2013**  
**(NYSE: GRAM)**

Rubro	Monto (en USD\$)
SEC comisiones de registro	65,000.00
New York Stock Exchange – comisiones para listar en Bolsa	130,000.00
FINRA Comisiones de Registro	70,000.00
Gastos de impresión	170,000.00
Gastos legales	2,100,000.00
Gastos contables	1,400,000.00
Otros gastos	450,000.00
<b>Total</b>	<b>US\$ 4,385,000.00</b>

Fuente: SEC – EDGAR Graña y Montero SAA – Formato F1

#### 4.4 Nivel 144A

Este nivel de ADR es sólo para emisiones privadas, es con sponsor de la empresa y está dirigido a inversionistas institucionales calificados

principalmente, los denominados *QIBs*–“*Qualified Institucional*”, las normas americanas definen como: cualquiera de las entidades, que actuando por cuenta propia o por cuenta de otros compradores institucionales calificados (*QIBs*), que en conjunto posean e invierte de forma discrecional al menos USD\$ 100 millones en valores de emisores que no están afiliados a la entidad-comprador. (Code of Federal Regulations - CFR)

Las emisiones mediante la regla 144A, están permitidas desde 1990, estas emisiones no deben cumplir con las exigencias de la SEC en lo referente a la presentación de información periódica, precisamente por qué son emisiones de tipo privadas, tampoco están obligadas las empresas a adoptar algún estándar contable como son las US GAAP o las IFRS.

Si puede usarse para captar nuevo capital (López Alvarez, 2008)

**Tabla N°5 – Clases de American Depositary Receipts**

	No Permiten Emisiones para Aumentos de Capital		Permiten Emisiones para Aumentos de Capital	
Tipo	Nivel I OTC (PINK, OTCQB, OTCQX) y sin Auspicio (Permitido desde 1985)	Nivel II Registrado en Bolsa	Nivel III Emisión Pública	Regla 144A Sólo Emisiones Privadas (Permitido desde 1990)
Tipo de Programa	Con esponsor y sin esponsor (Un-sponsored ADR)	Con esponsor (Sponsored ADR)	Con esponsor (Sponsored ADR)	
Descripción	Solo tiene presencia comercial pero no puede usarse para aumentos de capital.	Puede Listar en una Bolsa nacional, pero no puede usarse para aumentos de capital.	Este programa puede ser usado no sólo para tener presencia en la Bolsa sino también para incrementos de capital.	Sólo emisiones privadas a inversionistas institucionales.
Mercado	Sólo OTC	Nasdaq, NYSE	Nasdaq, NYSE	PORTAL
Acciones	Existentes (no puede hacer nuevas emisiones para captar nuevos recursos).	Existentes (no puede hacer nuevas emisiones para captar nuevos recursos).	Nuevas acciones	Nuevas Acciones
Requerimientos SEC	Usa el formato F-6 y la información de la compañía no esta disponible en el sistema EDGAR – SEC, sólo en la página web del emisor.	Usa el formato F-6 para el registro, además debe presentar informes periódicos e informes anuales en el formato 20-F.	Usa el formato F-1, F-3 y F-4 para el registro de la emisión, además debe presentar informes periódicos e informes anuales en el formato 20-F.	No cumple con la regulación de la SEC.
Requerimientos estándares contables	No requiere adecuarse a las US GAAP.	Debe presentar estados financieros adecuados a las US GAAP o adecuadas IFRS.	Debe presentar estados financieros adecuados a las US GAAP o adecuadas IFRS.	US GAAP o IFRS no es requerido algún estándar en particular.

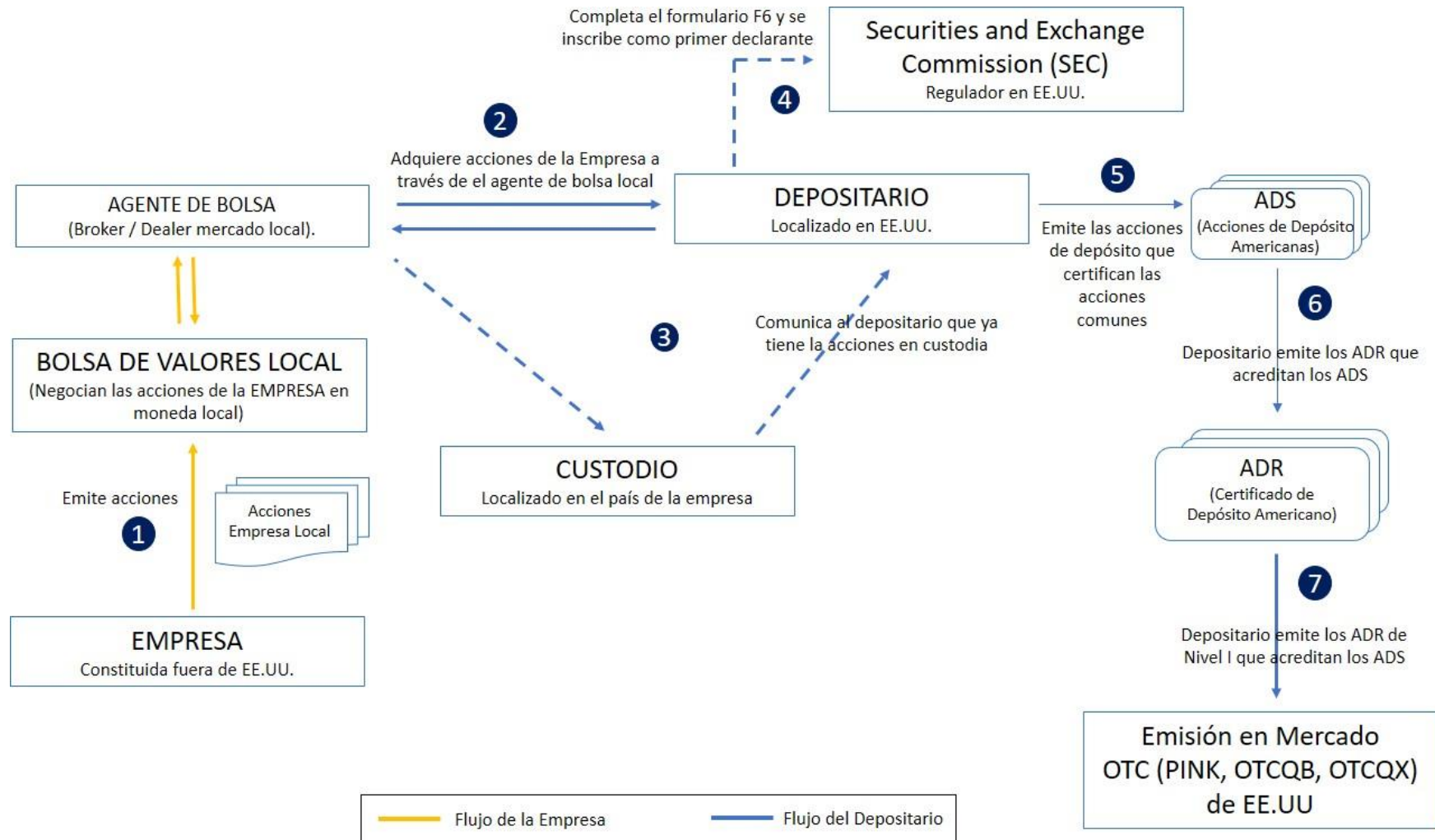
Beneficios	Bajos costos de ingreso al mercado americano.	Acceso a una Bolsa nacional en EE. UU con el estatus que eso implica para el análisis de riesgo de los potenciales inversionistas o acreedores.	Permite captar nuevo capital por las emisiones de ADRs, acceso a una Bolsa nacional en EE.UU con el estatus que eso implica para el análisis de riesgo de los potenciales inversionistas o acreedores.	Una manera rápida, fácil y más efectiva de captar nuevo capital de inversionistas en EE. UU sin tener que registrarse en la SEC.
Restricciones	No puede negociar en bolsa, solo en un mercado OTC, puede tener baja liquides y no puede ser usado para aumentar capital en la compañía.	Altos costos para emitir, presentación constante de información financiera a los mercados, no está permitido hacer emisiones para incrementos de capital.	Altos costos para emitir, presentación constante de información financiera a los mercados, no está permitido hacer emisiones para incrementos de capital.	Limitada la oferta sólo a inversionistas institucionales.
Tiempo emisión	5 a 9 semanas aproximadamente	14 semanas aproximadamente	14 semanas aproximadamente	7 semanas aproximadamente
Incremento promedio en Bolsa	4% al 6%	10% al 15%	Variable	Variable

Fuente: SEC, Citigroup Inc. J.P. Morgan y Karolyi  
 Elaboración: Propia

Del análisis que hemos hecho respecto a la emisión de ADRs es que podemos entender claramente la importancia del Depositario, como vemos en los gráficos 4 y 5, es el banco depositario el que emite el ADR y es con él con quien los inversionistas tienen la relación directa en la inversión.

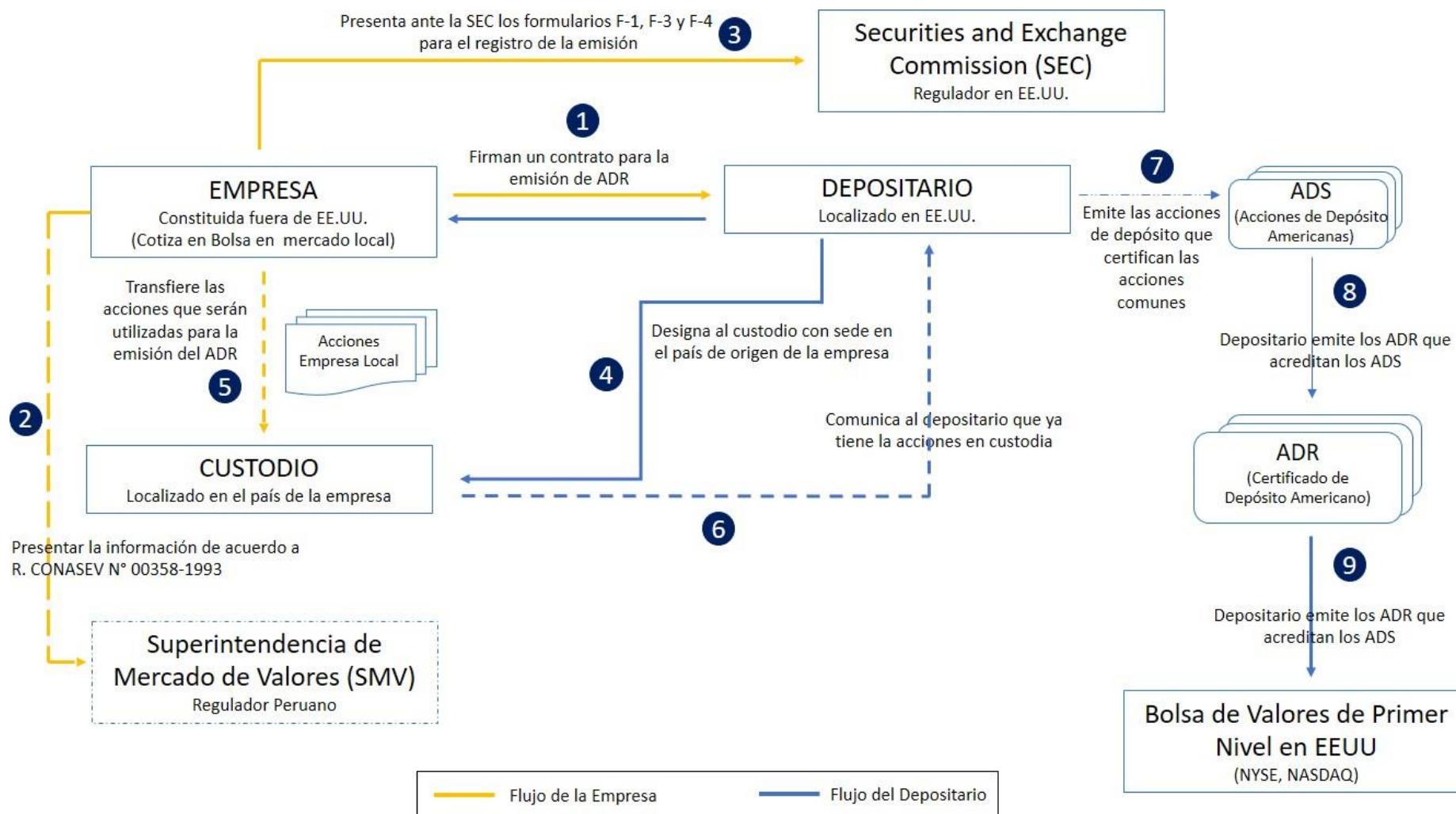
Banco Depositario: es elegido por la compañía local para manejar la implementación de todo el programa. El banco depositario cumple un rol muy importante en el proceso debido a que él es el nexo con otras partes involucradas en la emisión del ADR, como es el caso del custodio local, el bróker y los inversionistas.

**Gráfico N 4**  
**FLUJO DE LA EMISIÓN DE UN ADR SIN SPONSOR**



Elaboración: Propia

**Gráfico N 5**  
**FLUJO DE LA EMISIÓN DE UN ADR CON SPONSOR NIVEL III**



Elaboración: Propia

#### IV. Protección Anti-Fraude para inversionistas en ADRs previo a Morrison

Está demostrado de forma empírica que las compañías extranjeras que hacen emisiones en EE. UU. se benefician por la expectativa de una mejora en las políticas de buen gobierno corporativo lo que repercute en una disminución en la tasa de rendimiento requerida con la que se descuentan los flujos futuros y lleva a un incremento en el precio de las acciones (Hail & Leuz, 2009)

Esta expectativa de mejora de las políticas de buen gobierno corporativo está basada en la idea de una mayor liquidez y la expectativa del incremento en el nivel de transparencia, mayor al que tienen en sus países de origen, de las compañías además el inversionista asume que tiene mecanismos más eficientes en EE. UU. para reclamar en caso la compañía incurra en algún fraude que afecte el rendimiento de la inversión o el capital

Esta expectativa está basada en la idea que los inversionistas están protegidos por las reglas puestas en el Security Exchange Act (SEA) de 1934 el cual junto con el Exchange Act (EA) de 1933 constituye los pilares más relevantes de la regulación del mercado de capitales en EE. UU., en el SEA la regla 10b es la relacionada con los fraudes en el mercado de capitales

*“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange ... o use or employ, in **connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered** ...any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.” (73rd United States Congress, 1934)*

Refiriéndonos específicamente a los ADRs, y como ya se analizó previamente, los ADRs son emisiones de compañías extranjeras en EEUU por tanto si ellas realizan algún fraude este muy probablemente se dará en un país fuera de estados unidos por esta razón es importante, para el inversionista que toma posición en este tipo de instrumentos y para las propias empresas que emiten

ADRs, si las leyes americanas protegen también a los inversionistas en estos instrumentos.

## **1. Aplicación de la SEA y la Extraterritorialidad en Casos de Fraude en EE. UU**

En muchos casos EE. UU ha aplicado de forma extraterritorial la regulación de mercado de capitales, justificando sus acciones en la idea que son necesarias para proteger a los inversores estadounidenses y la integridad de los mercados de capitales de EE. UU.

Tradicionalmente las cortes americanas reconocieron la aplicación de la extraterritorialidad en las acciones de clase para temas de mercados de capitales, específicamente la aplicación de la norma 10b y se utilizaron 2 test para el razonamiento de la aplicación de la norma, el “Test de Conducta” (conduct test) y el “Test de Efecto” (effects test). (Painter, 2011) este razonamiento cambió drásticamente en el año 2010 cuando la corte suprema emitió la decisión en el caso Morrison vs Australia Bank, en ese fallo la corte suprema americana dejó de usar el test de conducta o el de efecto y más bien se enfocó en la extraterritorialidad, y la aplicación de la norma 10b para ADRs y donde la empresa demandada por un aparente fraude en el mercado de capitales se encuentra fuera de los EE. UU.

La regla 10(b)5 formalmente conocida como el Empleo de prácticas manipuladoras y engañosas. Esta regla considera que es ilegal que cualquier persona use directa o indirectamente cualquier medida para cometer fraude, falsificar las declaraciones que se presentan al mercado, omitir información relevante al mercado o realizar operaciones de negocios que involucre manipulación de precios; en relación con la realización de transacciones que involucran acciones y otros valores.

## **2 Casos Base para la Aplicación de los Test de Conducta Efecto**

La aplicación de estos de los test de conducta y efecto se desarrolla en cuatro casos que fueron la base para la aplicación de este razonamiento por parte de las cortes americanas y se dieron entre 1960 y 1975:

## 2.1 Schoenbaum v. Firstbrook:

Se conoce como el caso “Schoenbaum”

Schoenbaum implicó una demanda derivada de un accionista presentada en nombre de Banff Oil Ltd., una corporación canadiense cuyas acciones cotizaban en el Toronto Stock Exchange, en contra de su accionista principal, Acquitaine of Canada, Ltd., también una corporación canadiense. Las conexiones de Banff con los Estados Unidos eran que era una compañía registrada bajo la Security Exchange Act (SEA) y que sus acciones también se negociaban en la Bolsa de Valores de EEUU. El caso consistía en lo siguiente, los funcionarios de Banff y su accionista mayoritario, Acquitaine, conocían las exitosas operaciones de perforación petrolera de Banff, pero el público no (no habían aún sido comunicadas al mercado). Banff emitió acciones a Acquitaine al precio del mercado en ese momento, un precio que supuestamente no reflejaba estas exitosas operaciones de perforación, la operación de venta de estas nuevas acciones se dio en la bolsa de Toronto.

El demandante alegó que esta transacción de acciones fue fraudulenta por tanto se había violado la regla 10b; los demandados argumentaron (entre otras cosas) que la SEA no se aplicaba extraterritorialmente a una transacción bursátil en Canadá entre dos corporaciones canadienses.

La corte del Segundo Circuito sostuvo, contrario al argumento del demandado, **que el tribunal sí tenía jurisdicción sobre las transacciones violatorias de la Ley que tienen lugar fuera de los Estados Unidos.**

Aunque la corporación que resultó afectada, Banff, era una empresa ubicada fuera de los EE. UU., el tribunal infirió que el comportamiento del demandado creó efectos perjudiciales dentro de los Estados Unidos porque redujo el valor de las acciones de la corporación en poder de inversores estadounidenses por tanto fue perjudicial para los intereses de los inversionistas en EE. UU. (Langevoort, 1992)

## 2.2 Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell

Se conoce como el caso “Leasco”



Según la demanda los involucrados son: Leasco, una compañía americana y Robert Maxwell quien controlaba la corporación británica Pergamon Press; según la demanda, Maxwell habría hecho declaraciones erróneas a los ejecutivos de Leasco en relación con las negociaciones sobre la posible venta a Leasco de Pergamon Press. Algunas de estas declaraciones erróneas se hicieron durante las discusiones en las reuniones en Nueva York entre Leasco y Maxwell o sus representantes, y otros durante las reuniones en Londres. Estas declaraciones erróneas hicieron que Pergamon pareciera más valioso de lo que era. Leasco, a sugerencia de Maxwell, compró acciones de Pergamon cotizadas en la Bolsa de Londres a un precio presuntamente superior a su valor.

En su defensa, Maxwell argumentó que la corte no tenía jurisdicción en el asunto porque la transacción se realizó en el extranjero y, a diferencia de Schoenbaum, involucró acciones de un emisor extranjero que no cotizaba en un mercado estadounidense y no estaban registradas bajo el SEA.

La corte del Segundo Circuito indicó que como las conversaciones donde Maxwell dio la información errada se hicieron en Nueva York por tanto los efectos de esta información errada se dan en los EE. UU. y como consecuencia se generó la disminución del portafolio de un inversionista de los EE. UU. (Leasco) como resultado de una transacción de valores con información errada. (Evans, 1973)

### **2.3 Bersch v. Drexel Firestone**

Se conoce como el caso Bersch

Bersch implicó una acción de clase interpuesta por los compradores en tres ofertas públicas simultáneas y coordinadas de las acciones de I.O.S., Ltd., una compañía administradora de fondos mutuos.

Cada una de las ofertas estaba dirigida a un grupo diferente de asistentes en función del lugar de residencia o el nivel de empleo.

La oferta de IOS se estructuró para que las acciones no sean adquiridas por residentes de los Estados Unidos, pero, sin embargo, veinticinco estadounidenses residentes en EE. UU. adquirieron acciones de I.O.S. en una de las ofertas. Los demandantes alegaron que el prospecto de la

emisión de las acciones tenía errores lo que involucraba una violación de la regla 10b.

Un acusado clave fue Drexel, un banco de inversión con sede en los Estados Unidos. Quien era el estructurador de una de las emisiones y tenía un contrato con I.O.S. que lo obligaba a adquirir las acciones que no se colocaran en la colocación inicial (*underwriting*). Drexel llevó a cabo una serie de actividades en los Estados Unidos relacionadas con su oferta, que según los demandantes se integró con las otras dos ofertas. Estas actividades en los EE. UU. Incluyeron reuniones con representantes de I.O.S. y sus abogados y contadores para organizar y distorsionar la oferta.

Sin embargo, el lugar desde el cual se envió el prospecto final de cada oferta a potenciales inversionistas estaba en el extranjero, al igual que el lugar donde se recibían los pedidos y donde las acciones se intercambiaban por dinero en efectivo.

La corte del Segundo Circuito indico que no hubiera tenido jurisdicción para fallar respecto a los inversionistas extranjeros que compraron las acciones fuera de EE. UU. debido a que toda la operación ocurrió fuera del país.

Como en esta operación además de inversionistas extranjeros también participaron inversionistas de EE. UU. y como los prospectos fueron enviados a EE. UU., con la información con errores, en ese caso si era posible aplicar la norma 10b. (Ferris, 1975)

#### **2.4 IIT v. Vencap, Ltd**

Se conoce como el caso Vencap

Vencap implicó una apelación de un fallo del tribunal de distrito que designaba un receptor para IIT, un fideicomiso de inversión internacional, y prohibía a ciertos demandados utilizar los activos del IIT o de ciertas corporaciones en las que el IIT había invertido, el nombramiento del receptor fue designado por los liquidadores de IIT en base a un reclamo de que los demandados habían canalizado fraudulentamente fondos de IIT en violación de la regla 10b

IIT fue organizado bajo las leyes de Luxemburgo y los liquidadores eran ciudadanos de Luxemburgo designados por el Tribunal de Distrito de Luxemburgo. El IIT no estaba registrado en el SEA.

Las acciones del IIT aparentemente no estaban destinadas a ser ofrecidas a residentes estadounidenses. o ciudadanos americanos, solo una pequeña fracción de los inversionistas del IIT eran estadounidenses. El principal acusado fue Richard Pistell, un ciudadano estadounidense que residía en las Bahamas. Era el organizador de Vencap Ltd., que pretendía ser una sociedad de capital de riesgo organizada bajo las leyes de las Bahamas. IIT invirtió en Vencap, y los fondos fueron supuestamente mal utilizados por Pistell y las entidades que él controlaba.

La inversión del IIT en Vencap se negoció en gran medida fuera de los Estados Unidos y el cierre se produjo en las Bahamas.

Después de que Vencap obtuviera los fondos, utilizó la oficina de su bufete de abogados en Nueva York como base

La corte en la decisión a la apelación sostuvo que esta conducta en EE. UU. (la utilización de los fondos en el bufete de abogados en EE. UU.) podría ser suficiente para que se pueda aplicar la regla 10b, a pesar de que la transacción ocurrió en el exterior y los efectos finales fueron esencialmente en el extranjero. La lógica de la corte de que la jurisdicción de la materia podía encontrarse únicamente sobre la base de una conducta en los Estados Unidos y la probabilidad de que con este fallo se contribuiría a que otros países mejoren la regulación recíproca y evitar que un comportamiento en el extranjero dañe a los EE. UU., en este caso la corte uso un análisis subjetivo de extraterritorialidad. (Herbers, 1977)

Es en estos 4 casos que se desarrollaron los test de conducta y efecto y en base a esto es que se dieron hasta 2010 las sentencias en las que estaban involucradas como demandadas compañías extranjeras que tenían relación con el mercado americano y en especial en los casos de fraude en las emisiones de ADRs ambos test fueron utilizados. No hay una ley que indique como se aplican los test de conducta, efecto, su uso fue desarrollado en los años por las decisiones de las cortes. (Dodge, 2011)

## **2. Test de Conducta**

Indica que se podrá aplicar la regla 10b en casos que involucren actos realizados en los Estados Unidos y que causen directamente las pérdidas sufridas por inversionistas fuera de este país, se centra en la actividad subyacente que causó el supuesto fraude. (Boehm, 2012)

### **3. Test de Efecto**

Las cortes americanas declararon la jurisdicción respecto a la conducta extraterritorial que produce efectos sustanciales dentro de los Estados Unidos.

En Shoenbaum, el tribunal primero describió la prueba de los "efectos", que se centró en si hubo un efecto sustancial en EE. UU. o un ciudadano de los Estados Unidos debido a la presunta conducta injusta. En el caso de *Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell*, se centró en determinar si la conducta ilícita ocurrió dentro de EE.UU para activar la aplicación extraterritorial de la sección 10 (b) (Soshkina, 2012)

## **V. Protección Anti-Fraude para inversionistas en ADRs después de Morrison**

### **1. Caso Morrison v. National Australia Bank Limited**

Los eventos en el caso de Morrison iniciaron en 1998.

National Australia Bank Limited (NAB) fue el banco más grande de Australia a fines de la década de 1990 e inicios de la década del 2000, sus acciones cotizaban en bolsas de valores, pero no negociaban en ninguna bolsa de Estados Unidos a excepción de certificados de depósito (ADR). En febrero de 1998, NAB compró HomeSide Lending, Inc. (HomeSide), una corporación con base en el estado de la Florida, HomeSide, era una empresa de servicios hipotecarios, esta compañía manipuló sus registros financieros y presentó mejores resultados de forma fraudulenta, como resultado, en el año 2001 NAB tuvo que registrar pérdidas en sus estados financieros como consecuencia de los resultados presentados por HomeSide por 450 millones de dólares y luego, tres meses después, otros 1.75 billones de dólares, esto causó que los precios de las acciones de NAB, en bolsa de Australia, así como también en los ADRs, registrados en Estados Unidos, disminuyeran con la consecuente pérdidas para los inversionistas.

Un grupo de inversionistas australianos que compraron acciones ordinarias de NAB en la bolsa de Australia, antes de que la empresa comunicara las pérdidas, demandó a NAB, HomeSide, al director ejecutivo de NAB, y tres ejecutivos de HomeSide en el Tribunal de Distrito del Sur de Nueva York. La demanda alega violaciones de la Sección 10 (b) y 20 (a) de la Exchange Act y Rule 10b-5.

En el año 2006 la corte de distrito rechazó la demanda indicando que no tenía jurisdicción para pronunciarse en ese caso.

El Segundo Circuito de apelaciones concluyó que la conducta basada en los EE. UU. No representaba la cuestión fundamental del fraude y por lo tanto era insuficiente para indicar apoyar la jurisdicción.

HomeSide tenía la función de "hacer funcionar bien su negocio y ganar dinero, NAB y sus ejecutivos con sede en Australia tenían la responsabilidad de supervisar las operaciones e informar a los accionistas.

Luego de esto el caso llegó a la corte suprema de EE. UU. y en junio de 2010 emitió la decisión más importante en la interpretación del alcance geográfico de un estatuto en casi 20 años (Dodge, 2011)

**Morrison cambia la presunción y va contra la extraterritorialidad**, una de las principales herramientas interpretativas que utilizan las cortes de los Estados Unidos para determinar el alcance de las leyes federales en nuestro caso de análisis, los ADRs, la extraterritorialidad en la aplicación de la Exchange Act y Rule. Morrison cambia la presunción, cambiando su enfoque desde la aplicación de los test de conducta y efecto, test aplicados a discreción por las cortes americanas para el análisis en casos de fraude en mercado de valores, aunque no siempre se aplicaban en todos los casos de forma similar y por ello fueron criticados en la aplicación de la extraterritorialidad (Choi & Guzman, 1996), y desarrolla un **nuevo enfoque el test transaccional** mediante el cual cuestiona la extraterritorialidad en la aplicación de las normas.

La Corte suprema de EE. UU. en junio de 2010, manifestó que las prohibiciones de la sección 10(b) solo alcanzan situaciones en las que los valores involucrados se cotizaban en una bolsa de valores de los Estados Unidos o cuando su compra o venta se realizaba en los Estados Unidos.

La corte suprema de EE. UU. reusó siquiera a pronunciarse respecto al hecho de si existía o no un fraude en este caso, ya que indicó que no tenía jurisprudencia para decidir respecto a lo que se planteaba.

De esta manera la corte suprema le pone un límite a la jurisdicción e indica que las normas de Estados Unidos no debieran aplicarse de forma extraterritorial en casos de fraude en el mercado de capitales.

En el año 2013, el Segundo Tribunal del Circuito de Apelaciones indicó que un acusado puede ser condenado usando la regla 10(B) si el fraude está relacionado a:

- Un valor cotizado en una bolsa americana, o
- Un valor es comprado o vendido en los Estados Unidos (United States v. Vilar, 2013)

## 2 La Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor - Dodd-Frank

Un día después del fallo de Morrison el congreso aprobó la Reforma del Wall Street y Protección al Consumidor – Dodd Frank y tres semanas después el presidente Obama firmó la ley

La corte suprema intentó resolver el problema de la extraterritorialidad en la aplicación de litigios de fraude sobre reclamaciones de la Sección 10 (b) esto no duro mucho debido a la rápida aprobación de la Ley Dodd-Frank el 10 de julio de 2010, la más grande reforma del sistema financiero después de la gran depresión de 1929.

La ley Dodd-Frank es extremadamente completa la ley cuenta con más de 848 páginas y aún hoy expertos académicos siguen analizándola para tratar de encontrar algún vacío o algo oculto; en lo referente a extraterritorialidad, es esencialmente la Sección 929P la que aparentemente restaura las pruebas de conducta y efectos rechazadas por Morrison.

*“... **“(c) EXTRATERRITORIAL JURISDICTION—**The district courts of the United States and the United States courts of any Territory shall have jurisdiction of an action or proceeding brought or instituted by the Commission or the United States alleging a violation of section 17(a) involving—*

*(1) conduct within the United States that constitutes significant steps in furtherance of the violation, even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors; or*

*(2) conduct occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States.”*

Dodd-Frank amplió el alcance extraterritorial del SEA alineado a las atribuciones que tiene la SEC.

Bajo esta enmienda los tribunales tienen jurisdicción sobre reclamos presentados con respecto a:

- Conducta fraudulenta dentro de los EE. UU., incluso si la transacción de valores ocurre fuera de los Estados Unidos e involucra solo a inversionistas extranjeros
- Conducta que ocurre fuera de los Estados Unidos que tiene un efecto sustancial previsible dentro de los Estados Unidos.

### **3. Situación de la protección a los inversionistas en ADRs en el año 2017**

La aplicación de Morrison, así como Dodd Frank en los conflictos después del año 2010 no ha sido necesariamente automático además Morrison no abordó toda la complejidad de casos que podrían existir por ejemplo los problemas relacionados con los swaps, activos listados en EE. UU y a la vez en otros mercados y en especial en los casos relacionados a los ADRs.

Aunque los ADR se negocian en las bolsas de valores de Estados Unidos, un tribunal ha declarado que, dado que la negociación de ADRs se considera una transacción de valores predominantemente extranjera, la sección 10(b) es inaplicable (*Société Générale Securities Litigation, No. 08 Civ. 2495(RMB), 2010*)

Otros tribunales han ido más allá y han examinado si las alegaciones de hecho se relacionan con la venta de la ADRs en los Estados Unidos o en otro lugar, para determinar si las reclamaciones pueden presentarse en los EE. UU.

Esta conclusión la dio la corte del segundo circuito en el caso de Toshiba (*Mark Stoyas and Others v TOSHIBA Corporation, 2016*).

### 3.1 El Caso de TOSHIBA Corporation

El tribunal en este caso centro el debate en si Morrison permite que se presenten reclamos basados en transacciones en ADRs no patrocinadas para compañías no estadounidenses.

Los demandantes en este caso alegaron que Toshiba (el "Demandado") y dos de sus exdirectores ejecutivos habían violado las leyes de valores de los EE. UU. Al vender acciones con un precio inflado causado por la presentación de informes financieros falsos.

Los Demandantes, indicaron que deliberadamente los funcionarios de TOSHIBA presentaron información contable fraudulenta durante un período de al menos seis años para inflar sus ganancias antes de impuestos en más de 2.6 billones de dólares y ocultar al menos 1.3 billones en pérdidas por deterioro en su negocio principal en los EE. UU., Westinghouse Electric Co. La demanda enfatiza la conexión de los Estados Unidos con las comunicaciones públicas de Toshiba, incluyendo "sitios web corporativos en inglés y en japonés ". <http://www.toshiba.co.jp>, en el cual se estableció una sección de "Relaciones con los Inversionistas" en la que se incluyen las presentaciones regulatorias, comunicados de prensa, transcripciones de conferencias telefónicas, perfiles corporativos, descripciones de su negocio y otra información sobre la Compañía y que ella pone a disposición de los inversionistas, adicionalmente se presentaron informes anuales que incluyeron información financiera detallada que presenta los resultados tanto en moneda japonesa como estadounidense .

Los demandantes adquirieron ADRs sin sponsor en mercado OTC de la compañía TOSHIBA, este caso involucra a los inversionistas que adquirieron estos instrumentos desde el 08 de mayo del 2012 hasta el 12 de noviembre de 2015.

La demanda contra TOSHIBA fue desestimada y se formuló dos argumentos:

- a. No se encontró suficientes argumentos para apoyar una acción en base a SEA 10(b) porque el instrumento que negociaba en EE. UU era ADS



sin esponsor y como lo analizamos anteriormente TOSHIBA Corporation no ha participado en la emisión de estos instrumentos.

- b. En la demanda también se busco incluir a inversionistas japoneses mediante la aplicación de La Ley de Intercambio de Instrumentos Financieros de Japón ('JFIEA') sobre la cual argumentan que la Corte Americana tiene diversidad y jurisdicción suplementaria.

El reclamo de la ley japonesa fue desestimado se basa fundamentalmente en la decisión de la Corte Suprema de los Estados Unidos en Morrison v. National Australia Bank Ltd.

En Morrison se pusieron dos criterios para establecer la jurisdicción, lo analizamos anteriormente y respecto a ellos el tribunal declaró lo siguiente:

- Que los instrumentos sean negociados en una bolsa nacional:  
En este caso el tribunal determinó que el mercado OTC es un mercado extrabursátil y por tanto no cumplía con el primer criterio de Morrison.
- Que las compras o ventas de los instrumentos se realicen en Estados Unidos:  
El tribunal determino en este caso que Morrison no indica que la leyes de valores de Estados Unidos podrían aplicarse a una compañía extranjera que sólo cotiza sus valores en bolsas extranjeras pero cuyas acciones son compradas por un banco depositario estadounidense en una bolsa extranjera y luego revendidas como un instrumento diferente, en este caso un ADR sin esponsor en los Estados Unidos.

Los inversionistas en EE. UU compraron ADS sin esponsor, por tanto TOSHIBA no ha estado relacionado con la compra y venta de valores en los Estados Unidos.

El tribunal reconoció que TOSHIBA cometió fraude contable y tergiversó sus ganancias y estos actos generaron pérdidas a los inversores de todo el mundo, sin embargo, no se puede indicar que la compañía estuvo involucrada en la emisión de los instrumentos financieros en EE. UU, por tanto, el caso de TOSHIBA no cumplía tampoco este segundo criterio.

Como resultado, el Tribunal desestimó con perjuicio todas las reclamaciones de los Demandantes bajo la Ley de Intercambio y la Regla 10b-5, al ser el ADR emitido por el banco depositario y la empresa TOSHIBA no ha participado en ninguna parte del proceso por ser un ADR sin sponsor, el tribunal ha indicado que no tiene jurisdicción para pronunciarse respecto al tema y en este caso la demanda no debiera ser presentada en EE. UU., el tribunal indicó que este caso debiera ser presentado en Japón.

En la negociación OTC. el Tribunal de Apelaciones del Tercer Circuito consideró que si bien una compra en el mercado OTC de acciones de una compañía extranjera falla la primera premisa de Morrison ("valores cotizados en bolsas nacionales"), sigue sujeta a responsabilidad bajo la segunda premisa ("transacciones hechas en mercado de EE. UU.") - U.S. v. Georgiou, 777 2015.

## **VI. Evaluación**

Las inversiones en ADRs tienen una tendencia alcista como lo vimos en el gráfico N°1 en este contexto y debido a los cambios que se dieron después del caso de Morrison es cada vez más relevante que los inversionistas incorporen en el análisis de la inversión la posibilidad de no estar protegidos por las leyes de la SEA en caso de un posible fraude por parte de la empresa que representan los ADRs.

Morrison cambió la visión respecto a la aplicación de la extraterritorialidad en la aplicación de la SEA en los casos de posible fraude en mercado de capitales. Previo a Morrison y por casi 40 años los tribunales de EEUU utilizaron los test de conducta y efecto para la resolución de las controversias, si bien estos análisis no eran aplicados de forma homogénea en todos los casos, lo que dificultaba el predecir el resultado final de un proceso legal por fraude en mercado de capitales que involucraba ADRs eran tests ampliamente usados, el caso de Morrison desechó estos dos criterios debido a que su aplicación implicaba aceptar la extraterritorialidad de la SEA. Morrison indicó que no era posible aplicar las normas de EE. UU. a transacciones que involucraban hechos que ocurrieran en otras jurisdicciones, en Morrison la corte alertó respecto a los posibles conflictos que podría ocurrir si se aplicaban las leyes de Estados Unidos de forma extraterritorial, con las leyes de los otros países.

La aplicación de la sentencia de Morrison aún pese a que ha pasado más de siete años desde que se emitió, y que ya se han aclarado la aplicación en otro tipo de instrumentos como por ejemplo Bonos, Swaps entre otros, aún está en desarrollo la aplicación de este razonamiento específicamente en los casos que involucran a inversionistas en ADRs, como lo analizamos por ejemplo en el caso de Toshiba en el año 2016.

### **1. ADR con patrocinio (sponsored ADR)**

En los casos que involucra la negociación de ADRs con patrocinio (nivel II y Nivel III) y que negocian en mercados organizados (bolsas nacionales) está más claro la idea de la protección que otorga la SEA, debido a que Morrison indico que debido a que en este tipo de instrumentos hay una participación activa de la Empresa, y es ella la que toma la iniciativa y firma el contrato con el banco depositario, en estos casos es muy probable que en caso de fraude las cortes americanas acepten que si tienen jurisdicción para pronunciarse en este tipo de casos, aunque podría existir la posibilidad que en algún caso específico algún tribunal indique que no puede aplicar las normas de forma extraterritorial.

### **2. ADR con sin patrocinio (unsponsored ADR)**

En la emisión de un ADR sin sponsor la empresa, localizada fuera de EE. UU., no participa en el proceso de la emisión del ADR, es el depositario el que por iniciativa propia y debido a la demanda por comprar instrumentos de la Empresa, el que emite el ADR en mercado OTC en estos casos esta mucho más clara la línea de razonamiento que podría utilizar la corte en proceso de controversia.

En estos la corte suprema en el caso de Morrison ya dejó claro cual debiera ser la línea de razonamiento para solucionar estos conflictos.

Los ADRs sin sponsor al no participar la empresa, localizada fuera de EE.UU, en el proceso de la emisión del instrumentos, es por esta razón que los inversionistas de estos instrumentos es muy probable que no están protegidos por el SEA y por tanto no podría aplicarse la sección 10(b), previo a Morrison existía un mayor nivel de protección con la aplicación de los test de conducta y efecto, esto ya se ha visto en casos como por ejemplo en el caso de *Stoyas v. TOSHIBA*, en este caso la corte desestimo cualquier reclamo de los inversionistas que compraron ADRs en el mercado OTC y que solicitaban una indemnización debido a las pérdidas en las

que incurrieron luego que la compañía reconociera que sus gerentes sistemáticamente habían manipulado las cifras contables.

Con la decisión de la corte, en mayo de 2016, en el que indicó que los inversionistas de los ADRs sin sponsor no debieran iniciar ningún proceso en EE. UU, porque las cortes en ese país no tenían jurisdicción para pronunciarse en este caso y rehusó siquiera a analizar la posibilidad de aplicar el test de conducta o efecto. por tanto, en este caso los inversionistas que compraron ADRs sin sponsor de TOSHIBA en el mercado OTC debieran iniciar un proceso de reclamación en Japón.

Esta posición de la corte es muy importante porque genera un riesgo adicional a los inversionista que debieran considerarse en el momento de la compra de este tipo de instrumentos, adicionalmente tiene implicancias en otros aspectos que no los hemos desarrollado en este documento pero son importantes y debieran ser analizados y estos son las implicancias de la posición de la corte al aceptar que el inversionista en ADRs sin esponsor no tiene la propiedad de las acciones tiene una implicancia directa en el tratamiento tributario de este tipo de instrumentos, y el debate tributario de los ADRs no es un tema irrelevante, puede convertirse en un tema muy importante por ejemplo el caso de HSBC Holdings plc y en el Banco de Nueva York Mellon Corporation versus HMRC de Inglaterra (2012) en este caso el First-Tier Tribunal (Tax en Inglaterra) luego de escuchar a expertos de EE.UU e Inglaterra, acepto la tesis que los ADRs (independiente del nivel de ADR, con sponsor o sin sponsor) no representaban la propiedad respecto a las acciones de la compañía y que sólo otorgan derechos económicos, con las implicancias tributarias que ello implica en caso de una fusión, un proceso de reestructuración o un intercambio de acciones locales por ADRs, como ocurrió en este caso.

### **3. ADRs en el Contexto de las Leyes de Perú**

En las leyes peruanas la regulación de ADRs esta principalmente enfocada a los emisores de ADRs en una norma de CONASEV (hoy SMV) Resolución CONASEV N° 00358-1993 publicado el 22 de diciembre de 1993.

En lo referente al tema tributario, SUNAT en el INFORME N° 258-2003-SUNAT/2B0000, emitido el 17 de septiembre de 2003, en este informe SUNAT toma como referencia la resolución de CONASEV del año 1993 y acepta el tratamiento tributario de la inversión en un ADR de una empresa local sea considerado como si

fuese la inversión en la acción del subyacente, es decir no hace distinción para temas tributarios entre un ADR de una empresa local y el subyacente, la acción. (Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT), 2003)

En el caso de alguna controversia con un ADR de una empresa local, en el Perú no existe una legislación específica en caso los inversionistas sufran de un perjuicio económico producto de algún fraude de la compañía local, si el inversionista compro las acciones en una bolsa de Estados Unidos y no le permiten iniciar un proceso en EE. UU en base al SEA sección 10(b), tendrían que iniciar un proceso legal por la vía civil en la corte peruana el resultado final es impredecible.

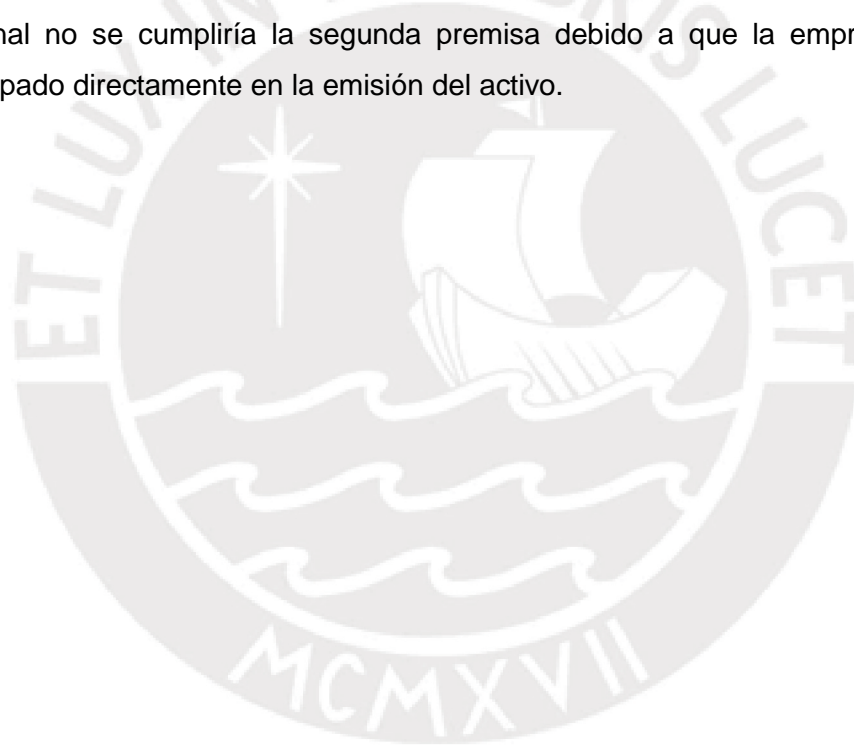
## **VII. Conclusiones**

- a. Los ADRs no son acciones, otorgan a los inversionistas derechos económicos, pero no generan derechos de propiedad debido a que la propiedad de las acciones que respaldan los ADRs es del banco emisor. Si se desea tener las acciones es posible que el inversionista en el ADR solicite se le registre como titular del instrumento o solicite la conversión del ADR y se le entreguen las acciones que representa en función al ratio del ADR.
- b. Después del fallo de Morrison y con la idea de la no extraterritorialidad en la aplicación de las normas de mercados de valores de EE. UU los inversionistas en ADR no pueden estar seguros de tener la protección de la Sección 10(B) del Security Exchange Act (1934). Morrison indica dos principios que deberían de cumplirse para poder aplicarse la SEA.
- c. Los inversionistas que tomen posiciones en ADRs nivel II y III tienen una mejor perspectiva de en caso de controversia poder iniciar un proceso en las cortes americanas en base a la Sección 10(b) del Security Exchange Act (1934) en base a dos criterios:
  - Un valor cotizado en una bolsa americana, o
  - Un valor es comprado o vendido en los Estados Unidos
- d. Los inversionistas que tomen posiciones en ADRs con esponsor nivel I por tanto los ADRs sólo negocian en mercado OTC podrían tener dificultades en que un tribunal

americano acepte revisar el caso debido a que aún puede existir un debate respecto a si el mercado OTC se puede considerar o no como una bolsa y por tanto cumplir con la primera premisa de Morrison.

- e. Los inversionistas que tomen posición en ADRs sin esponsor, por la naturaleza del instrumento, es poco probable puedan iniciar un proceso en las cortes americanas debido a que ya hay antecedentes en los que la corte ha opinado que no tienen jurisdicción para emitir un fallo en causas que involucren este tipo de instrumentos debido a que la empresa no ha participado en la emisión del ADR, en este caso es el banco depositario el que ha comprado las acciones para posteriormente emitir los ADR, pero en este caso la empresa no ha participado en el proceso.

En este tipo de ADRs no se cumpliría las dos premisas de Morrison, el valor cotiza en mercado OTC y si se aceptará la premisa que el mercado OTC es una bolsa nacional no se cumpliría la segunda premisa debido a que la empresa no ha participado directamente en la emisión del activo.



## REFERENCIAS

- Acevedo V., N., Fleisman V., D., Montoya V., A., & Mora C., A. M. (2010). Generalidades de los ADRS: Un estudio de caso sectorial para empresas de Colombia, México, Brasil y Chile. *Ecos de Economía*, 31, 64-97.
- 73rd United States Congress. (Junio de 1934). Securities Exchange Act of 1934.
- Bank of New York Mellon - BNY. (marzo de 2017). *The 2016 Depository Receipts Market Review*. Obtenido de <https://www.bnymellon.com/latam/en/home.jsp>
- Bank of New York Mellon -BNY. (10 de SEPTIEMBRE de 2017). *BNY MELLON - Depository Receipts*. Obtenido de <https://www.adrbnymellon.com/resources/dr-glossary/dr-glossary>
- Basak, S., Chabakauri, G., & Yavuz, M. (agosto de 2017). *Investor Protection and Asset Prices*. Obtenido de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2742961>
- Boehm, J. L. (2012). Private Securities Fraud Litigation after Morrison v. National Australia Bank: Reconsidering a Reliance-Based Approach to Extraterritoriality. *Harvard International Law Journal*, 53, 249-290.
- Cementos Pacasmayo - Emisión de ADR, FORM F-1 - Registration Statement under The Securities Act of 1933 (SEC - EDGAR 02 de febrero de 2012).
- Choi, S., & Guzman, A. T. (1996). The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 207-241.
- Citigroup Inc. (s.f.). *American Depository Receipts (ADRs): A Primer*. Recuperado el 15 de septiembre de 2017, de Depository Receipts Services: <https://depositoryreceipts.citi.com/adr/common/linkpage.aspx?linkFormat=I&pageID=6&subpageID=169>
- Citigroup Inc. (s.f.). *The Role of the Depository Bank*. Obtenido de <https://depositoryreceipts.citi.com/adr/common/file.aspx?id=1249>.
- Code of Federal Regulations - CFR, Título 17, Capítulo II, Parte 230; Sección 230.144A (Federal Register).
- Deutsche Bank - Global Transaction Banking. (2016). *Unsponsored ADRs - Market Review 2016*. Deutsche Bank. Obtenido de [www.db.com/gtb](http://www.db.com/gtb)
- Deutsche Bank. (2017). *Deutsche Bank Depository Receipts Services*. Obtenido de <https://www.adr.db.com/drweb/public/en/content/4233.html>
- Dodge, W. S. (2011). Morrison's Effects Test. *Southwestern Law Review*, 40, 687-696. Obtenido de [http://repository.uchastings.edu/faculty\\_scholarship/1024](http://repository.uchastings.edu/faculty_scholarship/1024)
- Evans, A. E. (1973). Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell. 468 F.2d 1326. *The American Journal of International Law*, 67(3).
- Ferris, C. (1975). Extraterritorial Boundaries of Federal Securities Law (Bersch v. Drexel Firestone, Inc.; IIT v. Vencap,Ltd.). *St. John's Law Review*, 50(2), 417-429.
- Fox, M. B. (Junio de 2012). Securities Class Actions Against Foreign Issuers. 64(5), 1173 - 1275.

- Gorga, É. (10 de Noviembre de 2015). The Impact of the Financial Crisis on Nonfinancial Firms: The Case of Brazilian Corporations and the 'Double Circularity' Problem in Transnational Securities Litigation. *Yale Law & Economics Research Paper*(518), 52. Obtenido de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2522580##](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2522580##)
- Graña y Montero - Emision ADR, FORM F-1 - Registration Statement under The Securities Act of 1933 (SEC 06 de abril de 2013).
- Hail, L., & Leuz, C. (2009). Cost of Capital Effects and Changes in Growth Expectations Around U.S. Cross-Listings. *Journal of Financial Economics*, 93, 428 - 454.
- Herbers, P. V. (1977). Extraterritorial Application of United States - IT v. Vencap, Ltd. *Missouri Law Review*, 42, 158-167.
- J.P. Morgan. (2017). *J.P. Morgan*. Recuperado el 15 de septiembre de 2017, de DR Market Activity: <https://www.adr.com/Investors/Markets>
- Karolyi, G. (agosto de 2004). The Role of American Depositary Receipts in the Development of Emerging Equity Markets. *Review of Economics & Statistics*, 86(3), 670-690.
- Koury, J. (2014). Extraterritoriality for Securities Fraud Post-Morrison. *Emory Corporate Governance and Accountability Review*. Obtenido de <http://law.emory.edu/ecgar/content/volume-1/issue-1/essays/extraterritoriality-securities-fraud.html>
- Langevoort, D. C. (1992). "Schoenbaum" Revisited: Limiting the Scope of Antifraud Protection in an Internationalized Securities Marketplace. *Law and Contemporary Problems*, 55(4), 241-261. Obtenido de [https://www.jstor.org/stable/1192111?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1192111?seq=1#page_scan_tab_contents)
- López Alvarez, A. L. (2008). Introducción a la Regulación de Valores en los Estados Unidos. *eMercatoria*, 7(2).
- Mark Stoyas and Others v TOSHIBA Corporation, Case No. CV 15-04194 DDP (JCx) (United States - Central District of California 05 de mayo de 2016).
- Morrison et al. versus National Australia Bank Ltd. et al. Certiorari To The United States Court Of Appeals For The Second Circuit, No. 08–1191 (Supreme Court of the United States 2010).
- New York Times. (8 de octubre de 2009). Banco Santander's Brazil Unit Raises \$8 Billion in I.P.O. Obtenido de <http://www.nytimes.com/2009/10/08/business/global/08santander.html>
- Painter, R. W. (2011). The Dodd-Frank Extraterritorial Jurisdiction Provision: Was It Effective, Needed or Sufficient? *Harvard Business Law Review*, 1, 195-229.
- Palmiter, A. R. (2017). *Securities Regulation* (Septima ed.). New York: Wolters Kluwer.
- SEC - Exemption from Registration under Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 for Foreign Private Issuers, Release N°. 34-58465; International Series Release N°. 1309 (FILE NO. S7-04-08 10 de octubre de 2008).



Soshkina, V. (2012). Beyond Morrison: The Effect of The "Presumption Against Extraterritoriality" and The Transactional Test on Foreign Tender Offers. *William & Mary Law Review*, 54, 263 - 294.

Sullivan & Cromwell LLP. (21 de MAYO de 2012). *UK tax treatment of depositary receipts: HMRC will still treat ADR holders as beneficial owners of shares*. Obtenido de <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=41a3e654-ffa6-4a52-9d7c-1e0af933ee80>

Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT). (2003). *INFORME N° 258-2003-SUNAT/2B0000*. SUNAT.

The Sarbanes-Oxley Act, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (30 de julio de 2002).

U.S. Securities and Exchange Commission. (s.f.). *Investor Bulletin: American Depositary Receipts*. Recuperado el 15 de agosto de 2017, de <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsinvesthtm.html>

United States v. Vilar, 729 F.3d 62, 66 (2do Circuito 2013).

