

HACIA LA AUTORREGULACIÓN VOLUNTARIA EN LOS MERCADOS CAPITALES EMERGENTES: EL CASO BRASILEÑO

MSc. Carlos E. Valenciano Góngora

Resumen

En 2013 inició funciones en Brasil el “*Comitê de Aquisições e Fusões*”, producto del esfuerzo conjunto de sus principales participantes por fortalecer el mercado local mediante el establecimiento de un esquema de autorregulación voluntaria de las operaciones de cambio de control y reorganización societaria. Con el ***Novo Mercado*** como derrotero, forma parte de un esfuerzo integral por implementar mecanismos de gobernanza corporativa que, además de disminuir el riesgo de conflicto de interés al seno de este tipo de operaciones y mejorar la protección al inversionista, responda a una estrategia de consolidación del mercado. Inspirado en el modelo británico de autorregulación, el reto yace en adaptar un sistema cuyo éxito sólo ha sido probado en condiciones de mercado particulares.

Palabras clave

Autorregulación voluntaria, dualismo regulatorio, protección al inversionista, Problema de Olson, mercados de capitales emergentes.

Abstract

In 2013, the “*Comitê de Aquisições e Fusões*” was launched in Brazil as part of a joint effort of its main players to strengthen the local market through the establishment of a self-regulation mechanism over change of control and corporate reorganization operations. Drawing on the success of the ***Novo Mercado***, it aims to implement corporate governance mechanisms that, besides reducing the risk of conflict of interest and improving investor protection, are also part of a long-term strategy for the consolidation of the Brazilian capital markets. Inspired by the British takeover regulation model, its main challenge is to adapt a system that has only been proved successful in particular market conditions.

Key words

self-regulation, regulatory dualism, investor protection, Olson Problem, emerging capital markets.

SUMARIO

- I. Introducción.
- II. Reseña del desarrollo histórico reciente del mercado de capitales brasileño.
- III. El camino hacia la autorregulación en los mercados de capitales emergentes.
 - 1. Origen histórico: el modelo británico de autorregulación de las adquisiciones y fusiones.
 - 2. Implementación institucional: El Panel on Takeovers and Mergers.
 - 3. Implementación normativa: El City Code on Takeovers and Mergers.
- IV. El modelo brasileño de autorregulación de los mercados capitales.
 - 1. Implementación institucional: El Comitê de Aquisições e Fusões.
 - 2. Implementación normativa: El Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões.
- V. Conclusiones.
 - 1. ¿Desatar o cortar el “Nudo Gordiano” del “Problema de Olson” intrínseco al mercado de capitales brasileño?
 - 2. La autorregulación voluntaria: un ejercicio de disciplina y confianza de y en el mercado.
 - 3. Algunas preguntas (aún sin responder).
 - 4. Quo vadis?

HACIA LA AUTORREGULACIÓN VOLUNTARIA
EN LOS MERCADOS CAPITALES EMERGENTES:
EL CASO BRASILEÑO

MSc. Carlos E. Valenciano Góngor

I. Introducción

En el mes de agosto de 2013 inició funciones en Brasil el “Comitê de Aquisições e Fusões” (CAF) o Comité de Adquisiciones y Fusiones, producto del esfuerzo conjunto de las principales entidades participantes por fortalecer, mediante el establecimiento de un esquema de autorregulación voluntaria de estas operaciones, el mercado brasileño.

Inspirado en el modelo británico de autorregulación de las adquisiciones, que busca primordialmente asegurar el tratamiento equitativo de todos los accionistas en el curso de una Oferta Pública de Adquisición (OPA), el CAF y su norma rectora, el *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões* (CdAF) o Código de Autorregulación de Adquisiciones y Fusiones, pretenden corregir algunas de las deficiencias del mercado de capitales local, reflejadas tanto en la pobre implementación por parte de las compañías de mecanismos básicos de gobernanza corporativa, como en

las lagunas que acusa el marco regulatorio respecto de operaciones tales como la reorganización societaria y el cambio de control, en detrimento del pequeño inversionista.

En la línea del *Takeover Code* británico, su homólogo brasileño establece, por ejemplo, que el accionista o grupo de accionistas que alcanzare de forma directa o indirecta una “participación accionaria relevante”¹, sea por medio de una o de varias operaciones, deberá realizar una oferta pública de adquisición² de todas las demás acciones y títulos valores convertibles en acciones emitidos por la compañía adherente.³ El Código prohíbe también, al seno de las operaciones de reorganización societaria, la adopción de diferentes términos de intercambio para los titulares de acciones de la misma clase y tipo, salvo que tales diferencias sean aprobadas en asamblea especial de la compañía o bien, dispensadas por el CAF ante una situación concreta, con base en la diversa cotización de dichos títulos en el mercado.⁴

1 El artículo 2 del Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões (con las modificaciones aprobadas el 21 de enero de 2014) define la “Participación Accionaria Relevante” como: “ (...) la titularidad de acciones con derecho de voto emitidas por la compañía adherente, en un porcentaje igual o superior al fijado en el pacto constitutivo de la compañía adherente, el cual no podrá ser inferior al 20% (veinte por ciento) ni superior al 30% (treinta por ciento).” Disponible en: http://www.cafbrasil.org.br/downloads/novos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf

2 Artículo 65, Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões (con las modificaciones aprobadas el 21 de enero de 2014). Disponible en: http://www.cafbrasil.org.br/downloads/novos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf

3 Entendida como la compañía abierta que voluntariamente se haya adherido a la regulación y fiscalización del CAF.

4 Artículos 79-80, Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões (con las modificaciones aprobadas el 21 de enero de 2014). Disponible en: http://www.cafbrasil.org.br/downloads/novos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf

El presente trabajo parte de una duda elemental: ¿Por qué un mercado dominado por grandes bloques de accionistas e históricamente proteccionista de sus participantes más influyentes -los grupos controladores y directores de firmas-, buscaría emular un mecanismo de regulación basado en los méritos de los mercados⁵, en aparente detrimento de la posición privilegiada de estos constituyentes?

En este sentido, GILSON, HANSMANN y PARGENDLER⁶, han hecho notar que las economías en desarrollo afrontan enormes retos al tratar de establecer mercados capitales eficientes, dada la oposición de los grupos hegemónicos a políticas que afecten la concentración del capital y a la apertura de la gobernanza corporativa a la influencia externa. Tal es el caso de Brasil, en donde el férreo imperio de los socios controladores y la implementación inarticulada de políticas tendientes a activar el mercado de capitales -como los incentivos a la inversión en acciones sin derecho de voto-, terminaron por reducir a los inversionistas minoritarios a la marginalidad, repercutiendo en el costo del capital y en la consecuente contracción del mercado.

La adopción del modelo británico resulta curiosa también a la luz del hecho que, a diferencia de las compañías brasileñas, muchas de las firmas británicas son abiertas y tradicionalmente no han abrigado grandes bloques de accionistas, con la notable excepción de los inversionistas institucionales.⁷

Luego, sorprende la elección de un sistema de autorregulación que, a primera vista, se antoja lejano e inconsistente con la realidad del mercado brasileño. En defensa alega EIZIRIK⁸ que, a pesar de la expansión y creciente sofisticación del mercado local, la regulación existente ha probado ser insuficiente para determinar, por ejemplo, si una operación implica o no un cambio de control, generando duda sobre la obligación del oferente de cursar una oferta por todas las acciones de la compañía-objetivo, abonando al aumento de los costos transaccionales.

Según el jurista brasileño⁹, los estudios comisionados por BM&FBOVESPA concluyeron que en Brasil era necesario un órgano de autorregulación similar al *Takeover Panel* para poder evaluar los cambios de control en las compañías

5 j. armour; d. a. skeel. "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation", *Georgetown Law Journal*, Vol. 95, p.1727, 2007; ECGI - Law Working Paper No. 73/2006. Página 1729. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=928928> [Fecha de consulta: 04/08/13,16:15]

6 r. j. gilson; h. hansmann; m. pargendler. "Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU", *Faculty Scholarship Series. Paper 28*. Páginas 3-4. Disponible en: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/28. [Fecha de consulta: 04/08/13,17:00]

7 g. a. ferrarini; g. p. miller. "A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe (October 30, 2009)", *Cornell International Law Journal*, forthcoming; ECGI - Law Working Paper No. 139/2010; *NYU Law and Economics Research Paper No. 09-42*, 2009. Página 42. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1497083> [Fecha de consulta: 04/08/13,16:30]

8 bm&fbovespa. Nota periodística, entrevista a Nelson Eizirik. *Espaço Jurídico*. BM&F BOVESPA. Por Andréa Háfez, 28.06.2012. Disponible en: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/Analises-de-mudancas-de-controle-devem-ter-por-base-diretrizes.asp> [Fecha de consulta: 05/08/13,09:00]

9 *Ibidem*.

abiertas, estableciendo al efecto principios más flexibles que fueran dictados y adoptados por el propio mercado, a tono con la creciente complejidad de las transacciones de adquisición. El modelo británico es ciertamente reconocido por su flexibilidad y eficacia; sin embargo, también se ha señalado que funciona eficientemente en razón de la idiosincrasia del mercado que regula. La autorregulación requiere, en alguna medida, la capacidad de alinear incentivos en un ambiente en donde la vigilancia de los pares participantes tenga un efecto disuasorio, circunstancias que, en principio, se extrañan en el mercado brasileño de capitales.

Luego, es menester llamar la atención respecto de algunos aspectos del CAF que amagan dificultad en su implementación: ¿Será viable la autorregulación en el mercado brasileño, dado el alineamiento actual de los intereses de sus participantes? ¿Cómo se "*tropicalizará*" el modelo británico -identificado como arquetípico por los gestores del CAF- para adecuarse a las necesidades del mercado local y salvar potenciales incompatibilidades con las estructuras regulatorias e institucionales existentes? ¿Afectará la voluntariedad de la adhesión al CAF su eficacia? No obstante, una pregunta se impone sobre las demás: ¿Beneficiará en última instancia

la implementación de este modelo a los accionistas minoritarios, no sólo dotándolos de mayor protección, manifiesta a través de mejores instrumentos de gobernanza corporativa, sino aumentando también su potencial de creación de valor?¹⁰

Este artículo iniciará con una somera revisión histórico-legislativa del desarrollo reciente del mercado brasileño de capitales, desde su incipiente promoción en la década del sesenta por parte de los gobiernos militares, hasta el lanzamiento del *Novo Mercado* como un sistema regulatorio dual implementado con el propósito de mejorar la protección al inversionista sin afectar el *status quo* de los grupos controladores. Posteriormente, analizará las generalidades del fenómeno de autorregulación utilizando como base la experiencia británica, dedicando su último apartado a presentar brevemente las características principales del CAF y su Código. Dicha revisión plantea como hipótesis que la implementación en Brasil de un sistema de autorregulación voluntaria inspirado en el modelo británico trasciende el propósito inmediato de monitorear las operaciones de reorganización societaria y cambio de control, formando parte de un esfuerzo mayor por estimular el mercado de capitales local con base en el mejoramiento de los mecanismos de protección al inversionista.

10 EIZIRIK, promotor del CAF, cita evidencia en sustento de la existencia de una correlación estrecha entre el desarrollo económico y el de los mercados capitales, apuntando a su incidencia en el estímulo a la creación de empresas. Al efecto, refiere a la obra de nilson teixeira, "O mercado de capitais à luz de seus avanços e desafios". En: e. lisboa bacha; l. chrysostomo de oliveira filho (org.). "Mercado de Capitais e Crescimento Econômico". Rio de Janeiro, Contra Capa Livraria/ANBID, 2005, páginas 113 y ss. *Vid.* n. eizirik; a. b. gaal; f. parente; m. henriques. "Mercado de Capitais – regime jurídico". Tercera Edición revisada y ampliada. Rio de Janeiro. Renovar, 2011, página 10. Sin embargo, cabe preguntarse si dicha correlación puede trazarse también en relación con un mejoramiento en la posición de los accionistas minoritarios.

II. **Reseña del desarrollo histórico del mercado de capitales brasileño**

Señalan EIZIRIK *et al.*¹¹ que en los últimos años el mercado de capitales brasileño ha mostrado una notable evolución, reportándose un aumento considerable no sólo en el número de ofertas, sino también en el monto de los recursos captados mediante la emisión de acciones. Remitiéndose a penas a los datos más recientes y más antiguos referenciados en dicho trabajo puede constatarse que, mientras en 2004 se registraron nueve Ofertas Primarias de Acciones (alcanzando un volumen de R\$ 4.469.902.764,80¹²) y doce Ofertas Secundarias, sumando en total poco más de nueve mil millones de reales, en 2010 se reportaron nada menos que veintitrés Ofertas Primarias de Acciones (por R\$ 145.208.531.033,85) y once Ofertas Secundarias, para un total de más de ciento cincuenta mil millones de reales.^{13, 14}

¿Cómo puede explicarse este salto exponencial de más de dieciséis veces en el volumen de captación a través de

la oferta de acciones en el mercado de capitales brasileño en poco más de un lustro? Esto resulta aún más sorprendente cuando, analizando longitudinalmente su desarrollo durante los últimos cincuenta años, este mercado podría describirse -salvo picos claramente identificables- como letárgico, propio de una economía cerrada dominada por firmas familiares y empresas estatales. Un estudio publicado en julio de 2000 por BOVESPA¹⁵ sugería que su histórico desaliento no ha obedecido propiamente a un vacío legal o institucional, sino a una serie de políticas económicas que indujeron al mercado al ostracismo, encauzando las necesidades de financiamiento de las compañías hacia créditos comerciales o a la aplicación de utilidades retenidas, a la vez que incentivando la inversión en productos financieros patrocinados por el Estado que fomentaban la concentración de capital. Luego, a pesar de que progresivamente se irían sentando las bases regulatorias e institucionales para la apertura del mercado, el plan económico imperante perpetuó la paradoja descrita en la obra citada como una situación “huevo-gallina”, en la que la falta de densidad en el mercado de capitales impedía

a su vez la creación de la liquidez necesaria para su consolidación.

Muchos de los estudios históricos del mercado de capitales brasileño toman como punto de partida la década de los sesenta, en la que una inflación galopante, aunada a la llamada “*Ley de Usura*” -que limitaba las tasas anuales de interés a un máximo del 12%- sofocaron el desarrollo de los mercados financieros, mientras la incertidumbre generalizada llevaba a los ahorradores a invertir sobretudo en inmuebles y a evitar colocar sus fondos en títulos públicos o privados.¹⁶ Fue en esta misma década, con el golpe de 1964 y la consecuente instauración del régimen militar que se perpetuaría hasta 1985, que se inició un programa de profunda reforma económica, teniendo la re-estructuración de los mercados financieros como uno de sus principales ejes.

En las dos décadas antecedentes, y a pesar de la permanente necesidad de financiamiento, sobretudo de largo plazo, el mercado de capitales resultó inefectivo pues, como lo señala TANJI¹⁷, los títulos privados de deuda se emitían con plazos muy cortos, en tanto que los títulos de deuda pública servían básicamente para que los proveedores del Estado pudiesen cumplir con la caución

exigida en los contratos administrativos. En línea con lo antes reseñado, la autora llama la atención respecto del hecho que, en el período bajo estudio, mientras la inflación frisaba el 12% anual, se vedaba la estipulación de obligaciones con cláusula de indexación¹⁸, a la vez que se prohibía también el cobro de intereses anuales superiores al 12%, abonando a la incertidumbre y al estancamiento de las unidades productivas.¹⁹

En el marco de esta la reforma de los mercados financieros, la doctrina coincide en la relevancia de cuatro leyes principales: la Ley nº 4.380/64, que vino a regular el “sistema financiero de vivienda” y las sociedades de crédito inmobiliario²⁰; la Ley nº 4.537/64, que instituyó la corrección monetaria; la Ley nº 4.595/64, denominada “Ley de la reforma bancaria”; y la Ley nº 4.728/1965, primera ley especial reguladora de los mercados capitales.²¹

Como una de las primeras medidas destinadas a mitigar la inflación y a re-establecer la confianza de los inversionistas en los títulos de deuda pública, la Ley nº 4.537/64 instituyó la corrección monetaria con el primer indexador nacional, las “*Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional*” u Obligaciones Reajustables del

11 n. eizirik; a. b. gaal; f. parente; m. henriques. “Mercado de Capitais – regime jurídico”, Tercera Edición revisada y ampliada. Río de Janeiro. Renovar, 2011. Introducción (sin página).
12 De acuerdo con el registro disponible en el sitio en Internet de la Comisión de Títulos Valores (Comissão de Valores Mobiliários o CVM, por sus siglas en portugués), el volumen total para Ofertas Primarias de Acciones en 2004 fue de R\$ 4.522.552.764,89 y no de R\$ 4.469.902.764,80, como lo indica la obra citada. Datos disponibles en: comissão de valores mobiliários. (Sitio en Internet): <http://www.cvm.gov.br> [Fecha de consulta: 02/10/13,17:00]
13 Para el año 2010, la obra citada ofrece una cifra que incluye todos los tipos de Oferta Primaria y Secundaria (acciones, certificados de depósito de acciones, debêntures, cuotas de fondos inmobiliarios), y no sólo las de acciones. Con el fin de fijar la oferta de acciones como variable de análisis histórico, la información ofrecida en este artículo para este año incluye únicamente la correspondiente a dicho valor.
14 Al 03 de octubre de 2013, se habían registrado ante la CVM 11 Ofertas Primarias de Acciones (R\$ 4.938.937.468,63) y 5 Ofertas Secundarias, para un total de R\$ 17.323.035.442,91. Disponible en: comissão de valores mobiliários. (Sitio en Internet): <http://www.cvm.gov.br> [Fecha de consulta: 02/10/13,16:45]
15 mb asociados. “Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro.” Publicado por bm&fbovespa en julio de 2000. Página 5. Disponible en: http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf [Fecha de consulta: 04/10/13,08:40]

16 comissão de valores mobiliários. “Portal do Investidor”, sitio ligado a la Comisión de Títulos Valores. Sección: *História do Mercado de Capitais*. Disponible en: http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html [Fecha de consulta: 04/10/13,09:00]
17 m. tanji. “Mercado de Capitais Brasileiro e Tutela Coletiva dos Interesses.” Tesis presentada ante el Tribunal Examinador de la Facultad de Derecho de la Universidad de São Paulo como exigencia parcial para la obtención del título de Máster en Derecho. Facultad de Derecho de la Universidad de São Paulo, 2009. Página 28.
18 De conformidad con el Decreto Nº 23.501 del 27 de noviembre de 1933. Disponible en: http://legis.senado.gov.br/legislacao/ListaNormas.action?numero=23501&tipo_norma=DEC&data=19331127&link=s [Fecha de consulta: 04/10/13,10:00]
19 De conformidad con el Decreto Nº 22.626 del 7 de abril de 1933. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d22626.htm [Fecha de consulta: 04/10/13,10:10]
20 **Op. Cit. #17**, página 30.
21 **Ídem #16**.

Tesoro Nacional²², que funcionaron a guisa de una “moneda” con poder adquisitivo estable, al tener un valor reajutable con base en la inflación del período.²³

La Ley nº 4.595/64, con una fuerte vocación de reforma estructural, vino a replantear desde sus cimientos el sistema de intermediación financiera en el mercado local, creando el Banco Central y el Consejo Monetario Nacional, este último con competencias en el campo monetario, de fiscalización y administrativo.²⁴ Por último, la Ley nº4.728/1965, que disciplina el mercado de capitales y establece medidas para su desarrollo.²⁵

BULHÕES PEDREIRA y LAMY FILHO (1995), citados por TANJI²⁶ (2009), resumen así las políticas y medidas implementadas en dicha Ley para modernizar el mercado de capitales: (i) definición de un marco institucional para la creación de un sistema de distribución de los títulos en los mercados de capitales; (ii) formación del mercado de obligaciones privadas de mediano y largo plazo; (iii) disciplina y fiscalización de las operaciones realizadas en el mercado según el modelo adoptado en los Estados Unidos de América a partir de la creación del SEC

en 1934; (iv) innovaciones consideradas urgentes en la disciplina de las obligaciones (*debêntures*) y demás temas relativos a las sociedades por acciones; y (v) modificaciones al Impuesto sobre la Renta con el objetivo de controlar su incidencia sobre el rendimiento de títulos en el mercado de capitales.

Entre los alcances de la implementación de estas leyes sobre el mercado de capitales se cuentan la reforma legal de la Bolsa de Valores, la profesionalización y transformación de los corredores de fondos en Sociedades de Correduría y la creación de la Banca de Inversión.²⁷

Habiendo erigido las bases del andamiaje institucional que daría soporte al mercado de capitales, los esfuerzos políticos y legislativos se encauzaron entonces a recuperar la confianza del inversionista. Como medidas inmediatas para estimular la captación de recursos del público, se buscó combatir la inflación y sobretodo, crear incentivos fiscales²⁸ que, en teoría, expandirían el mercado y llevarían a la progresiva apertura del capital de las sociedades anónimas en el Brasil.²⁹

Señala TANJI³⁰ que en 1967 las sociedades anónimas enfrentaron una crisis de

liquidez que el Estado intentó solucionar introduciendo un incentivo fiscal conocido como “*Fundos 157*” o Fondos 157³¹, que permitía tanto a personas físicas como jurídicas, en diversa proporción, aplicar parte del pago debido por concepto de Impuesto sobre la Renta a la adquisición de “certificados de compra” o participaciones en fondos de inversión tenedores de acciones de compañías abiertas que cumplieran con los fines legalmente establecidos.³² Estas compañías debían aplicar los recursos captados como capital de trabajo en el plazo de tres años. El incentivo buscaba no sólo aumentar el ingreso de recursos mediante la colocación de acciones, sino sobretodo promover, al menos formalmente, la apertura del capital societario. Así, el artículo 7 del *Decreto Ley Nº 157/67* imponía a las instituciones financieras que ofrecían estos fondos la obligación de comprar exclusivamente acciones u obligaciones de empresas que se comprometieran bien: a abrir su capital mediante un aumento de capital en el que los accionistas originales debían suscribir al menos el 20% del valor de la emisión; a colocar en el mercado obligaciones convertibles en acciones con un plazo mínimo de tres años, debiendo los actuales accionistas suscribir el 20% del valor de la emisión; o bien, enajenar inmuebles

por un valor equivalente a mínimo el 15% del capital social; esto, aunado a la promesa de aplicar los recursos provenientes de dichos aumentos como capital circulante por un periodo no menor de tres años.

En efecto, este estímulo rápidamente incrementó no sólo la demanda de acciones, sino también el precio de los valores subyacentes a dichos fondos. Sin embargo, estas medidas no se verían reflejadas en una verdadera dinamización y profundización de los mercados capitales; por el contrario, fomentaría en los ahorradores el interés de colocar sus recursos en productos con “patrocinio estatal” y, en las compañías, la dependencia de formas de financiamiento subsidiado. Igual efecto surtió la creación del *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social*³³, que vendría a aumentar la oferta de recursos financieros más baratos que los disponibles de ordinario en el mercado de capitales.

Esta política intervencionista generó una distorsión en el mercado de capitales brasileño, que se expandía de manera artificial y por diseño, habilitando recursos baratos que permitirían en última instancia a los grupos hegemónicos conservar el control de las firmas sin tener que abrir su gestión a la

22 banco do brasil. (sitio en Internet del Banco del Brasil) sección “*Retrato da empresa*”. Disponible en: http://www.bb.com.br/portaltbb/page3,102,3527,0,0,1,8.bb?codigoNoticia=1093&codigoMenu=1193&codigoRet=11085&bread=3_4 [Fecha de consulta: 05/10/13, 08:00]
23 cálculo certo. (sitio en Internet). Sección “*Informações*”. Disponible en: http://www.calculocerto.com.br/inf_corr_mon_oficial_brasil.html [Fecha de consulta: 05/10/13, 08:30]
24 *Op. Cit. #17*, página 31.
25 jusbrasil (Sitio en Internet de la Presidencia de la República Federativa del Brasil): <http://presrepublica.jusbrasil.com.br/legislacao/104958/lei-do-mercado-de-capital-lei-4728-65>
26 *Op. Cit. #17*, página 32, citando a: j. lamy filho; j. l. bulhões pedreira. “A Lei das S.A.: pressupostos. Elaboração.” Segunda Edición. Río de Janeiro: Renovar, 1995, página 123.
27 Ídem *#16*.
28 Entre ellos, los conferidos en los **artículos 52** y siguientes de la Ley nº 4.728.
29 *Op. Cit. #17*, página 32.
30 *Ibidem*, página 34.

31 Nombre inspirado en el número de decreto que los estableció, a saber, el Decreto Ley Nº 157 del 10 de febrero de 1967. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm [Fecha de consulta: 07/10/13,10:00]
32 Así, el **artículo 1** de dicho Decreto Ley, establece: “*Art 1º De acôrdo com os têrmos dêste Decreto-lei, os contribuintes do impôsto de renda, nos limites das redações previstas nos artigos 3º e 4º, terão a faculdade de oferecer recursos às instituições financeiras, enumeradas no artigo 2º, que os aplicarão na compra de ações e debêntures, emitidas por emprêsas cuja atuação corresponda aos meios e aos fins estabelecidos no artigo 7º.*”; permitiendo a los contribuyentes colocar recursos entre las instituciones financieras, quienes a su vez habrían de aplicarlos a la compra de acciones y obligaciones emitidas por empresas alineadas con los fines establecidos en el **artículo 7** de dicho Decreto.
33 El BNDES se presenta, aún hoy, como el principal medio de financiamiento de largo plazo para la realización de inversiones en todos los segmentos de la economía, bajo una política que incluye las dimensiones social, regional y ambiental. *Vid.* banco nacional de desenvolvimento econômico e social. Disponible en: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/ [Fecha de consulta: 07/10/13,09:00]

participación y escrutinio de terceros, a tono con el manejo tradicionalmente personalista de las empresas familiares brasileñas. Posteriormente, la *Lei das Sociedades Anônimas*³⁴ o Ley de las Sociedades Anónimas, vendría a maximizar la influencia de los socios controladores en la estructura societaria, facilitando la concentración de poder en sociedades con bases de capital de por sí reducido.³⁵ Así, el plan trazado para alentar el desarrollo del mercado de capitales, redundó, irónicamente, en la creación de una cultura societaria enfrentada con la apertura de capital.

Con los incentivos fiscales a este tipo de inversión creció la demanda por acciones, sin que hubiese un aumento correlativo en las emisiones. Esta situación desencadenó una fuerte onda especulativa, materializada en una escalada entre diciembre de 1970 y 1971, conocida como el “boom” de la Bolsa de 1971.³⁶ Durante el primer trimestre de este año³⁷ se registraría un clima de euforia y especulación que multiplicaría el número de transacciones y elevaría el precio de las acciones en la Bolsa de Valores de Rio de Janeiro hasta en un 230%. Esta coyuntura permitió a los inversionistas más experimentados obtener grandes ganancias y dio pie a situaciones de manipulación relacionados con el uso de información privilegiada. Anticipando las

consecuencias de este sobrecalentamiento, los inversionistas sofisticados vendieron, mientras que el mercado, reaccionado en diferido a la euforia inicial, abarrotaba el piso con nuevas emisiones, forzando a los pequeños inversionistas, ante la baja, a liquidar en desventaja sus participaciones.³⁸

Cayó el volumen transaccional y con él, el valor de las acciones, y al “boom” seguiría un periodo de depresión que se extendería por varios años, marcado por la desconfianza hacia el mercado de capitales, cuyos yerros los inversionistas imputaron a los intermediarios y sobretodo a la pobre labor del Banco Central (BACEN), emanando como corolario la determinación de reformar el sistema en pos de una mayor protección al inversionista y la substitución del BACEN en su función fiscalizadora del mercado.³⁹

Para 1974⁴⁰ se había puesto cota a la aplicación de incentivos fiscales a la inversión en el mercado de capitales⁴¹; no obstante, según reseña el sitio *Portal do Investidor*⁴², se continuarían implementando otros de similar naturaleza, incluida la exención fiscal de las ganancias obtenidas en la Bolsa y la posibilidad de rebajar del Impuesto sobre la Renta parte de las inversiones en la suscripción pública de acciones producto de aumentos de capital.

34 Ley nº 6.404 del 15 de diciembre de 1976, que dispone sobre las sociedades por acciones. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm [Fecha de consulta: 07/10/13, 11:00]
35 *Ídem* #15.
36 *Ídem* #16.
37 *Op. Cit.* #17, páginas 34-35.
38 *Ídem* #16.
39 *Op. Cit.* #17, página 35.
40 Decreto Ley nº 1.338 del 23 de julio de 1974. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del1338-74.htm [Fecha de consulta: 09/10/13, 23:00]
41 *Ídem* #39.
42 *Ídem* #16.

A partir de 1975 se comienza a notar una recuperación del mercado, gracias a los nuevos recursos introducidos al sistema, incluyendo las reservas de las aseguradoras, recursos de nuevos fondos, de los fondos de pensiones y de *Fundos 157*, así como a la creación de las Sociedades de Inversión⁴³ para captar recursos externos.⁴⁴

A lo largo de la década del setenta el mercado trataría lentamente de recuperarse de la debacle de 1971, destacándose en este período⁴⁵ la reglamentación de las inversiones extranjeras en el mercado de capitales doméstico y la regulación de los fondos privados de pensiones (1977). Sin embargo, dos serían las normas promulgadas en 1976, aún vigentes, que marcarían un cambio notable en el mercado de capitales brasileño: la Ley nº 6.404/76, que vino a ofrecer un marco legal propio a las sociedades anónimas, y la Ley nº 6.385/76, “Ley del Mercado de Capitales” cuyo aporte más relevante sería la creación de la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o Comisión de Títulos Valores.

Recuérdese que hasta entonces las sociedades anónimas se encontraban reguladas por el muy básico Decreto Ley nº 2.627/40⁴⁶, cuyo limitado alcance no servía al interés del plan económico del gobierno de potenciar la empresa nacional

43 Decreto Ley nº 1.401 del 07 de mayo de 1975. Revocado mediante Decreto Ley nº 1.986 del 28 de diciembre de 1982. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del1401.htm [Fecha de consulta: 09/10/13, 22:30]
44 *Ídem* #16.
45 abamec. “Proteção ao investidor e fortalecimento do mercado de capitais.” *XVII Congresso Anual da ABAMEC realizado em abril de 2002 em Porto Alegre – RS*, página 3. Disponible en : <http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/XVIICongressoABAMEC.doc> [Fecha de consulta: 09/10/13, 21:00]
46 Decreto Ley nº 2.627 del 26 de septiembre de 1940. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm [Fecha de consulta: 09/10/13, 19:00]
47 *Op. Cit.* #17, página 36.
48 *Ibidem*, páginas 36-37.
49 *Ídem* #34.

frente a las compañías multinacionales. De ahí que, según TANJI⁴⁷, la creación y desarrollo del mercado primario de acciones buscó, precisamente:

“otorgar al empresario brasileño acceso al ahorro popular y, así, que la cuantiosa inversión necesaria para la actividad económica fuera destinada en particular a la gran empresa nacional, mitigando la dependencia de recursos estatales para hacer frente a la competencia internacional.”

Y es que la “Ley de Sociedades Anónimas” y la “Ley de Mercados Capitales” fueron entendidas por sus redactores como complementarias, en el sentido que, para lograr el fortalecimiento de la empresa nacional, resultaba necesario no sólo crear un marco jurídico especial para las sociedades por acciones, sino además mejorar los mercados capitales, aunado a una reforma tributaria que restringiera los mecanismos de “ahorro forzado”, de los cuales el sector público era el beneficiario último, y que, en cambio, estos recursos fueran vertidos directamente en el mercado.⁴⁸

Así, la Ley nº 6.404⁴⁹ del 15 de diciembre de 1976 vino a regular de manera detallada la organización y operación de las sociedades por acciones, incluyendo la emisión por parte

de estas compañías de otros títulos. Introdujo la diferencia entre compañías abiertas y cerradas, radicando ésta en si los títulos valores emitidos se encontraban admitidos para su negociación en bolsa o en mercados no organizados, para lo cual la compañía debía estar registrada ante la CVM.⁵⁰

La Ley nº 6.385/76⁵¹ del 07 de diciembre de 1976 vino a regular el mercado de capitales, creando al efecto la CVM, hecho que devolvería la confianza en el mercado y que alentaría tanto el número de empresas como de inversionistas participantes. ANDREZO y LIMA (1999)⁵² señalan, en consonancia con la exposición de motivos de dicha ley, que el objeto de la misma era:

“(…) crear la estructura jurídica necesaria para el fortalecimiento del mercado de capitales en el país, imprescindible para la sobrevivencia de la empresa privada en la fase actual de la economía brasileña. La movilización del ahorro popular y de encauzamiento voluntario hacia el sector empresarial exige, sobretudo, el establecimiento de un sistema que asegure al accionista minoritario el respeto a reglas definidas y equitativas, las cuales, sin inmovilizar al empresario en sus iniciativas, ofrezcan suficientes atractivos de rentabilidad y seguridad.”

50 Esta definición, recogida en el **artículo 4** de la norma, sería modificada por la Ley nº 10.303 del 2001, indicando que una compañía es abierta o cerrada según los valores por ella emitidos sean o no admitidos para negociación en el mercado de capitales, que solamente los títulos emitidos por una compañía registrada en la CVM pueden ser negociados en el mercado de capitales, y que ninguna distribución pública de títulos será efectuada en el mercado sin previa inscripción ante la CVM.

51 Ley nº 6.385/76 del 07 de diciembre de 1976. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm [Fecha de consulta: 09/10/13, 21:15]

52 **Op. Cit. #45**, página 3, citando a: a. f. andrezo; i. s. lima. “Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais.” São Paulo, Editora Pionera, 1999, 338 p.

53 **Op. Cit. #17**, página 37.

54 **Ibidem**, página 38.

La disciplina del mercado que impulsó la Ley nº 6.385/76 se basó en el modelo de regulación establecido en Estados Unidos con posterioridad a la Gran Depresión, incluyendo la creación de la CVM a imagen de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de ese país, así como en la implementación de principios y prácticas entonces inusuales en el medio, como el “*full disclosure*” o revelación total por parte de las entidades que captan recursos del público, de modo que los ahorradores dispongan de la información necesaria para gestionar sus inversiones.⁵³

Dicha ley puso bajo la fiscalización de la CVM la emisión y distribución de títulos, la negociación e intermediación en el mercado de capitales, la organización, funcionamiento y operación de las bolsas de valores, la administración de carteras y la custodia de valores, la auditoría de compañías abiertas y los servicios de consultoría en la materia, entre otros, según detalla el artículo primero de la redacción original de la norma de marras.⁵⁴

No obstante, a pesar de los esfuerzos por dotarlo de un andamiaje institucional y regulatorio adecuado, el mercado de capitales no tuvo el crecimiento esperado, aunque en los años siguientes se reportaría un aumento comedido de compañías abriendo su capital y captando recursos del público.

Los ochenta traerían consigo nuevos planes económicos bajo el peso de la inflación, a lo que debía sumarse la renegociación de la deuda externa por parte del gobierno. Si bien el mercado acusó una breve recuperación entre los años de 1984 y 1986, volvió a contraerse en 1987, desarrollándose en el mismo periodo los mercados de opciones y futuros en las bolsas de São Paulo y Rio de Janeiro.⁵⁵

Resulta también notable que la atracción de inversión extranjera al mercado de capitales brasileño, cuya regulación y fomento se plantearon en el Decreto Ley nº 1.401/76, no comenzara a materializarse sino hasta el final de la década, teniendo como marco de referencia la resolución de la CVM nº 1.289/87 y sus anexos.⁵⁶ De igual relevancia son dos leyes promulgadas en esa misma década: la ley nº 7.347/85⁵⁷, que por primera vez propondría, aunque en un sentido lato y dentro de un marco regulatorio amplísimo la defensa de los intereses difusos en el mercado; y la ley nº 7.913/89⁵⁸, que vino a dar sustento a la proposición de una acción colectiva para la tutela de los intereses de los inversionistas en el mercado de capitales.⁵⁹

55 **Ibidem**, página 42.

56 banco central do brasil. (Sitio en Internet del Banco Central del Brasil) Disponible en: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=087080104&method=detalharNormativo> [Fecha de consulta: 09/10/13, 21:50]

57 La ley nº 7.347/85 del 24 de julio de 1985, si bien reviste un carácter general e incluye múltiples áreas de tutela, contempla de forma amplia la acción civil pública de responsabilidad por daños causados al consumidor. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7347orig.htm [Fecha de consulta: 22/10/13, 09:00]

58 En consonancia con la ley ya mencionada, la ley nº 7.913/89 resulta relevante pues dispone sobre la acción civil pública de responsabilidad por daños causados a los inversionistas en el mercado de capitales, marcando así un hito en su protección. Así, por ejemplo, el artículo primero de dicha norma permite al Ministerio Público, de oficio o a solicitud de la CVM, adoptar las medidas necesarias para evitar perjuicios o bien obtener el resarcimiento de los daños causados a inversionistas, especialmente cuando deriven éstos, entre otros, de: operaciones fraudulentas, prácticas no equitativas, manipulación de precios o creación de condiciones artificiales en la demanda, oferta o precio de los títulos valores. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm Fecha de consulta: 22/10/13, 09:20]

59 **Op. Cit. #17**, página 43.

60 **Ídem #15**.

61 Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8031.htm Fecha de consulta: 22/10/13, 09:30]

62 Cuya prohibición se decretó mediante Ley nº 8.021, de la misma fecha. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8021.htm [Fecha de consulta: 07/10/13,11:25]

63 **Ídem #59**.

En línea con esta corriente, en 1991 la Secretaría de Planeamiento y la CVM publicaron el “Plano Diretor do Mercado de Capitais” o Plan Director del Mercado de Capitales, con el objeto de desregular el mercado y fomentar la inversión local e internacional. Sin embargo, como se verá más adelante, serían precisamente la falta de regulación y de implementación de mecanismos de gobernanza corporativa lo que motivaría la migración de los inversionistas internacionales a otros mercados. Entre las medidas rescatables incluidas en el plan se cuentan una mayor participación por parte de los accionistas mediante la emisión de más acciones ordinarias, la valorización de las preferenciales y la mejoría en la política de distribución de dividendos; el perfeccionamiento del sistema de intermediación; y la flexibilización de los mecanismos de captación de ahorro externo, procurando la apertura del mercado al exterior.⁶⁴

Progresivamente aumentó el flujo de inversionistas extranjeros al mercado local, a la vez que las empresas brasileñas también comenzaron a obtener recursos externos mediante la colocación de sus acciones en bolsas extranjeras, particularmente en la New York Stock Exchange (NYSE) mediante “American Depositary Receipts” (ADRs)⁶⁵, vehículo que les permitía captar en el mercado estadounidense cumpliendo con menos requerimientos. No obstante, este ejercicio puso en evidencia las dificultades de las compañías brasileñas para cumplir con los más básicos estándares y mecanismos de gobernanza corporativa.

Luego, la gran compañía brasileña, habituada a accionistas pasivos y poco sofisticados y amparada a una regulación laxa e inarticulada, se vio enfrentada a un grupo de inversionistas que exigían mayores garantías, con dos consecuencias principales. Primero, habiéndose consolidado las privatizaciones más relevantes, el aumento de los costos transaccionales y el acceso a las bolsas internacionales produjeron una caída en la actividad del mercado local, pues tanto inversionistas como compañías buscaron mejores rendimientos en mercados más competitivos. Adicionalmente, la ausencia de mecanismos de gobernanza corporativa y de protección al inversionista a lo interno de las compañías abiertas, aunados a la falta de una correcta regulación y supervisión de los mercados, abonó a la incerteza que ya abrigaban los inversionistas, propiciando la fuga de liquidez y el aumento en el costo del capital.

Estas circunstancias mo esfuerzos tanto legislativos como privados por alcanzar más eficiencia y un mayor de grado de protección al inversionista, destacando la más importante reforma al régimen de regulación del mercado de capitales y, particularmente, de las sociedades por acciones, realizada en 1997.

En el marco del proceso de privatización que trajo la década y en línea con el ya mencionado Plan Director del Mercado de Capitales, la Ley nº 9.457/97⁶⁶ vino a modificar las leyes nº 6.385 -marco regulatorio de las sociedades por acciones- y nº 6.404 -que vino a tutelar

el mercado de capitales y que creó la CVM-, ambas de 1976 e hitos de la regulación del mercado de capitales brasileño, introduciendo algunos cambios al régimen societario relativos al derecho de receso y a la obligación del adquirente del control accionario de realizar una oferta pública de adquisición sobre el resto de las acciones en los mismos términos que al cedente del control societario. Si bien la norma de marras merece por su trascendencia un análisis más detallado, valga acotar a los efectos de este análisis únicamente que, en consonancia con el Plan de Desestatización, ésta vino a reducir notablemente el costo de privatización⁶⁷, por cuanto se eliminó el deber de pagar el reembolso a los accionistas minoritarios opuestos a la cisión de la sociedad anónima -paso que normalmente antecedió al cambio de control accionario-, la obligatoriedad de cursar una oferta pública de adquisición a los accionistas minoritarios⁶⁸, así como el instituto del “*tag along*”.⁶⁹ Implicó también cierta reivindicación de los inversionistas, manifiesta en la introducción de reglas inspiradas en principios básicos de gobernanza corporativa -“disclosure” (divulgación), “compliance” (cumplimiento), y “accountability” (rendición de cuentas).

Llegó así el cambio de siglo sin que el acervo de planes económicos y leyes destinadas a regular el mercado de valores, fraguadas a lo largo de casi cinco décadas, tuvieran un efecto directo en su expansión

y profundización. Ciertamente, algunas de estas medidas, aunadas a coyunturas locales e internacionales, favorecieron ocasionalmente el crecimiento del mercado; sin embargo, éste terminó siempre por precipitarse, reducido a una cultura societaria adversa al pequeño inversionista.

Para la década del 2000, las condiciones económicas de Brasil - con la inflación bajo control, una moneda nacional estable y el fin del crédito estatal subsidiado- elevaron la productividad y la competencia, imponiendo a las empresas no sólo la necesidad de aumentar sus bases de capital, sino también de buscar formas alternativas para financiar la expansión de sus actividades. Así, las compañías volvieron sus ojos al mercado de capitales, enfocándose en el mejoramiento de su gobernanza corporativa para atraer liquidez. La caída de la inflación, de las tasas de intereses y la reducción en la demanda de recursos por parte del gobierno -en gran medida gracias a la privatización de las empresas estatales-, aunados a la globalización de los mercados y al interés que despertaba Brasil a nivel internacional, favoreció un nuevo auge del mercado de capitales local.⁷⁰

Este cambio de paradigma trajo una redefinición de la relación entre los participantes del mercado, que exigían mayor transparencia y monitoreo de las compañías participantes. Así, por ejemplo, la Ley Nº 10.303/2001⁷¹ -que al igual que la

64 *Op. Cit. #45*, página 4.
65 Los “American Depositary Receipts” (ADRs) son certificados negociables emitidos por un banco estadounidense y denominados en dólares estadounidenses que representan un número de participaciones en acciones de una compañía extranjera. El banco funge como depositario en coordinación con la compañía emisora, y dependiendo del nivel de adhesión al que ésta decida acogerse, deberá cumplir con diversos requisitos regulatorios.
66 Ley nº 9.457/97 del 05 de mayo de 1997. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm [Fecha de consulta: 09/10/13, 21:20]

67 Ídem *#16*.
68 *Op. Cit. #17*, página 46.
69 Obligación de naturaleza típicamente contractual o estatutaria mediante la cual, en caso de que el socio mayoritario enajene su participación en la compañía, el o los accionistas minoritarios tienen derecho de ser parte de la transacción y liquidar su participación junto con éste.
70 *Op. Cit. #15*, página 8.
71 Ley nº 10.303/2001 del 31 de octubre de 2001. Disponible en: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm [Fecha de consulta: 09/10/13, 21:35]

Ley nº 9.457/97, vino a modificar las leyes nº 6.385/76 y nº 6.404/76- re-estableció la obligatoriedad de la oferta pública de adquisición de acciones por parte del adquirente del control societario, por cuanto no pocas veces los controladores llevaron a cabo operaciones tendientes a reducir la liquidez de las acciones de la compañía en el mercado seguidas de la privatización de la misma, con miras a consolidar el proceso a un precio más beneficioso para el adquirente, y se reintrodujo el derecho de receso en caso de cisión de la compañía.⁷²

BOVESPA, identificando la priorización de la protección al inversionista como crucial para la supervivencia del mercado de capitales, a la vez que sopesando esta necesidad a la luz de la posición hegemónica de sus constituyentes más influyentes, buscó una solución que motivara a las firmas a incorporar progresivamente estos cambios sin transgredir con ello el *status quo* de los grupos dominantes. Bajo esta premisa, lanzó el *Novo Mercado* como un nuevo segmento especial de cotización en bolsa, de suscripción voluntaria, en el que las compañías participantes se comprometían a adoptar diversos mecanismos de gobernanza y ser de esa manera reconocidas por sus buenas prácticas corporativas, lo cual en principio se reflejaría en el volumen y precio de cotización de sus acciones. En atención al reto que imponía a las firmas brasileñas la adopción de estas medidas, se crearon además dos niveles intermedios

que implicaban compromisos mínimos por encima de los legalmente exigidos.

Y es que como se anticipó en la introducción, GILSON, HANSMANN y PARGENDLER⁷³ -cuya obra es referente obligatorio en materia de dualismo regulatorio en los mercados capitales-, han señalado que, particularmente en las economías en desarrollo, los socios controladores y directores de las grandes compañías tienden a coartar cualquier iniciativa de fortalecimiento de los mecanismos de gobernanza corporativa y la protección al inversionista; esta oposición de los grupos hegemónicos a reformas que procuren el desarrollo económico y la distribución de la riqueza ha sido identificado por los autores con el nombre de “*Problema de Olson*”.⁷⁴

Precisamente, su tesis propone el *dualismo regulatorio* como estrategia para relajar la tensión entre el crecimiento futuro y la distribución actual del poder y la riqueza, permitiendo a los grupos tradicionales continuar al abrigo del viejo régimen sin menoscabo a su reputación, a la vez que habilitando un sistema más riguroso y eficiente al que las firmas nuevas o existentes puedan acogerse voluntariamente.⁷⁵ Así, el interés de los inversionistas por compañías que se comprometan con mecanismos más estrictos de protección y gobernanza corporativa abre la posibilidad de financiamiento a empresas tradicionalmente excluidas -sea por la influencia de los

grandes participantes del mercado o por su elevado costo- de los mercados financieros, propiciando la profundización del mercado de capitales y su expansión como medio de desarrollo económico.

El *dualismo regulatorio* se entiende así en el marco de un sistema de regulación preexistente, en la que los intereses de los actores dominantes se alinean en detrimento del mercado y la protección al inversionista minoritario. Surge entonces un nuevo régimen, más eficiente, a disposición de todos los participantes, sin que por ello se cuestione a las compañías que continúen bajo el antiguo sistema. Esto reduce la tensión y oposición política al régimen de reforma⁷⁶, pues sus detractores no se ven forzados a asumir el costo político y económico del bloqueo a una reforma en efecto deseada por los inversionistas.⁷⁷

Para estos autores, el *Novo Mercado* brasileño es el ejemplo prototípico de la implementación -exitosa- de un sistema regulatorio dual, particularmente en un país en el que el *Problema de Olson* y la necesidad de una reforma estructural al mercado de capitales eran, al momento de su establecimiento, especialmente acuciantes.⁷⁸ Resaltan que la férrea hegemonía de la élite económica permitió a sus miembros obstruir cualquier intento de transformación legal del régimen corporativo, redundando en el precario desarrollo del mercado local y afectando negativamente la habilitación de

fuentes de financiamiento para compañías emergentes.⁷⁹ La deficiente protección al inversionista minoritario continuaría a pesar del impulso gubernamental a políticas que en el fondo no entrañaban una verdadera reforma institucional,⁸⁰ y que propiciaban el ostracismo y el fortalecimiento de los grupos hegemónicos. Habiendo comprendido que esta situación atentaba contra la sobrevivencia del mercado local BOVESPA buscó, con el lanzamiento del *Novo Mercado*, una solución que proviniese del mercado mismo, implementando al efecto un sistema dual de regulación cuyo objetivo principal era corregir las deficiencias sin afectar el *status quo* de las grandes compañías abiertas.⁸¹

Con estos retos en mente, BOVESPA inauguró el *Novo Mercado* como un nivel “*premium*” de cotización que habría de funcionar como “*lex privata*” para las firmas de capital abierto que se adhirieran voluntariamente al segmento, una solución contractual que evitaba incurrir en el costo político y económico de una reforma legal. El *Novo Mercado* partió de la premisa que la reducción en la percepción por parte del inversionista del riesgo asumido tendría un efecto positivo en la liquidez y el valor de las acciones, y que ésta se lograría únicamente si a los inversionistas no sólo se les concedían más derechos y mejores garantías, sino también si se aseguraba la progresiva corrección de la asimetría en el acceso a la información entre los socios controladores y directores y los demás participantes del mercado.⁸²

72 *Op. Cit. #17*, páginas 49-51.
73 r. j. gilson; h. hansmann; m. pargendler. “Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union”, *Stanford Law Review* 475. Volumen 63, Emisión 3, 2010. Página 475. Disponible en: <http://www.stanfordlawreview.org/print/article/regulatory-dualism-development-strategy-corporate-reform-brazil-united-states-and-euro>. [Fecha de consulta: 04/02/14,08:00]
74 Por Mancur Olson, el economista que lo ha descrito en mayor detalle.
75 *Op. Cit. #73*, página 478.

76 *Ibidem*, página 480.
77 *Ibidem*, página 481.
78 *Ibidem*, páginas 481-482.
79 *Ibidem*, páginas 482-483.
80 *Ibidem*, página 483.
81 *Ibidem*, página 485.
82 m. h. santana; m. ararat; p. alexandru; b. b. yurtoglu; m. r. cunha. “Novo Mercado and its followers: case studies in Corporate Governance Reform.” *Focus 5, Global Corporate Governance Forum*. Washington D.C., International Finance Corporation. Página 1.

Para entender su alcance, es menester partir de la definición que del *Novo Mercado* ofrece BM&F BOVESPA, calificándolo como: “*un segmento de cotización diseñado para acciones emitidas por compañías que voluntariamente decidieran implementar prácticas de gobernanza corporativa y requisitos de transparencia por encima de los ya exigidos por la legislación doméstica y la CVM.*”.⁸³ Como se detallará más adelante, además del requisito cardinal de la constitución del capital social de la compañía exclusivamente por acciones comunes con derecho de voto (“*una acción, un voto*”), algunas de las obligaciones que deben contraer las firmas cotizando en este segmento incluyen, que: a) En caso de cambio de control, todos los accionistas tienen derecho de vender sus acciones al adquirente al mismo precio (“*Tag along*” del cien por ciento); b) En caso de salida del segmento, la compañía deberá cursar una oferta pública para re-comprar todas las acciones por cuando menos su “*valor económico*”; c) El Consejo de Administración de la firma debe de estar compuesto al menos por cinco miembros con un mandato máximo de dos años, debiendo ser, al menos el veinte por ciento (20%), Miembros Independientes; d) La compañía debe comprometerse a mantener al menos el veinticinco por ciento (25%) de las acciones en circulación (“*free float*”); e) Publicación de Informes Financieros Anuales preparados bajo las normas US GAAP o IFRS; f) Mejora en los reportes trimestrales con reporte

de flujos de caja e informes consolidados revisados por un auditor independiente.⁸⁴

Sin embargo, el lanzamiento del *Novo Mercado* y los *Niveles 1* y *2* no estuvo libre de controversia: A pesar de disipar en gran medida el *Problema de Olson* intrínseco a este mercado, las protestas de los beneficiarios del antiguo régimen no se hicieron esperar. Esgrimiendo un argumento que podría aplicarse también al sistema de autorregulación que posteriormente vendría a establecer el CAF, la Asociación Brasileña de Compañías Abiertas (ABRASCA) alegó que la adopción de estándares extranjeros de gobernanza corporativa, incongruentes con las condiciones locales, podría afectar el desempeño de las compañías brasileñas.

No obstante, también se valió de la implementación del *Novo Mercado* para argüir que las reformas legales tendientes a prohibir la emisión de acciones preferentes sin derecho de voto resultaban entonces innecesarias, precisamente porque habían surgido mecanismos voluntarios de mercado que satisfacían este fin.⁸⁵ Analizándolo en un contexto más amplio, sus adversarios vieron también en el *Novo Mercado* la alternativa favorable a una reforma legal profunda en materia corporativa, con el inherente costo político de oponerse a un experimento incierto pero deseado por los inversionistas y que, en todo caso, de prosperar, no afectaría a las grandes firmas públicas, pues se dirigía sobretudo a empresas de otro perfil.⁸⁶

83 bm&f bovespa. (Sitio en Internet de BM&F BOVESPA) Sección: *Corporate Governance*. Disponible en: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?Idioma=pt-br> [Fecha de consulta: 07/03/14,09:00]

84 *Ibidem*.

85 *Op. Cit. #73*, página 487.

86 *Ibidem*, páginas 487-488.

A mayor abundar, la propuesta original de un único régimen alternativo de “*una acción, un voto*” -sea, la prohibición de acciones sin derecho de voto- resultó prácticamente imposible de implementar en un mercado que, en ese momento, tenía a nivel mundial el mayor número de firmas de “clase dual” (compañías con emisión de diferentes tipos de acciones; *i.e.*, acciones ordinarias versus acciones preferentes, usualmente reservando el derecho de voto para mantener el control societario) y la mayor diferencia promedio entre derechos económicos y de voto⁸⁷, por lo que se crearon además los *Niveles 1* y *2*, que ofrecían protección gradual al inversionista sin esta restricción.⁸⁸ No obstante, la meta era que sobretudo las nuevas empresas encontraran en el bajo costo de capital al que el *Novo Mercado* les daba acceso, un aliciente para adherirse y abandonar las comunes prácticas de manipulación y expropiación. Además de corregir el evidente problema de agencia derivado de la ausencia de control externo sobre el manejo por parte de los socios controladores de la compañía, la prohibición de las acciones sin derecho de voto limitó la posibilidad de concentración de poder, reivindicando en alguna medida a los socios minoritarios, muchas veces tenedores de este tipo de acciones. Ciertamente, el *Novo Mercado* no eliminó la influencia de los grupos controladores, pero forzó a aquellos deseosos de conservar el control a mantener participaciones de capital proporcionales a su poder de decisión en la compañía.⁸⁹

A la luz de estos retos, ¿cómo se implementó en Brasil el *Novo Mercado*? ¿Cómo afectó

al mercado este segmento especial de cotización? En un artículo de Febrero de 2006, The Economist no escatimó en halagos al referirse al efecto del *Novo Mercado* como: “*una racha de cotizaciones en bolsa y un brote de democracia societaria*” y “*un enclave democrático dentro de Bovespa*”.⁹⁰ La nota resaltó el caso de Natura, una compañía cuya Oferta Pública Inicial (OPI) en este segmento en mayo de 2004 fue la primera en Brasil en más de dos años, y a la que siguieron desde entonces -y hasta la fecha de publicación del artículo- 18 compañías. La publicación anunciaba un cambio en la cultura de inversión en Brasil, animada por nuevos participantes de fuera del cerrado círculo de bancos, explotaciones de materias primas y empresas estatales que tradicionalmente habían dominado el mercado de capitales local, y en la que el viejo estilo de gestión —en manos de grupos con pequeñas participaciones económicas que monopolizaban las acciones con derecho de voto- cedió espacio a una “democracia societaria” en la que el poder de decisión del socio es proporcional al peso de su inversión en la compañía.

Esta observación es consistente con los datos recogidos por GILSON, HANSMANN y PARGENDLER, quienes notan que entre su lanzamiento en el año 2000 y el año 2002 no hubo cotizaciones en el *Novo Mercado*, segmento que además no se convertiría en la principal opción para Ofertas Públicas Iniciales (OPIs) sino hasta 2004.⁹¹ Encajando en un momento en que los socios controladores estaban más anuentes a ceder

87 *Ibidem*, página 490.

88 *Ibidem*, página 488.

89 *Ibidem*, página 491.

90 the economist (sitio en Internet de la revista). “New Wave for the Novo Mercado”. Febrero 23, 2006. Disponible en: <http://www.economist.com/node/5563405> [Fecha de consulta: 04/10/13, 09:00]

91 *Op. Cit. #73*, página 494. *Vid. etiam*: m.h. santana *et al.* *Op. Cit. #82*, páginas 22-24.

en sus prácticas hegemónicas a cambio de un menor costo de capital, este segmento dio un nuevo impulso a las OPIs. Ciertamente, resultaba más fácil para las compañías nuevas y las firmas cerradas optar por el *Novo Mercado*, dada la abundancia de acciones preferentes sin derecho de voto (*ações preferenciais nominativas* o *PN*) al seno de las compañías abiertas. Esto se solucionó mediante un mecanismo de reorganización avalado por la CNV, que permitía a los accionistas controladores extraer una prima de la conversión de las acciones preferentes en comunes, previa aprobación de los socios minoritarios.⁹²

Así, el *Novo Mercado* fomentó una verdadera apertura del capital societario en Brasil, contribuyendo a eliminar la casi omnipresente escisión de los derechos económicos y de voto en las compañías públicas. Además, vino a corregir el problema de concentración de poder que décadas de incentivos fiscales desafortunados y el patrocinio estatal a la inversión en acciones preferentes sin derecho de voto habían generado, obligando a los socios controladores a tener participaciones económicas proporcionales a su influencia en la firma. Logró, consecuentemente, una mayor dispersión de las acciones con derecho de voto, aunque esta es una apreciación que debe ponerse en perspectiva, pues los reguladores del *Novo Mercado* definen la dispersión como la ausencia de un accionista individual o grupo con control sobre al menos el 50% de las acciones con derecho de voto, por lo que bajo esta acepción siempre podrían existir socios mayoritarios capaces

de ejercer el control individualmente o en conjunto con otros.⁹³

Pero, ¿cómo se logra implementar una reforma de mercado de esta envergadura, ante la animadversión de los grupos hegemónicos y la ausencia de un andamiaje legal e institucional apropiado? En palabras de Maria Helena Santana, quien tuvo a cargo la implementación del *Novo Mercado*, la respuesta yace precisamente en la confluencia de los diferentes sectores para crear soluciones “de mercado”:

*“Estas colaboraciones [con los sectores público y privado] son muy útiles al arrojar luz sobre alternativas de políticas públicas y privadas para apoyar iniciativas que dependen del florecimiento de las fuerzas del mercado –aún bajo condiciones de mercado adversas o en países en donde el mercado de capitales no se encuentra aún lo suficientemente desarrollado.”*⁹⁴

Precisamente, el éxito del *Novo Mercado* dependía de las fuerzas del mercado: por un lado, únicamente podía consolidarse e incidir en la cultura de inversión en el Brasil si los inversionistas demandaban una reforma a la gobernanza corporativa de las firmas en las que participaban⁹⁵; por otro, sólo un menor costo de capital influiría para que directores y socios controladores abandonaran sus prácticas expropiatorias y adoptaran mayores medidas de protección al inversionista. Al soportar las valuaciones

de acciones menores primas de riesgo aumentaría el volumen y precio de cotización de las acciones de **éstas, disminuyendo** el costo de capital, por lo que más firmas se abrirían mientras que las que ya cotizaban en bolsa harían nuevas emisiones, generando un punto de convergencia propicio para la expansión del mercado.⁹⁶ A pesar de la creencia generalizada respecto del alto costo de abrir el capital y mantenerse en bolsa, este ejercicio demostró que el mayor costo no era el de colocación, sino el descuento exigido por los inversionistas correlativo al riesgo inherente a la inversión.⁹⁷

En resumen, la solución a los múltiples problemas intrínsecos al mercado de capitales brasileño, acrecentados por décadas de políticas económicas desatinadas y un andamiaje legal e institucional insuficiente, no podía depender de la fragilidad política de una reforma estructural. Luego, BOVESPA, como agente privado, buscó medios más eficientes para implementar estas medidas correctivas sin sujetarlas a las condiciones institucionales del país. Poco a poco devolvió la confianza a los inversionistas y el interés de las compañías en el mercado de capitales, con la competitividad y eficiencia como su punta de lanza.⁹⁸

En un artículo publicado en el Financial Times en septiembre de 2007, intitulado “*Brasil a contracorriente en los mercados globales*”, un banquero con experiencia en el mercado brasileño de OPIs retrata esta realidad desde la perspectiva del inversionista extranjero,

particularmente en contraste con los amagos de deflación que se cernían sobre los mercados capitales internacionales:

*“Nuestra experiencia reciente en el Mercado Brasileño de OPIs, sin embargo, no es sólo la de una robusta clase alternativa de activos, sino también de un modelo en donde la autorregulación y la gobernanza corporativa están convergiendo. Las compañías no se encuentran considerablemente apalancadas y una cultura emprendedurista en el mercado de capitales ha creado oportunidades para inversionistas y emisores por igual.”*⁹⁹

En opinión de especialistas, para el año 2008 el *Novo Mercado* había entrado ya en un periodo de consolidación, superando expectativas en cuanto a su velocidad de acogimiento en el mercado.¹⁰⁰ Sin embargo, desde su implementación, se concebía la natural necesidad de actualizar periódicamente sus reglas para que se adecuaran a las cambiantes condiciones del mercado, con la protección al inversionista como eje. Quizá la propuesta de reforma más relevante, o al menos la que recibió mayor discusión mediática, tuvo lugar en 2009. En 2010, la revista Capital Aberto, en la sección intitulada “*Antítesis*”, planteó la siguiente cuestión: “¿*Va el rechazo de las principales propuestas de reforma del Novo Mercado [por parte de las compañías adherentes] en contra de la imagen del segmento?*”.¹⁰¹

92 *Ibidem*, página 496.
93 *Ibidem*, páginas 498-499.
94 Ídem #82.
95 *Ibidem*.

96 *Op. Cit. #82*, página 11.
97 *Ibidem*.
98 *Op. Cit. #82*, página 10.
99 financial times (sitio en Internet de la revista). “Brazil likely to buck trend in global markets.” Septiembre 26, 2007. (El subrayado no pertenece al texto original). Disponible en: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b6ee9160-6bc9-11dc-863b-0000779fd2ac.html#axzz2whwMEbHE> [Fecha de consulta: 04/10/13, 09:20]
100 *Op. Cit. #82*, página 24.
101 capital aberto. (sitio en Internet de la revista). *Capital Aberto*, Sección “*Antítese*”. Año 8, Número 86. Octubre, 2010.

En apoyo de esta tesis, Walter Mendes¹⁰² realizó un balance del estado de la cuestión bajo el título de “*Muerte en la playa*”, resaltando que en junio de 2010 el 71% de los inversionistas presentes en la conferencia del International Corporate Governance Network en Toronto votaron a Brasil como el mercado emergente con la mejor gobernanza corporativa, agregando que existe una impresión positiva del mercado brasileño respecto de otros emergentes, con especial reconocimiento del involucramiento de la AMEC (*Associação de Investidores no Mercado de Capitais*, o Asociación de Inversionistas en el Mercado de Capitales) y de la ANBIMA (*Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais*, o Asociación Brasileña de las Entidades de los Mercados Financieros y de Capitales). Según él, este avance es prenda del “*proceso de convergencia del riesgo y de la valuación del mercado brasileño enfilado hacia el nivel de los mercados desarrollados*”, advirtiendo, sin embargo, que un cambio en las condiciones ofrecidas puede trastocar esta perspectiva. En este sentido, alega que el desgaste del *Novo Mercado* abonaría a este riesgo, materializado en alguna medida en el rechazo de algunas de las principales reformas a las reglas del segmento propuestas por BM&FBOVESPA. De acuerdo con los datos recogidos por el autor, la tasa de reprobación de estas propuestas fue del sesenta por ciento (60%), y pocas oposiciones fueron formalmente justificadas -sólo ocho de las ciento cinco empresas lo hicieron-. Finalmente, se pregunta si las compañías abiertas han agotado ya

su voluntad de continuar mejorando sus mecanismos de gobernanza corporativa, lo que representaría un mal augurio para otros intentos más avanzados por parte de BM&FBOVESPA de promover niveles diferenciados, como lo es el CAF. Aunque las cifras ofrecidas son elocuentes, no es posible emanar la incidencia real de esta oposición sobre la vigencia y eficacia del *Novo Mercado*.

En contraposición, Antonio Castro¹⁰³, ofreciendo su análisis bajo el acápite de “*Libre escogencia*”, alega que la discusión fue elevada al rango de conflicto por los medios, pues de las once principales reformas sugeridas por BM&FBOVESPA, ocho fueron aceptadas, incluidas algunas de gran relevancia, como la obligación de las compañías abiertas de adoptar y divulgar su política de negociación de títulos valores, esencial para evitar casos de “*insider trading*”. Resalta el gran apoyo de ABRASCA (*Associação Brasileira das Companhias Abertas*, o Asociación Brasileña de Compañías Abiertas) a toda iniciativa de BM&FBOVESPA para mejorar el *Novo Mercado*, así como la adhesión de sus asociadas a las propuestas presentadas, muchas de las cuales adoptaron espontáneamente. Algunos de los puntos sobre los que no hubo acuerdo, los achaca al exceso de detalle en su formulación, apreciable por ejemplo en el veto a la obligatoriedad de realizar una OPA cuando el accionista adquiriera una participación superior al treinta por ciento (30%) del capital. Medida esencial para la regulación del cambio de

102 capital aberto. (sitio en Internet de la revista). w. mendes. “Morte na praia”, *Capital Aberto*, Sección “*Antítese*”. Año 8, Número 86. Octubre, 2010.

103 capital aberto. (sitio en Internet de la revista). a. castro. “Livre escolha”, *Capital Aberto*, Sección “*Antítese*”. Año 8, Número 86. Octubre, 2010.

control societario, fue rechazado, según el comentarista, pues el mecanismo propuesto de fijación del precio con base en el mayor valor de mercado de los últimos doce meses en vez de recurrir al valor económico de las acciones, somete el ejercicio a la volatilidad característica de este mercado. En cuanto al veto a la propuesta de ampliación de los Miembros Independientes del Consejo de Administración, la objeción radicó en que esto no está necesariamente relacionado con un mejoramiento de la gobernanza corporativa. Concluye que el rechazo de tres puntos de la reforma ni afectaron la reputación de las compañías brasileñas ni menoscabaron el *Novo Mercado*, que más bien resultó fortalecido.

A modo de corolario a este ejercicio, que fue considerado “*ampliamente favorable*” a pesar de que tres de las cuatro propuestas más delicadas fueron rechazadas por las firmas participantes en el segmento, vale recoger las declaraciones que dio Arminio Fraga, entonces Presidente del Consejo de Administración de la Bolsa, quien dijo sentir “*un poco del viejo Brasil en las discusiones*”, aludiendo que: “*En algunos momentos (esta discusión) me recordó el funcionamiento del Congreso, donde un tema sensible sólo para una minoría ganaría la solidaridad de muchos.*”¹⁰⁴. Quizá este dejo del “viejo Brasil” sugiera la latencia del *Problema de Olson* en este mercado, y justifique, en el alguna medida, la duda de Mendes respecto de la voluntad de las compañías

abiertas de adoptar mejores medidas de gobernanza corporativa.

Y es que, además del reto de mantenerse actualizado, el *Novo Mercado* debe conservar su atractivo como segmento especial de cotización. Las razones para adherirse son claras cuando una compañía busca captar recursos a menor costo; pero, ¿qué pasa cuándo ésta ha superado su proceso de capitalización? ¿Habilita el *Novo Mercado* un portillo para que los socios controladores capitalicen a mejor precio y luego cierren el capital de la empresa? Precisamente, en marzo de 2012, Itaú Unibanco, controlador de Redecard, y Camargo Corrêa, dueña de Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário (CCDI), hicieron público que, independientemente del resultado del intento de cancelación de registro de compañía abierta de sus subsidiarias, deseaban retirarlas del *Novo Mercado*.¹⁰⁵ Según señala la nota de Danilo Gregorio sobre el tema en la revista Capital Aberto: “*es claro que las empresas no tienen ya interés de financiarse en el mercado público, y mucho menos deseo de someterse a reglas de protección a inversionistas minoritarios.*”¹⁰⁶

Además de esta situación, que en alguna medida se palia con la obligación, ante la salida del segmento, de cursar una oferta pública para re-comprar todas las acciones por cuando menos su “*valor económico*”, el *Novo Mercado* continúa afrontando dos grandes dificultades principales: la

104 o estado de s. paulo. (sitio en Internet del periódico). Nota: “Reforma do Novo Mercado fica pela metade”. Disponible en: <http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,reforma-do-novo-mercado-fica-pela-metade,607699,0.htm> [Fecha de consulta: 15/04/14, 08:30]

105 capital aberto. (sitio en Internet de la revista). “Companhias ameaçam deixar o Novo Mercado”, *Capital Aberto*, Sección “*Panorama*”. Año 9, Número 104. Abril, 2012.

106 *Ibidem*.

caracterización e identificación del cambio de control societario y la potencial existencia de “socios escondidos”.

El monitoreo y regulación de este fenómeno, además de ser esencial para la protección del inversionista minoritario, presenta un enorme desafío en Brasil en razón de su falta de definición, y para el cual se ha planteado tanto una solución estatutaria como de auto-regulación.

El artículo 254-A, sección primera, de la Ley nº 6.404¹⁰⁷ (incluido por la Ley nº 10.303 de 2001), define el cambio de control (*alienação de controle*, en portugués) como la transferencia, de forma directa o indirecta, de las acciones que conforman el bloque de control, de las acciones vinculadas a acuerdos de accionistas y de títulos valores convertibles en acciones con derecho de voto, cesión de derechos de suscripción de acciones y de otros títulos o derechos relativos a títulos valores convertibles en acciones que resulten en el cambio del control accionario de la sociedad. Lejos de fijar un parámetro objetivo que presupondría un cambio en el control societario, se limita a listar de manera taxativa los supuestos en que la transferencia de títulos y derechos contarían como tal, además de establecer la obligación del adquirente de cursar una OPA a los demás accionistas, asegurándoles un precio cuando menos igual al ochenta por ciento (80%) del valor pago por acción con derecho de voto que constituye el bloque de control.

En un artículo publicado en Capital Aberto intitulado “¿Cambió el dueño?”¹⁰⁸, se reseña a

107 Ídem #34.
108 capital aberto. (sitio en Internet de la revista). “O dono mudou?” *Capital Aberto*, Sección “Reportagens”. Año 9, Número 105. Mayo, 2012.
109 *Ibidem*.

Maria Helena Santana, entonces Presidente de la CVM, abogando por una reforma legal tendiente a establecer un parámetro porcentual fijo del treinta por ciento (30%) para la caracterización de adquisiciones relevantes y la habilitación del derecho de “tag along”. No obstante, esta propuesta, incluida en la reforma a las reglas del *Novo Mercado* fue, como ya se indicó, vetada por las compañías participantes. Ciertamente, la pertinencia de una solución estatutaria es discutible, mas no así la necesidad de definición en este tema. Resalta el artículo que la ausencia de una respuesta legal objetiva abrió un abanico de posibilidades en el que, mientras los socios controladores calculaban meticulosamente cuántas acciones podían negociar sin levantar sospecha de un cambio de control, los minoritarios recurrían a la exégesis extensiva de los cuerpos regulatorios y acuerdos de accionistas, buscando a toda costa forzar un “tag along”.¹⁰⁹

La falta de reglas claras da pie a situaciones indeseables. El reportaje de marras presenta el caso de ALL, una operadora logística en la cual Cosan -uno de los mayores grupos económicos privados del Brasil- adquirió el 49,15% de las acciones de manos de tres accionistas que juntos sumaban el 53% del capital social, manteniendo los vendedores luego de la venta una participación del 3,85%. Dos de ellos detentaban, al momento de la transacción, el 23,7% (Julia Arduini) y el 21,7% (Fondo GMI) del capital social, comprometiéndose a enajenar su participación en conjunto con un tercer accionista, Ricardo Arduini, dueño del 7,7%,

con el fin, podría asumirse, de que adquiriera Cosan tantas acciones como fuera posible sin traspasar el umbral del cincuenta por ciento (50%). El artículo nota que Cosan, además de nueva socia controladora de ALL, era al mismo tiempo un cliente relevante de la compañía: luego, mientras en aquella condición tenía un interés natural en mantener altas las tarifas del servicio ofrecido, como cliente procuraría lo contrario.

Como alternativa a una solución estatutaria se contrapone la auto-regulación profesada por el CAF, eliminando el riesgo de retroceso producto de una discusión legislativa poco técnica así como la eventual desactualización de un valor fijo. De conformidad con el Código de Autorregulación de Adquisiciones y Fusiones (CdAF), una OPA será obligatoria para el accionista que alcanzare una “participación accionaria relevante”¹¹⁰, estableciendo así un parámetro numérico objetivo pero flexible, sea el porcentaje acordado en el pacto constitutivo de la compañía adherente dentro del rango autorizado por ley.

Es menester notar que dicho Código distingue además entre “participación accionaria relevante” (“*Participação Acionária Relevante*”) y “poder de control” (“*Poder de Controle*”), definiendo al segundo como:

“ (...) el poder efectivamente utilizado para dirigir las actividades societarias y orientar el funcionamiento de los

órganos de la compañía adherente, de forma directa o indirecta, de hecho o de derecho, independientemente de la participación accionaria detentada. Habrá presunción relativa de titularidad de control en relación a la persona o al Grupo de Accionistas que sea titular de acciones que le aseguren una mayoría absoluta de los votos de los accionistas presentes en las últimas tres asambleas generales de la Compañía Adherente, aunque no sea titular de las acciones que le garanticen la mayoría absoluta del capital votante.”¹¹¹

Una definición ciertamente interesante, según la cual el poder de control no se limita a un umbral numérico -que sí se establece para determinar la adquisición de una “participación accionaria relevante”- , sino que remite de manera casuística al ejercicio efectivo del poder de dirección societaria, más allá de la participación accionaria de quien lo detente. Agrega además una presunción relativa de titularidad de control que diverge de la tradicional forma de reconocimiento de dicha condición, en el tanto se le imputa a quien haya tenido la mayoría absoluta de los votos presentes en las últimas tres Asambleas Generales.

Ésta debe aunarse a la ofrecida para el “cambio de control de la Compañía Adherente” (“*Alienação de Controle da Companhia Aderente*”), descrito como:

110 El artículo 2 del Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões (con las modificaciones aprobadas el 21 de enero de 2014) define la “Participación Accionaria Relevante” como: “ (...) la titularidad de acciones con derecho de voto emitidas por la compañía adherente, en un porcentaje igual o superior al fijado en el pacto constitutivo de la compañía adherente, el cual no podrá ser inferior al 20% (veinte por ciento) ni superior al 30% (treinta por ciento).” Disponible en: http://www.cafbrasil.org.br/downloads/novos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf
111 Artículo 2, Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões (con las modificaciones aprobadas el 21 de enero de 2014). Disponible en: http://www.cafbrasil.org.br/downloads/novos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf

*“la operación o conjunto de operaciones de enajenación, de forma directa o indirecta, de títulos valores con derecho a voto emitidos por la compañía adherente, o de aquellos convertibles, o de la cesión onerosa de derechos de suscripción de dichos títulos valores, realizada por el Accionista controlador o por personas integrantes del grupo de control, mediante las cuales un tercero o grupo de terceros representando el mismo interés, adquiera el Poder de Control de la Compañía Adherente.”*¹¹²

Ambas definiciones, interrelacionadas, se anticipan a la utilización de pactos de accionistas y otros ardides para la conformación deliberada de grupos de control en “dueños ocultos”. Además, al atar la presunción relativa de poder de control a su ejercicio en un periodo cercano de tiempo (las últimas tres Asambleas Generales de la compañía) en vez de atenerse a la titularidad de la mayoría absoluta del capital votante, denota sensibilidad a la dinámica de los cambios de control, que pueden darse con suma rapidez o bien manifestarse progresivamente mediante la articulación en el tiempo de diversas operaciones.

El Capítulo III del CdAF disciplina cuatro modalidades de OPA obligatoria: a) La OPA producto de la cancelación del registro de la compañía adherente para la transa de títulos valores en los mercados regulados (Artículos 59-60 del CdAF); b) La OPA por cambio de control (Artículos 61-63 del CdAF); c) La OPA estatutaria (Artículo 64 del CdAF); y, d) La

OPA por adquisición de participación accionaria relevante (Artículos 65-70 del CdAF).

La OPA por cambio de control remite al artículo 254-A de la Ley nº 6.404¹¹³, e impone asegurar, como mínimo: (i) el tratamiento igualitario a los demás accionistas titulares con derecho de voto y titulares de títulos valores convertibles en acciones con derecho de voto a aquel dado al Accionista Controlador Alienante; (ii) a los titulares de acciones preferenciales sin derecho de voto o con voto restringido y titulares de títulos valores convertibles en acciones sin derecho de voto o con voto restringido, el derecho a recibir el valor correspondiente a por lo menos el ochenta por ciento (80%) del valor ofrecido a los titulares de acciones con derecho de voto. Sin embargo, no establece un parámetro objetivo para la identificación del cambio de control, sino que refiere a las definiciones de “poder de control” y “cambio de control de la Compañía Adherente” establecidos en el artículo 2 del propio CdAF, disponiendo además que, sin perjuicio de su observancia, el CAF podrá imponer la realización de una OPA por cambio de control cuando se verifique, a la luz de los principios fundamentales, que ha ocurrido una modificación, a modo oneroso, del efectivo poder de dirigir los negocios de la compañía adherente.¹¹⁴

En contraste, la OPA por adquisición de participación accionaria relevante sí establece un porcentaje fijo determinado en el pacto constitutivo de la compañía adherente en el rango del veinte y treinta

por ciento (20%-30%) del capital accionario con derecho de voto, de conformidad con lo establecido en el artículo 2 del CdAF.

Para el profesor de Finanzas de Coppead/UFRJ Ricardo Leal, la autorregulación se configura como una opción interesante en un escenario en el que los porcentajes de participación de los accionistas controladores en las firmas brasileñas se van reduciendo aunque, en general, continúa habiendo un controlador definido, además de la ocasional conformación de bloques de control por medio de acuerdos de accionistas.¹¹⁵

En efecto, otro de los grandes retos es identificar al socio controlador de la compañía. Desde el punto de vista legal, el ejercicio es claro. El artículo 116 de la Ley nº 6.404¹¹⁶ entiende por socio controlador a la persona física o jurídica, al grupo de personas vinculadas por acuerdo de voto o bajo un control común, que: a) sea titular de derechos societarios que le aseguren, de modo permanente, la mayoría de votos en las deliberaciones de la Asamblea General y el poder de elegir a la mayoría de los administradores de la compañía; b) use efectivamente su poder para dirigir las actividades societarias y orientar el funcionamiento de los órganos de la compañía.¹¹⁷ Quien detente más de la mitad de las acciones con derecho de voto encaja

inmediatamente en esta definición, pero el análisis se vuelve más complejo cuando se está en presencia de bloques dominantes **más** pequeños, distorsión que conlleva el riesgo de la relativización de la posición de los socios minoritarios.¹¹⁸

Agréguese a esto la dificultad que surge cuando la compañía reporta tener un “dueño” para efectos de una entidad, pero no de otra. En el caso de BM&FBOVESPA, esta identificación resulta vital por cuanto, para los efectos de los segmentos especiales de cotización, el socio controlador de la compañía adherente debe firmar una declaración comprometiéndose a apegarse al reglamento correspondiente. El artículo antes citado expone en detalle el curioso caso¹¹⁹ de Metalfrio¹²⁰, una compañía registrada desde 2007 en el *Novo Mercado* y que, ante los ojos de BM&FBOVESPA, tiene un socio controlador. Por otro lado, la compañía reportó ante la CVM tener un capital completamente disperso. ¿Cuál era entonces la composición real del capital social de la empresa? El perjuicio que esta incerteza causa a los socios minoritarios se manifestó explícitamente cuando dos de ellos, cuyas participaciones combinadas sumaban el 5,08% del capital social, preocupados por el alto nivel de endeudamiento de la compañía y al por separado y dos minoritarios. Luego, nos de compañero

¹¹² *Ibidem*.

¹¹³ Ídem #34.

¹¹⁴ **Artículo 61**, *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões* (con las modificaciones aprobadas el 21 de enero de 2014). Disponible en: http://www.cafbrasil.org.br/downloads/novos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf

¹¹⁵ Ídem #108.

¹¹⁶ Ídem #34.

¹¹⁷ Nótese el énfasis que se da a la permanencia de la mayoría con la que debe contar el socio controlador para ser considerado como tal, en contraposición a la definición de “poder de control” que ofrece el **CdAF**, mucho más abierta.

¹¹⁸ capital abierto. (sitio en Internet de la revista). “Dono escondido”, *Capital Aberto*, Sección “Reportagens”. Año 10, Número 109. Septiembre, 2012.

¹¹⁹ Para entender a fondo el caso, es necesario detenerse a analizar la intrincada estructura multi-nivel del capital social de la empresa, ejercicio presentado en el artículo de marras, con base en el cual se ha preparado la síntesis aquí ofrecida.

¹²⁰ Para un perfil de la empresa y sus reportes financieros, se puede consultar la sección de compañías que cotizan el sitio de bm&fbovespa: <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=20613&idioma=en-US>

miembro que los representase. Sin embargo, no lograron elegir al miembro quamparo de la disposición legal que permite a los minoritarios elegir un asesor fiscal mediante voto separado cuando por lo menos el diez por ciento (10%) del capital votante esté en circulación, solicitaron proceder conforme para que se nombrara a un miembro que los representase. Sin embargo, no lograron elegirlo, pues fueron superados por el resto de los socios con derecho de voto presentes, representantes del 50,71% del capital social. El acta de Asamblea consignó que, sin la presencia del controlador, todos los accionistas de compañía eran considerados minoritarios. Mediante una estructura que se desdoblaba en una plétora de participaciones directas e indirectas, dos personas físicas, a través de dos fondos bajo su control y un tercer fondo con participación tanto en uno de estos fondos como directamente en la sociedad, sumaban juntas el 31,08% del capital social, suficiente para asegurarse mayoría prácticamente permanente en las Asambleas, cuyos quórumns eran bajos. A raíz de este episodio, uno de los accionistas vencidos en esta Asamblea solicitó a la empresa que los fondos detentadores de las dos mayores participaciones (Rio Verde Consultoria e Participações, S.A. y Thema Participações Ltda.) asumieran la posición de socio controlador, misma que fue desestimada por el desatino de intentar ligar a las personas físicas vinculadas, quienes además ostentaban las posiciones de Presidente y Vice-Presidente de la compañía. Las dificultades saltan a la vista: La alianza coyuntural -producto de otras relaciones comerciales o societarias, usual sobretodo

cuando se trata de fondos de inversión- o formal -mediante acuerdos privados de accionistas- de socios con participaciones directas e indirectas en la firma, menores cuando se consideran independientemente pero relevantes en su conjunto, favorece la formación de bloques de control que, con menor o mayor apertura, funcionan como controladores de facto. Luego, es natural que los socios verdaderamente minoritarios, perdiendo su fuero de protección especial, solicitaran el reconocimiento formal de los socios controladores.

Paradójicamente, una de las grandes metas regulatorias en el mercado de capitales brasileño, como lo es acabar con la hegemonía de los grandes bloques controladores y fomentar la dispersión, toda vez que poco a poco se va materializando, impone ahora el reto aún mayor de identificar posibles “dueños escondidos” y evitar que se relativice la posición de los socios minoritarios.

El *Novo Mercado* recoge algunos principios y mecanismos de gobernanza corporativa clave que le permiten mantenerse reactivo a los cambios del mercado y de las necesidades de inversionistas y compañías. Prenda de su éxito, es el haber levantado al mercado de capitales brasileño de su letárgico estado y encauzado su dinamización, inspirando a otros mercados emergentes con gran potencial a implementar iniciativas similares, cual es el caso del *Maharlika* de la Bolsa de las Filipinas (PSE), que sin embargo no logró superar la oposición de los grupos hegemónicos.¹²¹ En 2007, Brasil era ya el quinto mercado de OPIs más grande del

mundo, siendo el responsable del 85% de las emisiones en Latinoamérica a esa fecha.¹²² En el mismo período, sólo los Estados Unidos y China reportaron un mayor número de OPIs. En octubre de 2007, La OPI de Bovespa Holding, S.A. -dueña de la Bolsa de Valores de São Paulo-, alcanzó en su primer día una capitalización de mercado de US\$ 13.90 miles de millones, superando a Dubái como plaza emergente más valiosa. Dicha OPI logró levantar US\$ 3.7 miles de millones, la mayor en Latinoamérica y la quinta más grande del mundo ese año.¹²³ Ciertamente, la estadística es elocuente al retratar un hito en el mercado de capitales brasileño. Sin embargo, el profundo cambio en la cultura de inversión **que lo hizo posible excede** la mera descripción numérica.

El *Novo Mercado* no sólo logró neutralizar el *Problema de Olson* profundamente enraizado en la realidad económica brasileña, sino que además, mediante una propuesta privada, de adhesión voluntaria e independiente de la institucionalidad y el andamiaje legal del país -que tantas veces había probado ser insuficiente para dar soporte a una reforma del mercado-, logró por primera vez alinear en alguna medida los intereses de los inversionistas minoritarios y los de los grandes bloques controladores y directores, convergiendo en el reconocimiento de la necesidad de mejores mecanismos de gobernanza corporativa. Así, se abriría paso a la autorregulación voluntaria como mecanismo flexible y eficiente para lograr las

reformas que exigía la cambiante realidad del mercado, derrotero por el cual habría de discurrir más recientemente la propuesta del CAF y su CdAF.

III. El camino hacia la autorregulación en los mercados de capitales emergentes

Desde la implementación y consolidación del *Novo Mercado*, BM&FBOVESPA, lejos de descansar en los laureles cosechados al convencer a sus constituyentes de adoptar mejores mecanismos de protección al inversionista y convertir a Brasil en uno de los mayores mercados de capitales emergentes, ha continuado sus esfuerzos por implementar nuevos niveles diferenciados de gobernanza corporativa, especialmente concentrados en regular las ofertas públicas de adquisición y las operaciones de reorganización societaria.

EIZIRIK¹²⁴ ha notado que, a pesar de la sofisticación progresiva del mercado, la legislación aplicable y aun las reglas del *Novo Mercado* -en el caso de las compañías adherentes- han resultado insuficientes para fiscalizar los cambios de control al seno de las firmas. Según el gestor del CAF,¹²⁵ un análisis del comportamiento del mercado llevó a concluir que en Brasil era necesario implementar un órgano de autorregulación similar al *Takeover Panel* británico para evaluar eficazmente estos cambios.¹²⁶

121 capital abierto. (sitio en Internet de la revista). “Bolsa das Filipinas suspende projeto de ‘Novo Mercado’”, *Capital Aberto*, Sección “*Notas Internacionais*”. Año 9, Número 107. Julio, 2012.

122 Ídem #99.
123 *Op. Cit.* #82, página 5.
124 Ídem #8.
125 *Ibidem*.
126 terra (economia). (Sitio de noticias en Internet). Nota: “Com inspiração inglesa, comitê regular novas fusões no País.” Disponible en: <http://economia.terra.com.br/com-inspiracao-inglesa-comite-regulara-novas-fusoes-no-pais,d508049667f2d310VgnCLD200000bbcceb0aRCRD.html> [Fecha de consulta: 15/04/14, 08:40]

El artículo publicado por Nova Bolsa con ocasión del lanzamiento del CAF bajo el título “CAF: *Un paso largo para fortalecer a los minoritarios*”¹²⁷, da sustento a la tesis acá esgrimida, cual es que esta iniciativa no sólo se alimenta del éxito del *Novo Mercado*, sino que es, en alguna medida, una continuación de éste en el marco de un esfuerzo integral por crear mecanismos de gobernanza corporativa que, además de disminuir el riesgo de conflicto de interés al seno de este tipo de operaciones y mejorar la protección al minoritario, responda a una estrategia de largo plazo para fortalecer el mercado de capitales.

Reza dicha nota:

“El Novo Mercado mostró al mundo (y a los protagonistas brasileños) que la transparencia, la gobernanza corporativa, las prácticas equitativas y el respeto a los accionistas minoritarios funcionan: la credibilidad, afirmada o reforzada, valoriza las acciones de la compañía y permite captar recursos del mercado con mayor facilidad.”¹²⁸

Ciertamente, la bonanza y proliferación de OPIs que siguieron al *Novo Mercado* favorecieron la expansión del mercado, pero al mismo tiempo se cernió la duda respecto del tratamiento equitativo a los accionistas al seno de algunas de esas operaciones. La insuficiencia del marco legal aunado a un

sistema judicial poco especializado dieron pie a conflictos con oportunistas que supieron explotar estas ineficiencias.¹²⁹ Con este reto en mente, el CAF se gestó siguiendo el camino de autorregulación voluntaria trazado por *Takeover Panel* británico, procurando garantizar el justo trato de todos los accionistas ante una OPA u operación de reorganización societaria, dando recurso a los inversionistas minoritarios cuando intervinieren partes relacionadas o se materializara algún riesgo de conflicto de interés.

En palabras de EIZIRIK:

“ (...) es necesario ir un poco más allá de la ley, aunque ésta sea completa y sistemática. Es preciso establecer principios más éticos además de propiamente legales, principios más flexibles, que puedan ser elaborados por el propio mercado, adaptados y modificados a medida que las operaciones y el contexto aumenten en sofisticación.”¹³⁰

En este sentido, debe recordarse que el CAF y su norma rectora, el CdAF, son el resultado de un largo proceso que involucró a los representantes de los constituyentes más influyentes del mercado: AMEC, ANBIMA, BM&F BOVESPA y el IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa o Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa). La gran ausente

fue ABRASCA, que participó ampliamente de las discusiones, discrepando respecto de varios puntos -particularmente del método de fijación del precio de las acciones ante una OPA con base en el mayor valor de mercado de los últimos doce meses¹³¹-, y que en una declaración oficial dio su apoyo al CAF aunque decidió no ser parte de su convenio de constitución.¹³² A pesar de la reticencia manifestada por ABRASCA, que quizá podría interpretarse como un dejo del “viejo Brasil” y una manifestación de fuerza de los grupos hegemónicos, no hizo este disenso mella en el consenso alcanzado por estas entidades bajo la coordinación de EIZIRIK, quien rescata que, de atender el requerimiento de ABRASCA de recurrir al valor económico de las acciones para su valuación, se ignoraría de forma crasa uno de los principios rectores del órgano, cual es el tratamiento igualitario de todos los accionistas.¹³³

Luego, a la luz de la dinámica discusión que le dio origen y forma, es necesario entender con alguna precisión **cómo** operará este órgano, cuáles son sus funciones y cómo las ejercerá.

3.1 Origen histórico: el modelo británico de autorregulación de las adquisiciones y fusiones

Como se ha comentado ya, el CAF encuentra su inspiración y raigambre en el *Takeover Panel* británico, modelo prototípico

de la autorregulación voluntaria en materia de fusiones y adquisiciones. Igualmente, el CdAF discurre en las línea del *City Code on Takeovers and Mergers*, estableciendo al efecto una serie de reglas y principios que buscan el tratamiento equitativo de los accionistas al seno de operaciones de cambio de control y reorganización societaria.

Resulta interesante que se siguiera la senda de la autorregulación voluntaria -modelo desarrollado en el Reino Unido y replicado en Australia y Nueva Zelandia-, en vez de decantarse por dar -acorde con el marco institucional y legal pre-existente en Brasil- un papel protagónico a reguladores y tribunales, particularmente tomando en cuenta la influencia de la regulación federal estadounidense de los años treinta sobre los legisladores brasileños en el planteamiento del sistema de supervisión del mercado local con la CVM a imagen del SEC como centro.

Para EIZIRIK, este es un modelo idóneo, por cuanto, al igual que el *Novo Mercado*, es una solución “nacida del mercado para el mercado”, caracterizada por su flexibilidad y velocidad de respuesta. Según él, la autorregulación voluntaria funciona en este caso pues además de la libre adhesión, admite la posibilidad de elevar el conocimiento de casos específicos¹³⁴. La voluntariedad abona a una estrategia regulatoria que no vulnera el *status quo* de los grupos hegemónicos.

127 j. r. nassar. “CAF: Um largo passo para fortalecer os minoritarios.”, *Revista da Nova Bolsa*. BM&F BOVESPA. N°16/2012, 2012. Página 18.
128 *Ibidem*, página 19.
129 anbima. (Sitio en Internet de ANBIMA). Presentación del CAF, filmina 2. disponible en: http://www.anbima.com.br/eventos/arqs/eventos_antecedentes/02_Apresentacao_CAF.pdf [Fecha de consulta: 20/04/14, 09:00]
130 espaço jurídico. bm&fbovespa. “Análises de mudanças de controle devem ter por base diretrizes.”, *Espaço Jurídico*. BM&F BOVESPA. Entrevista realizada por Andréa Férez a Nelson Eizirik el 28/06/2010. Hipervínculo original: <http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/100701NotA.asp> Texto completo disponible en: http://patysibin.blogspot.com/2010_06_01_archive.html [Fecha de consulta: 22/04/14, 08:00]

131 abrasca. (Sitio en Internet). “Abrasca diverge sobre ponto do Comitê de Aquisições e Fusões.” Disponible en: http://www.abrasca.org.br/noticias/PDF/DCI_0407.pdf [Fecha de consulta: 04/07/12, 09:30]
132 Para entender a profundidade la posición de ABRASCA y las razones detrás de su oposición y decisión, en última instancia, de no formar parte del CAF, vale la pena leer el riquísimo intercambio que sobre el tema tuvieron Walter Mendes, entonces Vice-Presidente de ABRASCA, y Nelson Eizirik, al seno de un círculo de debates promovido por la revista Capital Aberto. *Vid.* capital aberto. (sitio en Internet de la revista). “Próximo patamar”, *Capital Aberto*, Sección “*Cobertura Especial*”. Año 10, Número 109. Septiembre, 2012.
133 capital aberto. (sitio en Internet de la revista). “Selo da paz?”, *Capital Aberto*, Sección “*Capa*”. Año 9, Número 108. Agosto, 2012.
134 Capital Aberto. (sitio en Internet de la revista). “Próximo patamar”, *Capital Aberto*, Sección “*Cobertura Especial*”. Año 10, Número 109. Septiembre, 2012.

Pero, ¿en qué consiste la autorregulación voluntaria en materia de fusiones y adquisiciones? ¿Cuáles son las características más notables del pionero modelo británico? Éste se gestó en una coyuntura histórica en la que convergieron los intereses de banqueros e inversionistas institucionales, y se fraguó al fuego de feroces batallas sobre las oportunidades de “arbitraje de activos” que surgieron con la re-activación económica que siguió a la Segunda Guerra Mundial.

Como lo señalan ARMOUR y SKEEL¹³⁵ en un artículo que es referente obligatorio en materia de regulación de adquisiciones hostiles, a menudo se habla indistintamente de un “sistema anglo-americano” de gobernanza corporativa, si bien existen considerables diferencias respecto de la forma en que cada uno ofrece la protección al inversionista. El sistema británico se opone al uso de tácticas defensivas por parte de los directores de la compañía-objetivo ante la perspectiva de una adquisición y se enfoca en la protección a los inversionistas mediante normas que imponen un tratamiento equitativo a los que acepten la operación, además de imponer una OPA ante la adquisición de una participación relevante; en el modelo estadounidense, en cambio, los inversionistas tienen poca influencia en tanto que los directores tienen amplio margen de maniobra, además de permitir al potencial adquirente apropiarse de cualquier porcentaje del capital de la compañía-objetivo sin la obligación de cursar una OPA sobre el remanente.

Para entender el surgimiento y desarrollo de la autorregulación voluntaria de las

adquisiciones en el Reino Unido, debe contextualizarse la primera oleada de estas operaciones en un marco de frenesí económico de post-guerra en el que proliferaron oportunidades de negocio con un amplio margen de arbitraje que empresarios audaces supieron explotar, para descontento del mercado local. El caso más ilustrativo es el de “*The J. Sears Offer*” (1953), citado por ARMOUR y SKEEL¹³⁶. J. Sears era un detallista de calzado con un nutrido portafolio inmobiliario en el centro de Londres que, producto de la inflación, se encontraba considerablemente subvaluado en libros. Siendo que el método de valuación de participaciones utilizado por los inversionistas se basaba en el rendimiento de dividendos, esto no se reflejaba en el precio de sus acciones. Identificando este desfase, Charles Clore cursó directamente una oferta a los accionistas sin participar a Sears, cuyo Consejo de Administración, sorprendido con la guardia baja, prometió incrementar los dividendos y re-valorar sus activos fijos para reflejar su valor real. Muchos accionistas aceptaron la oferta de Clore, desatando la indignación de la empresa y en general, del sector empresarial londinense. Al caso Sears siguió el de Savoy Hotel Ltd. y, el más notorio y controversial de todos, el de British Aluminium Ltd..¹³⁷

En 1958, British Aluminium Ltd. fue abordada por dos grupos competidores, TI-Reynolds y Alcoa, de lo que la Junta Directiva no dio parte a los accionistas, tomando la decisión de declinar la propuesta TI-Reynolds y negociar con Alcoa, emitiendo al efecto acciones equivalentes a un tercio del capital de la

compañía. Desdeñado, TI-Reynolds decidió llevar su oferta a los accionistas, forzando a British Aluminium a revelar su trato con Alcoa. A pesar de los intentos de la Junta por retener a sus accionistas mediante una serie de incentivos, un número considera-ble de ellos vendió sus participaciones a TI-Reynolds.¹³⁸

El caso de British Aluminium Ltd. hizo bullir el malestar que venía acumulándose en el mercado ante esta escalada de adquisiciones hostiles, exigiéndose mayor regulación. En 1959, el Gobernador del Banco de Inglaterra convocó en privado a un comité constituido por representantes de la banca comercial y de inversión, los inversionistas institucionales y la Bolsa de Valores de Londres, con el fin de analizar la situación y generar un marco para fiscalizar las ofertas de adquisición, apremiados por el temor de que el asunto fuera sometido a control legislativo. Ese mismo año, publicaron las “*Notes on Amalgamation of British Businesses*” (o Notas sobre la Amalgamación de Empresas Británicas, en español), recogiendo por primera vez algunos principios básicos de gobernanza, como el de primacía del accionista y el de neutralidad del Consejo de Administración. A pesar de la buena acogida, su influencia fue más bien limitada dada su falta de carácter vinculante. Eludidas abiertamente en transacciones posteriores, se sugirió que la única forma de redimir las *Notas* y con ellas, la regulación de las adquisiciones, era crear un órgano con poder de aplicarlas en la fiscalización del mercado.¹³⁹

Con estos retos en mente, en la primavera de 1968 se presentó un nuevo

conjunto de reglas, el “*Takeover Code*”, constituido por diez principios generales acompañados por treinta y cinco reglas específicas que trataban los problemas manifestados en las transacciones que siguieron a la implementación de las *Notas*, complementando el principio cardinal de primacía del accionista con la prohibición general de acciones tendientes a frustrar o inducir adquisiciones sin el consentimiento de los accionistas.¹⁴⁰

Como parte del mismo esfuerzo, simultáneamente se estableció el “*City Panel on Takeovers and Mergers*” (Panel de la Ciudad sobre Adquisiciones y Fusiones), bajo la premisa de que una enfoque proactivo era preferible a una respuesta judicial *ex post*. Abrumado por el volumen de casos y descalificado por algunas respuestas tildadas de decepcionantes -comprensible, en alguna medida, con vista en su falta de profesionalidad y falta de poder sancionador-, el *Panel* se vio contra la palestra. Sin embargo, tres cambios relevantes, implementados con rapidez, permitieron superar este escollo: la falta de profesionalidad del Panel fue resuelta con el nombramiento de un cuerpo ejecutivo a tiempo completo, constituido por miembros relevantes de la comunidad. Para combatir la ausencia de un andamiaje procesal, se dio especial atención a la protección al debido proceso en los procedimientos y se creó un Comité de Apelación. Finalmente, para solventar la mayor carencia del Panel, cual era la falta de poder sancionatorio, hábilmente se lo otorgaron de manera mediata a través de la Bolsa y la Cámara de Comercio -que sí tenían poder disciplinario

135 Ídem #5, Página 1727.

136 *Ibidem*, páginas 1756-1757.

137 *Ibidem*, páginas 1757-1758.

138 *Ibidem*, página 1758.

139 *Ibidem*, páginas 1758-1760.

140 *Ibidem*, página 1760.

sobre sus miembros-, armándola así con una serie de sanciones que iban desde la censura pública a través de las Cámaras hasta la prohibición de cotizar en Bolsa.¹⁴¹

En retrospectiva, da la impresión de que la autorregulación de las operaciones de adquisición nace en el Reino Unido producto de la preocupación de gran parte del sector empresarial y financiero londinense respecto de las agresivas estrategias de adquisición utilizadas en el mercado local. Sin embargo, como bien lo sugieren ARMOUR y SKEEL¹⁴², más que puramente voluntario, podría describirse como un régimen de autorregulación forzosa, reforzado negativamente por la perenne amenaza de intervención por parte del gobierno. Más que la aspiración de una regulación profesional y especializada, los principales constituyentes del mercado no deseaban que el control de un fenómeno con potenciales repercusiones colaterales en virtud de sus vínculos directos e indirectos con las compañías involucradas saliera de sus manos.

En los Estados Unidos el federalismo y la dispersión geográfica de la actividad económica generaban poco interés o incluso espacio para la coordinación entre los constituyentes del mercado, mientras las lecciones de la crisis del '29 crearon un ambiente que buscaba eliminar cualquier atisbo de colusión entre ellos, dando nacimiento a un sistema basado en el control de los reguladores y los tribunales. En el Reino Unido, en cambio, el mercado se concentra en “*The City*”, una milla cuadrada

en la que concurren todos sus constituyentes. En ella, banqueros, corredores de Bolsa, las cámaras y directores de empresa interactúan de forma cercana y bajo la fiscalización de sus pares, lo que en principio los compele a comportarse de forma ética según los usos y estándares del mercado, además de coordinar entre ellos para impulsar intereses comunes.

La diferencia es también notable en cuanto al perfil de los inversionistas. Mientras en Estados Unidos hay una gran presencia de inversionistas individuales, en el Reino Unido los inversionistas institucionales han jugado un papel primordial. Fondos de pensiones, aseguradoras y mutuales tienen participaciones significativas en muchas compañías, producto por un lado de la alta tributación marginal al ingreso por inversión de los individuos, a la vez que por los beneficios otorgados a los esquemas de inversión colectiva.¹⁴³ A pesar de servirse del mejor manejo de cada una de las compañías en las que tienen participación, éstos han preferido una posición pasiva con una estrategia de salida clara, quizá en parte porque sus participaciones en cada empresa son relativamente pequeñas y la coordinación, costosa.¹⁴⁴ Sin embargo, su influencia sí se ha manifestado a mayor escala en materia regulatoria, particularmente en la “*formación de normas formales e informales que gobiernan la operación de la empresa corporativa*”¹⁴⁵, que van desde la prohibición de acciones sin derecho de voto hasta la obligación de tomar el parecer de los accionistas en relación con transacciones

141 *Ibidem*, páginas 1760-1762.
142 *Ibidem*, página 1764.
143 *Ibidem*, páginas 1769-1770.
144 *Ibidem*, página 1770.
145 *Ibidem*, página 1771.

relevantes, de lo cual el “*Takeover Code*” es quizá el mejor ejemplo.¹⁴⁶

Esta coordinación es posible merced no sólo de intereses comunes a los inversionistas institucionales, sino sobretudo por la interacción cercana y repetida entre éstos y otros jugadores, amén de la función de vínculo que tradicionalmente ha servido el Banco de Inglaterra entre el gobierno y los participantes del mercado. Tan peculiares condiciones gestaron un ambiente en el que esta interacción favorece la supervisión entre pares y en el que la buena reputación es esencial. La voluntad de someterse a reglas y mejores prácticas propuestas por la comunidad, aunada a la fuerza coercitiva que ejerce el propio mercado, son el terreno fértil para el surgimiento de un sistema de autorregulación voluntaria de las operaciones de cambio de control, que en el Reino Unido se materializó con la implementación del “*Panel on Takovers and Mergers*” y del “*City Code on Takeovers and Mergers*”.

3.2 Implementación institucional: El *Panel on Takovers and Mergers*¹⁴⁷

El “*Panel on Takeovers and Mergers*” (o Panel sobre Adquisiciones y Fusiones, en español) es un órgano independiente establecido en 1968 como respuesta de los constituyentes del mercado local a la oleada

de adquisiciones hostiles que azoló luego de la post-guerra, con el fin de administrar “*The City Code on Takeovers and Mergers*” (o El Código de la Ciudad sobre Adquisiciones y Fusiones, en español). Su función principal, además de aplicar, interpretar y actualizar el CdAF, consiste en supervisar las operaciones de fusión, adquisición y otras que tengan lugar de conformidad con dicho Código.¹⁴⁸

A pesar de su naturaleza originalmente “autorregulatoria”, producto de la implementación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, se le designó como autoridad supervisora encargada de ciertas tareas de regulación, funciones que fueron incluidas en el Capítulo 1 de la Parte 28 del “*Companies Act* (2006)” (o Ley de Sociedades, en español), con lo que podría afirmarse que esta condición se ha relativizado.

Así, por ejemplo, la Sub-sección 943 de la Sección 1 de dicho Capítulo¹⁴⁹, obliga al Panel a crear reglas que den efecto a los artículos 3.1, 4.2, 5, 6.1 a 6.3, 7 a 9 y 13 de dicha Directiva, mismas que van desde el reconocimiento de los principios generales recogidos en ésta (artículo 3.1) hasta la instauración de la protección a los accionistas minoritarios, de la obligatoriedad de cursar una oferta y de pagar un precio equitativo en determinadas condiciones (artículo 5).¹⁵⁰

146 Ídem.
147 Los datos presentados en esta sub-sección emanan del sitio oficial del “*Takeover Panel*”, que incluye información sobre su naturaleza, organización y actualizaciones, entre otros temas de interés, recomendándose su consulta. *Vid.* takeover panel (Sitio en Internet del Takeover Panel). Disponible en: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/> [Fecha de consulta: 04/07/12, 09:45]
148 the city takeover code on takeovers and mergers. A1. Introducción. 1. Resumen. Décima Edición, 19 de septiembre de 2011. Disponible en: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>
149 **Sub-sección 1, Sección 943; Capítulo 1, Parte 28**, Companies Act (2006). Disponible en: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>
150 Valga notar que muchos de los principios generales y reglas recogidas por esta Directiva encuentran inspiración y raigambre en los institutos del *Takeover Code*.

Como reseñan FERRARINI y MILLER¹⁵¹ en relación con la implementación de la Directiva en los Estados Miembros, su redacción era lo suficientemente amplia para que el *Takeover Panel* y el *City Code* continuaran funcionando como lo habían venido haciendo. De conformidad con su artículo 21.1¹⁵², la Directiva debía ser transpuesta por cada Estado Miembro mediante regulación pública, sin perjuicio de ser complementada por códigos privados. En el mismo sentido, aunque el lenguaje del artículo 4.1¹⁵³ supra-citado permitía a los Estados Miembros designar “a la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las ofertas que se rijan por las normas adoptadas o introducidas en virtud de la presente Directiva”, también exigía que ésta debía ser “bien autoridades públicas o bien asociaciones u organismos privados reconocidos por la legislación nacional o por las autoridades públicas expresamente facultadas a tal fin por la legislación nacional.” Luego, si bien el *Takeover Panel* calificaría como asociación u organismo privado, era además necesario que fuera reconocido por la “*legislación nacional*”, con lo cual el Parlamento utilizó la “*Companies Act* (2006)” como plataforma para darle apuntalamiento estatutario.

A pesar de la matización de la naturaleza autorregulatoria del régimen, a partir de esta inclusión en la Ley de Sociedades británica,

el Panel pasó a ser un órgano estatutario, y como tal, fue investido con facultades disciplinaria y de ejecución de sus propias resoluciones, abonando a su independencia y eficacia. Valga notar que aun con estas facultades, el Panel no pretende emitir juicio sobre la conveniencia o no de una determinada operación y no busca impedir o favorecer su conclusión.¹⁵⁴

3.3 Implementación normativa: El *City Code on Takeovers and Mergers*

“*The City Code on Takeovers and Mergers*” (o El Código de la Ciudad sobre Adquisiciones y Fusiones, en español) surge en 1968, urdiendo sus raíces en las *Notas* que emitieran los constituyentes de “*The City*” para regular las adquisiciones hostiles que estaban teniendo lugar. Se trata de un cuerpo normativo en constante evolución que refleja no sólo los retos que se presentan al seno de operaciones de fusión y adquisición, sino también la opinión de expertos y miembros de las diferentes facciones constituyentes del mercado respecto de los estándares de negocio, buenas prácticas y principios que deben guiar el curso de estas operaciones. A partir de la implementación de la Directiva 2004/25/CE a través de la “*Companies Act* (2006)” el Código cuenta con una base estatutaria.

Compuesto por un conjunto de seis principios generales -a guisa de estándares

de comportamiento general- y reglas específicas,¹⁵⁵ el Código busca primordialmente que los accionistas de una compañía-objetivo sean tratados justamente, que los tenedores de acciones de la misma clase y tipo reciban un trato igualitario por parte del oferente y que, en general, no se les prive a los accionistas de la oportunidad de decidir sobre la operación con vista en los méritos de la misma, ofreciendo así un marco regulatorio dentro del cual este tipo de operaciones deben conducirse.¹⁵⁶ Algunas de las reglas que recoge son la obligación de cursar una OPA cuando se adquiere al menos el treinta por ciento (30%) del capital social total de la compañía con base en el precio más alto pagado en los últimos doce meses, la prohibición de operaciones favorables para accionistas específicos, y el libre e igual acceso a la información por parte de los accionistas.

4. El modelo brasileño de autorregulación de los mercados capitales

La discusión en torno de la autorregulación voluntaria de las operaciones de concentración empresarial surgió en Brasil cuando, en el marco de creciente complejidad de las transacciones que siguieron a la reactivación del mercado local, se reportaron algunas situaciones de vulneración de los derechos de los accionistas. Atentos a este fenómeno, durante tres años BM&F BOVESPA, ANBIMA, AMEC, IBCG y

ABRASCA trabajaron bajo la guía de EIZIRIK para explorar y eventualmente desarrollar un modelo de regulación de las adquisiciones inspirado en la experiencia británica de autorregulación, esfuerzo que concluiría con la redacción del CdAF y el establecimiento del CAF como órgano llamado a aplicarlo.

Así, se implementó en Brasil un sistema de autorregulación voluntaria de las operaciones de fusión, adquisición y reorganización societaria fundado sobre algunos pilares básicos: a) adhesión voluntaria; b) conformación del Panel por miembros independientes y especializados; c) celeridad; d) Consenso de los constituyentes del mercado y preeminencia a los principios sobre las reglas; y, e) Presunción de regularidad, concedida por la CVM, a las decisiones del CAF.¹⁵⁷

4.1 Implementación institucional: El *Comité de Aquisições e Fusões*

Se ha dicho ya que el CAF y el CdAF nacen en Brasil como respuesta a la repetida afectación de los derechos de los accionistas al seno de las transacciones de cambio de control y reorganización societaria que proliferaban entonces, dejando en evidencia la insuficiencia de las leyes y códigos privados aplicables. Como se indicara en una nota de Capital Aberto, mientras inversionistas, abogados y reguladores probaban los límites de interpretación de estas normas, no faltaba incluso quien invocara al efecto el “espíritu de la ley”.¹⁵⁸ Luego, en medio de esta incerteza, el CAF surgió como órgano llamado no sólo a

151 *Op. Cit.* #7, página 37. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1497083>

152 **Artículo 21.1.** Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, *DOUE* L 142 del 30 de abril 2004, páginas 22-23. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:ES:PDF>

153 **Artículo 4.1.** Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, *DOUE* L 142 del 30 de abril 2004, página 16. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:ES:PDF>

154 the city takeover code on takeovers and mergers. A1. Introducción. 1. El Código. a) Naturaleza y propósito del Código. Décima Edición, 19 de septiembre de 2011. Disponible en: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

155 the city takeover code on takeovers and mergers. A1. Introducción. 1. El Código. b) Principios Generales y Reglas. Décima Edición, 19 de septiembre de 2011. Disponible en: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

156 Ídem #154.

157 Ídem #129.

158 Ídem #133.

aplicar la normativa existente, sino a dar vida a los principios y reglas propuestas por el CdAF para regular este tipo de operaciones.

Inspirado en el *Takeover Panel*, el CAF es un órgano de naturaleza privada y de adhesión voluntaria, conformado por representantes de los principales constituyentes del mercado y miembros independientes. La adhesión a sus normas funciona como garantía de que determinada operación no es meramente legal, sino también “moral”, un “sello de paz” con los inversionistas.¹⁵⁹

Las compañías abiertas podrán adherirse plenamente al CAF o someter a su conocimiento una operación particular. En el primer caso, la Declaración de Adhesión deberá ser firmada por la compañía adherente y sus socios controladores, administradores, miembros del Consejo Fiscal y de los demás órganos creados por vía estatutaria. Además, deberá incluirse una cláusula en el pacto constitutivo obligando a la compañía y a sus accionistas a someterse al CAF.¹⁶⁰ En el segundo escenario, aun las compañías que no se adhieran al CAF pueden elevar una operación específica a conocimiento de este órgano. También deberán someterse a este control las entidades que sean parte de una reorganización societaria u OPA en la que tenga participación una compañía adherente.

La función principal del CAF consiste en aplicar y actualizar el CdAF, así como

resolver consultas y fiscalizar todas las OPAs y operaciones de incorporación, fusión y cisión que involucren compañías abiertas bajo los presupuestos previstos por ley y el CdAF¹⁶¹, mismas que pueden resumirse en: OPAs -incluidas tanto en la *Ley de Sociedades Anónimas* como en el CdAF-: a) por adquisición de participación relevante; b) estatutaria; c) por cambio de control; d) por adquisición de control; e) por aumento de participación; f) voluntaria; g) concurrente; h) por cancelación de registro. Reorganización societaria: a) incorporación; b) incorporación de acciones; c) fusión; d) cisión con incorporación.¹⁶²

En cuanto a los principios fundamentales que aplica el CAF y que recoge el CdAF, reflejan la influencia que sobre éstos tiene el sistema británico: a) tratamiento igualitario de los accionistas tenedores de acciones de la misma clase, y equitativo respecto de los tenedores de acciones de otra clase o tipo; b) soberanía de la decisión de los accionistas; c) acceso y uniformidad de información que permita la toma de decisiones fundamentadas e independientes; d) disposición de suficiente tiempo para la toma de decisiones; e) manifestación expresa de la compañía de su entendimiento respecto de los efectos de determinada operación; f) prohibición de operaciones que creen condiciones artificiales para la negociación de operaciones o en el uso de información calificada; g) prohibición de operaciones

que afecten injustificadamente a la empresa o a su operación, particularmente producto de la divulgación de ofertas u operaciones temerarias o especulativas. Otros de los principios observados son: h) celeridad y reducción de costos para las partes en los procedimientos; i) confidencialidad de la información; j) respeto a los principios de proceso de contradictorio y de defensa; k) imparcialidad de los miembros del CAF.¹⁶³

Respecto de la interpretación y aplicación del CdAF por parte del CAF, éste tiene la potestad tanto para excepcionar la aplicación de alguna regla, como de adoptar medidas no expresamente recogidas en aquél. El CAF no juzgará sobre la conveniencia u oportunidad de determinada operación, ni instará o disuadirá de su ejecución, como tampoco se referirá a potenciales aspectos de competencia.

Además, está facultado para aplicar tres niveles de sanciones, que van desde la censura restringida (dirigida directamente a la parte penalizada y notificándole del incumplimiento de una disposición legal, reglamentaria o del Código); la censura pública (según la cual la sanción es divulgada en el sitio en Internet del CAF); y finalmente, la revocatoria del sello del CAF.¹⁶⁴ Por tratarse de un órgano privado, el CAF carece de fuerza ejecutoria para hacer valer sus decisiones o las penalidades que impusiere con ocasión de violación del CdAF -al igual que el *Takeover Panel* de previo a que se le otorgara sustento estatutario merced de la implementación

de la Directiva 2004/25/CE a través de la “*Companies Act* (2006)”-, con excepción de las sanciones ya indicadas. No obstante, podrá dar parte de la situación a la CVM, que sí tiene autoridad para tomar las medidas legales necesarias.¹⁶⁵ Luego, la ejecución de las resoluciones del CAF dependerá de la extensión y solidez del convenio de colaboración entre ambos. La CVM aceptó otorgar presunción de regularidad a las OPAs y operaciones de reorganización societaria entre partes relacionadas aprobadas por el CAF, presuponiendo que la adhesión a este órgano implica la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, una especie de “*fast track*” para las operaciones que ostentaren el sello CAF.¹⁶⁶

4.2 Implementación normativa: El Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões

El *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões* (o Código de Autorregulación de Adquisiciones y Fusiones, en español) se encuentra profundamente influenciado por el *Takeover Code* británico no sólo en su esencia, sino también en su estructuración, contenido y alcance; propone un conjunto de principios y reglas que buscan garantizar el tratamiento igualitario de los accionistas tenedores de las acciones de la misma clase y equitativo de los tenedores de acciones de clases diferentes en operaciones de concentración societaria, incluyendo todas las modalidades de OPAs voluntarias y obligatorias y operaciones de reorganización societaria. Pretende, sobretudo, crear

159 Ídem.
160 anbima. (Sitio en Internet de ANBIMA). Presentación del CAF (Carvalhosa e Eizirik Advogados), filmina 6. disponible en: http://www.anbima.com.br/eventos/arqs/eventos_anteriores/workshop_materiais_avaliacao/nelson_eizirik.pdf [Fecha de consulta: 20/04/14, 09:00]
161 migalhas (Sitio en Internet de la revista). t. valladares souza frauches; f. figueiredo franco carmo. “O Comitê de Aquisições e Fusões – CAF.” *Revista Migalhas*, 23 de julio de 2013. Disponible en: <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI182975,91041-O+Comite+de+Aquisicoes+e+Fusoes+CAF> [Fecha de consulta: 20/04/14, 09:25]
162 *Op. Cit. #129*, filmina 12.

163 Ídem **#160**, filminas 9-11.
164 *Op. Cit. #129*, filmina 16.
165 Ídem **#161**.
166 Ídem **#133**.

un fuero de protección especial para los accionistas minoritarios, asegurando que la decisión final respecto de determinada operación sea siempre de los accionistas y no de la administración.¹⁶⁷ Los principios que recoge y que rigen tanto este tipo de transacciones como el propio funcionamiento del CAF han sido señalados *supra*.

Estas reglas y principios se bifurcan en dos cuerpos que deben pautar, en el caso del Código de Conducta, la actuación de aquellos que estuvieren sometidos a la regulación del CAF en relación con una operación regulada; en el caso del Código de Procedimientos, el ejercicio del poder de fiscalización por parte del CAF. Mientras el Código de Conducta se enfoca en el tratamiento igualitario y equitativo de los accionistas, el Código de Procedimientos busca asegurar en cada procedimiento conducido por el CAF la confidencialidad, celeridad y reducción de costos para las partes.¹⁶⁸

En abono a lo ya indicado, entre las innovaciones incorporadas por el CdAF, se cuentan la cota al uso indiscriminado de las “*poison pills*”, la regularización de las ya existentes¹⁶⁹ y la creación de una nueva OPA obligatoria por adquisición de participación accionaria relevante (Artículos 65-70 del CdAF).¹⁷⁰

Pero, ¿cómo se armoniza el CdAF con la normativa existente? Este Código no substituye las disposiciones legales y reglamentarias

aplicables a las operaciones sobre las cuales el CVM tiene competencia -particularmente la Ley nº 6.404/76 y la Ley nº 6.385/76-, como tampoco la actuación del CAF suplanta la de la CVM en tales operaciones. El CdAF busca sobretodo crear principios y reglas adicionales con el fin de suplir eventuales lagunas en la disciplina de las operaciones de concentración empresarial.¹⁷¹

5. Conclusiones

Resulta difícil emanar conclusiones respecto de un proceso en marcha cuyos resultados, en gran medida, no se materializan aún. Sin embargo, vale la pena arrojar luz sobre algunos de sus elementos más relevantes.

5.1 ¿Desatar o cortar el “Nudo Gordiano” del “Problema de Olson” intrínseco al mercado de capitales brasileño?

Cuando Alejandro Magno se enfrentó al reto de desatar el nudo de Gordias - cuya solución auguraba la conquista de Asia-, blandiendo su espada lo cortó sin más, diciendo: “*tanto monta cortar como desatar*”.

Muchas veces, los intentos legislativos e institucionales por disciplinar los mercados replican esta tajante solución, sin tomar en cuenta su peculiar constitución. La resolución del nudo del mercado capitales brasileño requirió de la pericia y paciencia de la CVM y

sobretudo de la Bolsa, que progresivamente lo fue desatando, asegurándose de mantener la urdimbre y entender las características de los hilos que lo conforman.

En la Sección II de esta nota, y con base en la tesis de GILSON, HANSMANN y PARGENDLER que presenta al dualismo regulatorio como estrategia de desarrollo, se determinó que en el caso de Brasil, el *Problema de Olson*¹⁷² era considerable y se encontraba profundamente arraigado en su economía.

A lo largo de su historia reciente, los bloques mayoritarios y directores de empresa han ejercido una posición hegemónica en un mercado de capitales más bien letárgico, integrado primordialmente por grandes compañías familiares y empresas estatales. Mientras las empresas abiertas se han caracterizado en general por un manejo de corte familiar y una concentración considerable no sólo del capital sino sobretudo del poder político dentro de la firma, en detrimento de los intereses de los accionistas minoritarios, el régimen de inversión en las grandes empresas del Estado fomentaba la participación del inversionista a través de productos que a penas otorgaban derechos económicos, sin otro vínculo. **Por sus características y el andamiaje legal e institucional que le daba soporte, el mercado de capitales se mantenía virtualmente cerrado, limitando su función de captación y colocación de recursos a los grandes participantes en**

un estrecho margen de operaciones. Estos grupos poco interés tenían en la mejora de la protección al inversionista minoritario, a quien habían reducido a la marginalidad y a quien percibían, en alguna medida, como un “mal necesario”.

Con la determinación del gobierno militar de estimular la economía, se lanzaría una plétora de programas y políticas para fomentar el cremiento económico a partir del desarrollo de los mercados capitales, con escasísimo éxito, vista en su conjunto. Ciertamente, algunas de estas medidas estimularon la actividad bursátil, aunque de manera artificial y por diseño, con efectos colaterales deletéreos para el mercado y sobretudo, para los inversionistas. Muchas consistían en incentivos fiscales a la inversión en productos “patrocinados” por el Estado que, en teoría, expandirían el mercado y llevarían a la progresiva apertura del capital de las compañías en el Brasil.¹⁷³ Se trataba sobretudo de títulos o productos que tenían como activos subyacentes acciones sin derecho de voto en empresas que cumplían con cierto fines y requerimientos impuestos por ley, generando no sólo el flujo de recursos hacia empresas “ganadoras” seleccionadas por el Estado, sino limitando aún más la posición de los minoritarios, así despojados de sus derechos políticos.

En el frente legislativo, se promulgaron varias leyes y decretos básicos como la Ley nº 6.404¹⁷⁴ del 15 de diciembre de 1976 y la Ley nº 6.385/76¹⁷⁵ del 07 de diciembre

167 Ídem #161.
168 código de autorregulação de aquisições e fusões. Introducción. 1- El Comité de Adquisiciones y Fusiones – CAF. Disponible en: http://www.cafbrasil.org.br/downloads/novos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf
169 Ídem #133.
170 Ídem #1.
171 código de autorregulação de aquisições e fusões. Introducción. 2- El Código de Regulación de Adquisiciones y Fusiones – CAF. Disponible en: http://www.cafbrasil.org.br/downloads/novos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf

172 Descrito en este artículo como la oposición de las élites económicas a políticas que fomenten el desarrollo económico y la distribución de la riqueza.
173 Ídem #29.
174 Ídem #34.
175 Ídem #51.

de 1976 que vino a regular el mercado de capitales, estableciendo instituciones trascendentales como el Banco Central, el Consejo Monetario Nacional y la CVM. Sin embargo, muchas de las normas, además de acusar falta de tecnicismo y adecuación a la realidad del mercado local, presentaban lagunas considerables y rápidamente resultaron insuficientes o letra muerta.

El mayor problema residió, quizá, en que los múltiples esfuerzos institucionales y legislativos no respondieron a una estrategia general bien definida, sino que se implementaron de manera asistemática, con base en impulsos coyunturales. Esta inconsistencia, además de generar oportunidades de arbitraje que abrieron espacio a la especulación, permitió a los bloques de control y directores mantener el capital de sus sociedades tan cerrado como desearan, gestando una cultura societaria enfrentada con la apertura de capital y adversa al pequeño inversionista, repercutiendo en última instancia en el costo del capital y en la consecuente contracción del mercado.

Con el cambio de siglo, y a pesar de la materialización de algunas oportunidades propicias para la reactivación del mercado de capitales, como lo fue el proceso de privatización de las grandes empresas estatales, el mercado se mostraba agónico, habiendo dejado de ser considerado como una opción de financiación para las empresas y una oportunidad de inversión para los ahorradores.

Una gran reforma legal era inviable: por un lado, los intentos anteriores habían tenido un efecto limitado, resolviendo problemas puntuales y generando en el camino un cúmulo de leyes y decretos de difícil aplicación; por

otro, una reforma que amenazara el *status quo* sería vehementemente adversada por los grupos hegemónicos. El resultado seguramente sería alguna solución legal superficial con corta fecha de expiración. Al margen quedarían los inversionistas minoritarios, que terminarían de perder su confianza en el mercado y sus reguladores.

La clave yacía en entender la constitución del mercado brasileño, el *Problema de Olson* a él intrínseco, y buscar una solución que preservara el *status quo* de los grupos dominantes a la vez que habilitara una alternativa que permitiera adoptar mejores prácticas y mecanismos de gobernanza corporativa sin causar un daño reputacional a quienes decidieran mantenerse al amparo del antiguo régimen.

Luego, la primera lección que se puede emanar para los mercados capitales emergentes -en los que el *Problema de Olson* es especialmente agudo-, es que la reforma debe ser observante de la dinámica del mercado, buscando soluciones que surjan del mercado mismo como una opción y no como una imposición legal, con lo cual aún los participantes más reticentes eventualmente convergerán, o cuando menos, no identificarán un riesgo en esta “reforma silenciosa”.

5.2 La autorregulación voluntaria: un ejercicio de disciplina y confianza de y en el mercado.

En este trabajo se han discutido los fenómenos del dualismo regulatorio y la autorregulación voluntaria en los mercados capitales, esta última en particular relación con las operaciones de cambio de control y reorganización societaria.

El dualismo regulatorio se ha entendido aquí como esencial para tratar el *Problema de Olson*, en tanto que estrategia que relaja la tensión entre el crecimiento futuro y la distribución actual del poder, permitiendo a la élite económica preservar su posición hegemónica sin menoscabo a su reputación, a la vez que habilitar un sistema alternativo no obligatorio más riguroso de protección al inversionista.

En Brasil, se introdujo con el lanzamiento del *Novo Mercado* como un segmento “*premium*” de cotización, una solución “de mercado” para acceder a capital a un menor costo a cambio de incorporar niveles más avanzados de gobernanza corporativa. Las cifras respaldan su éxito, aunque le tomara casi un lustro tomar tracción.

No obstante, esta convergencia general hacia mayores niveles de gobernanza corporativa no evitó que la proliferación y sofisticación de las transacciones diera lugar a la explotación de posiciones de arbitraje y la vulneración de los derechos de los accionistas minoritarios. ¿Por qué? Podría alegarse que, aunque el efecto positivo del *Novo Mercado* en gran medida transvasó de las compañías adherentes al resto del mercado, vino a corregir a penas algunos problemas esenciales. A pesar de haber fomentado la dispersión de capital y puesto cota a la retención de derechos políticos por parte de los bloques de control, cabe preguntarse si hubo algún cambio real en la alineación de intereses de los principales constituyentes del mercado.

En cuanto al modelo de autorregulación voluntaria de las operaciones de cambio de control y reorganización societaria que, inspirado en el *Takeover Panel* británico

viene a implementar el CAF, la duda se cierne más bien sobre la replicabilidad de aquél a la luz de las asimétricas condiciones entre ambos mercados, específicamente en cuanto a la capacidad de los constituyentes del mercado brasileño de ejercer presión y fiscalización sobre sus pares.

La autorregulación voluntaria es un ejercicio de disciplina y confianza de y en el mercado, lo que exige de antemano cierto nivel de cohesión entre sus miembros.

5.3 Algunas preguntas (aún sin responder).

Se han planteado aquí algunas dudas respecto de la posibilidad de implementar en Brasil un sistema de autorregulación voluntaria que, como se ha sugerido, ha funcionado con éxito en mercados que acusan condiciones peculiares a primera vista ausentes en el caso brasileño.

Por la naturaleza de estas interrogantes y por el estado de implementación en que se encuentra el CAF, su revisión permite a penas un ejercicio especulativo que, sin embargo, resalta las potenciales debilidades y fortalezas de este sistema:

¿Será viable la autorregulación en este mercado, dado el alineamiento actual de intereses de sus participantes?

Como se ha indicado ya, el *Novo Mercado* abonó en gran medida, con la eliminación de las acciones preferentes sin derecho de voto, a la dispersión de capital y a desincentivar la concentración de derechos políticos en manos de los bloques controladores, pero no por esto disminuyó la hegemonía de éstos y de los directores de empresa, que

continuaron protegiendo su *status quo* e impulsando intereses propios, no siempre en alineación con los de los accionistas minoritarios.

Por otro lado, si algo ha demostrado esta experiencia, es que tarde o temprano los constituyentes convergen en estos nuevos niveles de protección al inversionista por así demandarlo el mercado. Más allá del acceso a capital en mejores condiciones, el valor reputacional de este “sello”, que garantiza el cumplimiento de niveles mínimos de gobernanza corporativa -y por el contrario, el estigma de no tenerlo cuando otros lo han obtenido-, es el mayor aliciente para adherirse a niveles que imponen mayores compromisos.

Sin embargo, cabe preguntarse, como lo hizo Mendes¹⁷⁶ con ocasión de la oposición parcial de ciertos sectores a las reformas al *Novo Mercado*, si las compañías han perdido la voluntad de continuar por esta senda, lo que representaría un escollo para otros intentos de similar vocación, como el CAF. Esta observación, que puede circunscribirse al disenso respecto de ciertos puntos más o menos esenciales de la propuesta de reforma al *Novo Mercado*, en efecto sugiere una alineación particular entre ciertos actores, sin que por ello pueda afirmarse que la “voluntad del mercado” ha topado ya su capacidad de incorporar nuevos mecanismos de gobernanza corporativa.

¿Cómo se “tropicalizará” el modelo británico -identificado como arquetípico por los gestores del CAF- para, al mismo tiempo, adecuarse a las necesidades del mercado brasileño y salvar potenciales incompatibilidades con las estructuras regulatorias e institucionales existentes?

Recuérdese que el CdAF no viene a substituir las disposiciones legales y reglamentarias aplicables a las operaciones sobre las cuales la CVM tiene competencia, como tampoco el CAF suplantaré a la CVM en lo que concierne a tales operaciones. A esto debe agregarse que el CdAF viene a ofrecer un marco de regulación específico a las operaciones de cambio de control y reorganización societaria, mientras que la CVM trabaja bajo un **ámbito** legal y regulatorio mucho más amplio. Esta voluntad de no ir a contrapelo de la normativa existente y de no inmiscuirse en las funciones propias de la CVM, aunque encomiable y necesaria, requiere de claridad para su correcta ejecución. Es necesario asegurarse de que el alcance del CAF y el CdAF estén bien delimitados, a fin de evitar traslapes con las estructuras regulatorias e institucionales pre-existentes.

Siendo que la CVM ejecutará las resoluciones y sanciones del CAF, existe ya un entendimiento previo entre ambos entes que, en gran medida, determinará el sino del segundo como órgano regulador. La CVM ha aceptado otorgar presunción de regularidad a las OPAs y operaciones de reorganización

societaria entre partes relacionadas aprobadas por el CAF, concesión que augura un alto grado de coordinación y entendimiento entre las partes. Sin embargo, es también clave que este acuerdo delimite el alcance de la CVM en la implementación de las resoluciones de la CVM, a riesgo de que mine la autoridad del CAF como autoridad reguladora dentro del mercado financiero.

¿Afectará la voluntariedad de la adhesión al CAF su eficacia?

Como en el caso del *Novo Mercado*, probablemente el escenario opuesto, es decir, la imposición de un sistema de regulación de las operaciones de cambio de control y reorganización societaria a los participantes del mercado, hubiera tenido un efecto adverso, despertando la oposición de los grupos hegemónicos, que habrían ejercido su influencia en el mercado y poder político para descarrillarla.

Por el contrario, la adhesión voluntaria tiene la virtud, a pesar de rendir resultados de manera progresiva, de permitir una convergencia natural hacia el sistema, al que normalmente se acogen primero aquellos que perciben un beneficio directo e inmediato de la adhesión hasta convertirse en un requerimiento impuesto no por disposición legal o institucional, sino por el propio mercado.

5.4 Quo vadis?

Poco tiempo ha transcurrido desde el establecimiento del CAF, por lo que cualquier intento de juzgar sobre su éxito es prematuro. Sin embargo, a modo de conclusión, vale la pena analizar el vaticinio de Nelson Eizirik, gestor del CAF, para quien el proceso comenzará lento con operaciones concretas, pero será progresivo y exitoso. Curiosamente, para él, la resistencia inicial, probablemente vendrá de las empresas hoy adheridas al *Novo Mercado*:

“Mi impresión es que, al comienzo, las adhesiones al CAF serán ad hoc, principalmente en operaciones que involucren a partes relacionadas. Será una forma de hacerlas de forma más rápida, barata y previsible. También imagino que tendremos la adhesión de empresas nuevas. Creo que las empresas del Novo Mercado, hoy, pueden ser hasta un bloque de resistencia. Muchas de ellas tienen grupos de control minoritarios encastillados por poison pills, porque las OPAs con poison pills establecen precios prohibitivos, imposible de practicarse. Y es difícil desarmar la poison pill. Para tener el sello CAF, la empresa tendrá que despojarse de las poison pills, cambiar el estatuto.”¹⁷⁷

176 Ídem #102.

177 *Ibidem*.