



**Conferencia de las
Naciones Unidas sobre
Comercio y Desarrollo**

Distr.
GENERAL

TD/B/COM.2/ISAR/19/Add.1
5 de agosto de 2003

ESPAÑOL
Original: INGLÉS

JUNTA DE COMERCIO Y DESARROLLO
Comisión de la Inversión, la Tecnología
y las Cuestiones Financieras Conexas
Grupo de Trabajo Intergubernamental de
Expertos en Normas Internacionales de
Contabilidad y Presentación de Informes
20º período de sesiones
Ginebra, 29 de septiembre a 1º de octubre de 2003
Tema 3 del programa provisional

**ESTUDIO SOBRE LA PUBLICACIÓN DE INFORMACIÓN PARA
EL BUEN GOBIERNO DE LAS EMPRESAS EN EL BRASIL**

Informe de la secretaría de la UNCTAD

Resumen

El Grupo de Trabajo Intergubernamental de Expertos en Normas Internacionales de Contabilidad y Presentación de Informes solicitó en su 19º período de sesiones, celebrado en Ginebra del 25 al 27 de septiembre de 2002, la realización de estudios de casos sobre el terreno en la esfera de los requisitos de transparencia y publicación de información para el buen gobierno de las empresas. Se realizaron en consecuencia cinco estudios de casos nacionales sobre las principales cuestiones que plantea el cumplimiento de los requisitos de transparencia y publicación de información para el buen gobierno de las empresas. Los países donde se realizaron los estudios son el Brasil, los Estados Unidos de América, la Federación de Rusia, Francia y Kenya.

El presente informe expone los resultados de un estudio sobre los requisitos de transparencia y publicación de información para el buen gobierno de las empresas en el Brasil. Proporciona una visión general del mercado de capitales del Brasil y de los papeles desempeñados por el sector público así como el sector privado para promocionar la mejora de la transparencia y la publicación de información sobre la gestión de las empresas. Se examinan en el informe normas legales como la Ley sobre el mercado de valores del Brasil, las normas y reglamento de la Comisión de Valores y la promulgación de normas de contabilidad. Se examinan también la obligación de notificación que incumbe a la Bolsa de São Paulo y los cometidos de la Asociación Nacional de Inversores en el Mercado de Capitales, el Instituto Brasileño de Gobernanza Empresarial y la Asociación Nacional de Bancos de Inversión para promover una mejora de la transparencia y la publicación de información. En este estudio se utilizan como puntos de referencia los requisitos de transparencia y publicación de información que se debatieron en el 19º período de sesiones del Grupo de Trabajo.

Los principales objetivos del estudio son obtener enseñanzas de la experiencia brasileña en la promoción de una mejora de la transparencia y la publicación de información en el sector empresarial y compartir las conclusiones con los Estados miembros que deseen fortalecer la transparencia y la publicación de información en sus respectivos mercados.

ÍNDICE

	<i>Párrafos</i>	<i>Página</i>
INTRODUCCIÓN.....	1 - 12	4
I. EL SECTOR PÚBLICO.....	13 - 26	7
A. Legislación.....	13 - 16	7
B. Normas y reglamento de la Comisión de Valores (CVM).....	17 - 21	8
C. Normas de contabilidad.....	22 - 26	10
II. EL SECTOR PRIVADO.....	27 - 56	12
A. La Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).....	27 - 37	12
B. Inversores, asociaciones y otros grupos interesados en la gobernanza de las empresas.....	38 - 45	15
C. Sociedades y agrupaciones de industrias.....	46 - 56	18
III. CUESTIONES DE EJECUCIÓN.....	57 - 61	21

INTRODUCCIÓN

1. El Gobierno y los supervisores de entidades financieras del Brasil reconocen que la gobernanza de las empresas es uno de los principales factores que frenan el desarrollo de los mercados de capitales del Brasil y son profundamente conscientes de la relación existente entre el volumen y la salud de los mercados de capitales, el costo del capital y el crecimiento macroeconómico general¹. Consecuencia de ello ha sido el lanzamiento de numerosas iniciativas, algunas bastante innovadoras, para conseguir una mejor gestión de las empresas. El Brasil sigue trabajando en reformas legislativas y reglamentarias, así como en la utilización de los mecanismos voluntarios del mercado para alentar a las empresas a mejorar su gobernanza, lo que hace del país un interesante objeto de estudio.

2. El mercado de capitales brasileño representa aproximadamente el 60% del volumen total del comercio de América Latina. Alrededor de 550 empresas están admitidas a cotización en la Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), aunque sólo puede invertirse en unas 100 a 150 de ellas². Pese a que las cifras han fluctuado considerablemente a lo largo de los años³, la capitalización total del mercado brasileño es aproximadamente de 400.000 millones de reales o sea 140.000 millones de dólares de los EE.UU.⁴. Correspondió a los inversores extranjeros el 22,4% de las acciones negociadas en la bolsa (con anterioridad las cifras habían sido superiores al 35%); el 29,4% fueron inversores institucionales, el 22,5% personas individuales y el 21,3% instituciones financieras.

3. El mercado brasileño tiene algunas características únicas que definen la gestión de sus empresas. En algunos países, más característicamente en los que tienen una tradición de mercado angloamericana, la propiedad de las empresas cotizadas en bolsa está desperdigada y la dinámica de la gestión suele girar en torno a la separación entre propiedad y control⁵. En estos países, los debates sobre la forma de mejorar la gobernanza están inevitablemente centrados en la forma de alinear los intereses de los propietarios y los de los administradores profesionales. Se considera que la publicación de información constituye una de las herramientas más importantes para ejercer la supervisión de la dirección.

¹ Queda por ver la importancia que ocupa dentro de las prioridades de reforma del actual Gobierno el crecimiento de los mercados de capitales.

² Mauro Rodrigues da Cunha, Bradesco-Templeton.

³ Por ejemplo, el capital social de las empresas que cotizan en la BOVESPA representó el 55% de la Bolsa de Valores de Madrid en julio de 1997 y sólo el 6,3% en junio de 2001. Los cambios han sido incluso más espectaculares si se comparan con otras bolsas internacionales.

Fuente: BOVESPA.

⁴ Aproximación de las cifras correspondientes a 2002 editadas en "Overview of the Brazilian Economy and the Capital Market, March 2003" de la BOVESPA. Se aplicaron los tipos de cambio real/dólar de los EE.UU. del 9 de mayo de 2003.

⁵ La dispersión de la propiedad suele ser la excepción y no la regla en los distintos mercados de valores.

4. En el Brasil, al igual que en la mayoría de los demás países, la propiedad está concentrada. La mayoría de las empresas brasileñas están controladas por grupos dominantes (frecuentemente familias que además de ser los propietarios desempeñan el papel de directores) y la alineación de los intereses de los propietarios y los directores es un hecho. La estructura de la propiedad en el Brasil tiene, por tanto, más en común con las empresas de ciertos Estados continentales europeos que con los países de tradición angloamericana. Pese a que la publicación de información sigue siendo una valiosa herramienta de supervisión, los debates sobre la forma de mejorar la gobernanza de las empresas en el Brasil suelen centrarse en la forma de evitar los abusos de los accionistas mayoritarios y la expropiación de los accionistas minoritarios.

5. La concentración de la propiedad en las empresas brasileñas es el resultado de la historia y de la tradición legal. La concentración estuvo alentada por la Ley de empresas mercantiles, que hasta recientemente permitía a las empresas emitir acciones sin derecho de voto, denominadas "acciones preferentes", por un valor de hasta dos tercios del capital de la empresa. Esta disposición permitía a los propietarios la ampliación real de la base de accionistas manteniendo al mismo tiempo el control de la empresa. Como consecuencia de las recientes modificaciones de la ley, se elevó al 50% el porcentaje de acciones preferentes sin derecho a voto que podía emitir una empresa⁶. La inmensa mayoría de las acciones en el mercado abierto son acciones preferentes sin derecho a voto que se suelen negociar con un descuento frente a las acciones con derecho a voto que otorgan derechos de control.

6. Se puede sostener que más importante que las dos clases de acciones para mantener el control sobre las empresas brasileñas es el empleo de estructuras piramidales. Las estructuras piramidales se utilizan en más de la mitad de las empresas brasileñas para ejercer una influencia decisiva sobre el control. Numerosas compañías brasileñas son controladas por propietarios que sólo detentan del 8 al 10% de su capital⁷. Las estructuras piramidales normalmente ocultan la verdadera estructura del control de una empresa y a menudo distorsionan la relación entre control y propiedad⁸.

7. Las modificaciones del ordenamiento jurídico en el Brasil son complejas y difíciles de realizar. Se intentó repetidas veces aumentar el porcentaje de acciones de las empresas brasileñas que cotizan libremente en el mercado y potenciar el atractivo de los mercados

⁶ Acciones con derecho a voto, según la legislación brasileña, sólo eran hasta hace poco un tercio (o sea el 33,33%) del total de las acciones en circulación. Con la mitad de las acciones con derecho a voto, o sea menos del 17% del total de las acciones en circulación, podía mantenerse el control absoluto. Las recientes modificaciones a la Ley de empresas mercantiles aumentan esta cifra al 50%, por lo que ahora puede conservarse el control con el 25% del total de las acciones en circulación.

⁷ Flavio Marcilio Rabelo y Luciano Coutinho, "Corporate Governance in Brazil", abril de 2001.

⁸ La lista de referencia preparada por el Grupo de Trabajo Intergubernamental de las mejores prácticas para cumplir los requisitos de publicación de información no toma posición sobre la conveniencia de estructuras desproporcionadas de control. Estos requisitos, sin embargo, contemplan la total publicación de esas estructuras para que los inversores evalúen mejor los posibles riesgos.

brasileños. Más de destacar es el intento realizado a principios del decenio de 1990 por la Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o sea la Comisión Brasileña de Valores para modificar la Ley de empresas mercantiles reduciendo el porcentaje de acciones preferentes sin derecho a voto que las empresas pueden emitir de dos tercios al 50% del capital social. Pese a introducirse esta enmienda en la ley, hubo de renunciarse al proyecto original debido a la fuerte oposición de las empresas y no pudo aprobarse hasta casi diez años después.

8. Aunque son deseables desde el punto de vista de quienes proponen mercados de valores más activos, los accionistas mayoritarios se oponen, como puede comprenderse, a los cambios que pueden disminuir su capacidad para dirigir las empresas como les parece bien. El fracaso del proyecto de ley de la CVM es buen ejemplo del enorme esfuerzo requerido para introducir cambios sustantivos en la ley brasileña. También explica en una medida considerable el procedimiento alternativo seguido por la CVM y la BOVESPA, que descansa en la promesa de un reducido costo de capital para las empresas que voluntariamente apliquen mejores sistemas de gestión. Uno de los hallazgos clave del experimento brasileño será saber si los incentivos concedidos a las empresas gracias a la reducción de los costos de capital compensarán los beneficios privados que los accionistas mayoritarios pueden obtener.

9. La concentración de la propiedad en el Brasil se debe también a la estrategia de privatización del Gobierno. En la privatización brasileña no se reservaron acciones para su distribución entre el público en general como ocurrió en España, Francia, y el Reino Unido, donde se ofrecieron públicamente acciones descontadas. En el Brasil, los fondos de pensiones, los bancos y otros inversores institucionales intentan controlar bloques de empresas de propiedad estatal. El resultado ha sido la creación de grupos de inversores que se caracterizan por regirse por acuerdos entre accionistas. Se crearon en el Brasil algunas sociedades *holding* de inversiones con la sola finalidad de aprovechar las deducciones tributarias resultantes de las adquisiciones. En otros casos más graves se utilizaron las sociedades de cartera para diluir los intereses de los accionistas minoritarios. La CVM tuvo que intervenir en estos casos con resultados diversos.

10. Otra importante característica de la gobernanza empresarial en el Brasil es la junta a dos niveles. Como en la mayoría de los países, la asamblea general de accionistas es el supremo órgano de decisión de la empresa. Tiene a su cargo el nombramiento y aprobación del Conselho de Administração, o consejo de administración, que corresponde a la junta de directores en un sistema de junta unitaria. El consejo de administración determina las orientaciones y políticas fundamentales de la empresa, establece su estrategia y examina los planes empresariales, entre otras cosas. Hasta dos tercios del consejo de administración pueden realizar funciones ejecutivas. El consejo de administración nombra, a su vez, a la Diretoria o consejo ejecutivo y al auditor independiente. La Diretoria está encargada de la administración diaria y la aplicación de las amplias directrices fijadas por el consejo de administración. Sus miembros están investidos con el poder exclusivo de actuar en nombre de la empresa⁹.

⁹ Los miembros de la Diretoria se denominan *diretores* en portugués (*directeur* en francés o *director* en español), mientras que en inglés se les denomina *executives* u *officers*. La traducción de la palabra portuguesa *diretor* como *director* en inglés frecuentemente crea confusión con las denominaciones aplicadas a los miembros de la junta.

11. Esta estructura queda completada con los Conselhos Fiscais o consejos fiscales¹⁰. La finalidad de los consejos fiscales es ejercer una función de supervisión. Aunque carecen de facultades de decisión, pueden examinar las decisiones administrativas desde una perspectiva jurídica y comprobar que la administración cumple los estatutos de la empresa¹¹. Es característica la atribución de un puesto en el Conselho Fiscal a los accionistas preferentes y otro a los accionistas minoritarios que tengan más del 10% de acciones ordinarias. Los conselhos se componen de tres miembros como mínimo y cinco como máximo elegidos en la asamblea general. Son nombrados por un año y pueden ser reelegidos. Los miembros pueden ser o no accionistas y no se exige explícitamente que sean independientes. Sólo puede elegirse a una persona que tenga título universitario y haya ocupado un puesto en la empresa o haya sido al menos durante tres años miembro del Conselho Fiscal. Recientemente se suprimió el requisito de residencia legal en el Brasil¹².

12. Los principales factores que permiten una mayor publicación de información son una combinación de fuerzas interiores y exteriores. Al igual que en otros países, el gran apoyo prestado a la reforma de la gestión, ya sea legislativa o de otro tipo, ha sido frecuentemente resultado de fracasos empresariales a los que se ha dado gran publicidad. En el Brasil, los casos de fraude contable han suscitado un mayor interés por el buen gobierno y la transparencia, lo que se ha traducido en la presentación en el congreso de numerosas iniciativas, entre ellas proyectos de ley para aumentar la difusión de información y obligar a las compañías a conceder mayores derechos a los accionistas minoritarios. Obedecen fundamentalmente a la influencia exterior los requisitos impuestos a las empresas brasileñas para la cotización en bolsas extranjeras y las exigencias de fondos de inversión extranjeros. Este estudio se centra en los acontecimientos sucedidos durante los dos últimos años.

I. EL SECTOR PÚBLICO

A. Legislación

13. Las principales leyes que determinan y regulan el funcionamiento del mercado de valores brasileño son la Ley N° 6385 en su forma enmendada (Ley sobre el mercado de valores) y la Ley N° 6404 (Ley de empresas mercantiles). La Ley sobre el mercado de valores establece la Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Comisión de Valores, que junto con el Banco Central aplica las políticas del Conselho Monetário Nacional (CMN) o Consejo Monetario Nacional. La CVM es la principal institución encargada de la reglamentación de la contabilidad y los informes de las empresas que cotizan en bolsa.

14. La Ley de empresas mercantiles exige la presentación de estados financieros anuales comprobados que incluyan un balance, un estado de pérdidas y ganancias, un estado de las

¹⁰ Algunas veces se traduce Conselhos Fiscais por comités de auditoría, lo que puede inducir a error ya que tienen distinto origen histórico y desempeñan una función distinta.

¹¹ En la Federación de Rusia y en Italia se encuentran estructuras similares.

¹² Heloisa Bedicks, Directora Ejecutiva, del IBGC.

modificaciones del capital social, notas a los estados financieros, un examen y análisis hecho por la dirección y un informe del auditor independiente. Se exigen estados trimestrales no comprobados dentro de los 45 días siguientes a la finalización de los tres primeros trimestres del ejercicio económico¹³. En los estados anuales y trimestrales debe figurar información relacionada con la gobernanza empresarial, incluida información sobre los accionistas, los directores, la administración y las sociedades filiales.

15. Las empresas que cotizan en el extranjero y presentan estados financieros de conformidad con los principios contables generalmente admitidos en otro país están obligadas a publicar en el Brasil los estados que han presentado en el extranjero. La Ley de empresas mercantiles establece asimismo que el nombramiento y destitución de los auditores es competencia del consejo de administración o junta de directores. Al igual que sucede con los requisitos de la Unión Europea, las empresas privadas constituidas como sociedades anónimas o sociedades por acciones deben presentar estados a la Junta de Comercio y publicar sus resultados en los periódicos.

16. En 2001, el Senado aprobó unas modificaciones a la Ley de empresas mercantiles. Estas modificaciones cambiaron las prácticas de gestión del Brasil haciéndolas más transparentes, más democráticas y más favorables a los accionistas minoritarios. Según la ley, las acciones con derecho a voto de accionistas minoritarios han de adquirirse al 80% del precio ofrecido por una participación mayoritaria, y ahora sólo el 50% pueden ser acciones "preferentes" (sin derecho a voto). Con respecto a la publicación de información, los miembros del Conselho Fiscal deben en adelante dar su opinión a la reunión general anual y revelar los votos disidentes. Aunque la mayoría de los observadores estima que los cambios constituyen medidas necesarias en la buena dirección, son insuficientes para que la gobernanza en el Brasil alcance el nivel requerido. Como sucede con frecuencia con las normas legislativas y reglamentarias excesivamente pormenorizadas puede resultar fácil a las empresas cumplir la letra pero no el espíritu de la ley¹⁴.

B. Normas y reglamento de la Comisión de Valores (CVM)

17. En junio de 2002, la CVM publicó sus recomendaciones sobre el buen gobierno de las empresas. La CVM describe estas recomendaciones como "buenas" prácticas de gestión de las empresas que van más allá de los requisitos impuestos por la ley y su propio reglamento. Por otra parte la CVM reconoce asimismo que sus recomendaciones no constituyen las "mejores prácticas" y alienta a las empresas a que traten de conseguir voluntariamente un nivel más elevado. La política que sigue la CVM con respecto a sus recomendaciones es obligar a cumplirlas o dar explicaciones. Las recomendaciones están centradas en gran medida en las cuestiones de transparencia, de la propiedad y la estructura de control de la empresa y en la

¹³ Los estados trimestrales de las empresas que cotizan en bolsa están sujetos a un examen de verificación pero no a una auditoría exhaustiva.

¹⁴ Mauro Rodrigues da Cunha, "The Corporate Law: The Beginning of the End", *Jornal Valor*, 24 de septiembre de 2001.

necesidad de facilitar otras informaciones. A continuación se resumen los elementos del código relativos a la revelación de información¹⁵:

- La reunión general anual deberá organizarse de forma que no suponga un obstáculo a la participación de los accionistas; las recomendaciones prevén un programa debidamente detallado y la oportuna notificación.
- La empresa debe revelar todos los acuerdos entre accionistas de los que sea parte.
- Debe publicarse la lista de accionistas. Los accionistas que posean por lo menos el 0,5% de las acciones en circulación tienen también derecho a toda la información necesaria para ponerse en contacto con otros accionistas.
- Al menos dos miembros de la junta deben tener experiencia en finanzas y conocimientos técnicos fundamentales de contabilidad.
- La junta debería establecer comités especializados, en particular un comité de auditoría para examinar las relaciones con los auditores, los resultados de explotación y las transacciones de las filiales. Los miembros del comité deberían tener experiencia en finanzas y corre a su cargo la supervisión de las relaciones con el auditor. El comité de auditoría debe velar por que los otros servicios facilitados por el auditor no den lugar a un conflicto de intereses. Debe, además, fijar un nivel máximo de honorarios por los servicios que no sean de auditoría.
- Las transacciones realizadas entre partes vinculadas deberían revelarse claramente en los estados financieros como transacciones "normales" o entre partes independientes.
- Las empresas deben proporcionar un examen y análisis (elaborados por sus respectivas direcciones, de los factores que han influido en los resultados financieros y que cubran los principales riesgos.
- Las recomendaciones tratan de profesionalizar la función del Conselho Fiscal o consejo fiscal. El consejo fiscal debe tener acceso a toda la información relativa a las cuestiones que examine siempre que no se incumplan las exigencias de confidencialidad impuestas por la ley.
- Las empresas deberían facilitar estados financieros comprobados, preparados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)¹⁶ o los principios de contabilidad generalmente aceptados de los Estados Unidos además de las normas de contabilidad del Brasil.

¹⁵ El texto completo de las recomendaciones tanto en inglés como en portugués puede verse en el sitio web de la CVM: www.cvm.gov.br.

¹⁶ Normas Internacionales de Información Financiera establecidas por la Junta Internacional de Normas de Contabilidad (IASB). Para más información sobre la IASB véase www.iasc.org.uk.

- Las recomendaciones de los auditores han de ser revisadas por el pleno de la junta y el consejo fiscal.

18. La publicación obligatoria está establecida en: la Instrucción 202 de la CVM que prevé los requisitos de inscripción inicial en el registro mercantil y la presentación de informes periódicos; la Instrucción 31, que se refiere a la publicación de información importante; y las Instrucciones 69 y 299 (actualizadas por las Instrucciones 358 y 361), que tratan de las publicaciones relativas a la adquisición de paquetes de acciones. En ellas se exige la presentación de estados financieros anuales comprobados que se definen en la Ley de empresas mercantiles y estados trimestrales no comprobados. Se han introducido recientemente sanciones más graves para las infracciones relativas a la publicación de información a fin de conseguir el cumplimiento de unas normas de las que no es raro que se haga caso omiso. Los estados deben presentarse a la CVM y a la bolsa en que cotice la empresa; generalmente pueda accederse a ellos a través de los sitios Web.

19. Por lo que respecta a la certificación de los estados, la CVM requiere la certificación de los estados financieros anuales por un auditor debidamente inscrito en la CVM. A fin de estar inscritos, los auditores han de: a) pasar un examen para acreditar sus conocimientos técnicos; b) demostrar que disponen de mecanismos de control interno que garanticen el cumplimiento de las normas de auditoría; c) someterse periódicamente al control de sus colegas; y d) seguir programas de formación profesional permanente.

20. En mayo de 1999 la CVM introdujo nuevos requisitos para la inscripción que aparecen en su Instrucción 358, basada en parte en las resoluciones de la Organización Internacional de Comisiones de Valores¹⁷ sobre las normas internacionales de auditoría. Las nuevas normas: a) prohíben a los auditores independientes adquirir valores emitidos por sus clientes o cualquier entidad asociada; b) establece la rotación obligatoria de las empresas de auditoría y c) prohíbe a las empresas de contabilidad efectuar la auditoría de entidades de las que no sean independientes.

21. En la lista aparecen servicios que los auditores no pueden facilitar a sus clientes si desean conservar su independencia. Figuran entre ellos: a) las reestructuraciones de empresas, b) la evaluación de empresas; c) la evaluación de activos; d) la asistencia en la valoración de disposiciones; e) la planificación de los impuestos; f) los sistemas de control interno; y g) cualesquiera otros servicios que puedan amenazar la independencia del auditor. La prohibición de determinados servicios que figuran en la Instrucción 358 se anticipaba en varios años a las normas similares promulgadas en los Estados Unidos a raíz del hundimiento de Enron. La Instrucción 381 obliga a revelar los honorarios permitidos por servicios.

C. Normas de contabilidad

22. Existen dos series reconocidas de principios de contabilidad empleadas en el Brasil: a) los principios de la Ley de empresas mercantiles; y b) la denominada Correção Monetária Integral, que es un sistema de contabilidad elaborado por el Conselho Federal de Contabilidade o Consejo Federal de Contabilidad (CFC) que regulariza los datos financieros para ajustarlos a la

¹⁷ Organización Internacional de Comisiones de Valores. Puede encontrarse en la red en el sitio <http://www.iosco.org/>.

inflación. Los principios de la Ley de empresas mercantiles han sido establecidos por acto legislativo y todas las empresas brasileñas los aplican en los informes fiscales y financieros. No se exigen los estados financieros recomendados por el CFC pero algunas veces se facilitan junto a los exigidos por ley.

23. Además el Instituto dos Auditores Independentes do Brasil o Instituto de Auditores Independientes del Brasil (IBRACON)¹⁸, órgano profesional del sector privado, establece normas que complementan las dos series de principios. Las empresas que cotizan en bolsa utilizan estas normas, que están avaladas por la CVM. La CVM puede impartir otras instrucciones al respecto. Cuando no es posible encontrar en las fuentes nacionales normas específicas relativas a un determinado procedimiento contable, las empresas brasileñas pueden buscar orientación en las NIIF o en los principios de contabilidad generalmente aceptados de los Estados Unidos.

24. Las normas de contabilidad del Brasil difieren considerablemente de las NIIF. Las diferencias más importantes aparecen bosquejadas en un estudio realizado por las cinco grandes empresas de contabilidad con el título "GAAP 2001: A Survey of National Accounting Rules Benchmarked Against International Accounting Standards" (Principios de contabilidad generalmente aceptados, 2001: estudio de las normas nacionales de contabilidad comparadas con las normas internacionales). El estudio establece una comparación entre las normas nacionales y las NIIF y agrupa las diferencias en cuatro grandes categorías: a) no existen normas comparables a las NIIF; b) no existen normas específicas que obliguen a la revelación de datos; c) las incongruencias de las normas podrían dar lugar a diferencias con las NIIF; y d) otras cuestiones podrían dar lugar a diferencias con las NIIF. Algunas de las diferencias de la primera categoría (las que podrían ocasionar las mayores discrepancias en los estados financieros) están relacionadas con las normas relativas al reconocimiento y la medición, la consolidación de las entidades para fines especiales, las obligaciones relativas a las prestaciones sociales, los activos intangibles, el menoscabo de activos y los arrendamientos financieros, entre otros temas¹⁹. El Brasil fue también uno de los 59 países analizados en GAAP Convergence 2002²⁰.

25. Se reconoce en general que la convergencia con las NIIF podría mejorar considerablemente la calidad de los informes financieros. Con la idea de alcanzar este objetivo, la CVM encomendó a un grupo que elaborará recomendaciones sobre la forma de armonizar los sistemas de contabilidad del Brasil con las NIIF. Las propuestas que se examinan implicarían modificaciones en la Ley de empresas mercantiles, entre ellas la introducción de un estado del flujo de tesorería en lugar de un estado de los cambios en la situación financiera, un nuevo formato para la declaración de ingresos, una mayor publicación de información por segmentos, las partidas extraordinarias y la suspensión de operaciones, entre otros temas. Los Estados tendrían que consolidarse siempre que fuera posible y comprobarse.

¹⁸ Para más información sobre el IBRACON, véase www.ibracon.com.br/.

¹⁹ "GAAP 2001: A Survey of National Accounting Rules Benchmarked Against International Accounting Standards", en http://www.ifad.net/content/ie/ie_f_gaap_frameset.htm.

²⁰ "GAPP Convergence 2002", en http://www.ifad.net/content/ie/ie_f_gaap_frameset.htm.

26. Pese a la necesidad de estas reformas, algunos observadores ponen en duda la conveniencia de incluir los principios de contabilidad en alguna ley. No es corriente que los países promulguen leyes con instrucciones detalladas sobre contabilidad y auditoría. Sin embargo, la legislación suele ser un instrumento difícil de manejar y mal adaptado a las constantes revisiones y mejoras que requieren las normas de contabilidad y auditoría. Es frecuente sugerir que la ley establezca únicamente las líneas generales de los requisitos fundamentales y delegue la facultad de establecer normas técnicas en los expertos competentes²¹. Otros observadores, citando el peligro de que se aprueben normas descafeinadas, sugieren que se apliquen directamente las NIIF sin modificación ni adaptación alguna a nivel local.

II. EL SECTOR PRIVADO

A. La Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA)

27. La Bolsa de Valores de São Paulo, o BOVESPA, se fundó el 23 de agosto de 1890. Hasta hace poco tiempo el Brasil tenía nueve bolsas de valores. Hasta mediados de los años sesenta la BOVESPA y otras bolsas brasileñas eran entidades oficiales vinculadas a los departamentos de finanzas del Gobierno. En el año 2000 todas esas bolsas se fusionaron con la BOVESPA. La BOVESPA es actualmente una institución que se autorregula bajo la supervisión de la CVM. Ha llamado la atención de las entidades internacionales que se ocupan de gobernanza empresarial por la forma innovadora que tiene de utilizar las fuerzas del mercado para fomentar mejoras voluntarias en la difusión de información y la gestión empresarial.

28. La característica principal de su nuevo enfoque es la creación de tres nuevos segmentos de valores cotizados: el Novo Mercado (Nuevo Mercado) y dos "niveles diferenciados de gobernanza corporativa" (denominados segmentos de Nivel 1 y de Nivel 2). El Novo Mercado se estableció como un mercado completamente nuevo para ofertas públicas iniciales con unas condiciones de cotización más estrictas que las de las sociedades ya negociadas en las bolsas de valores ordinarias. Los niveles diferenciados de gobernanza corporativa están pensados para las sociedades que ya cotizan en bolsa. Esas sociedades pueden recibir ahora una calificación de nivel superior si cumplen normas más rigurosas de gestión empresarial.

29. Los compromisos adicionales aceptados por las sociedades del Nivel 1 de la BOVESPA giran principalmente en torno a una mayor transparencia y revelación de información. Las sociedades del Nivel 2 se comprometen a ir más lejos utilizando normas de contabilidad internacionalmente aceptadas y adoptando normas de gestión concebidas para lograr un mayor equilibrio de fuerzas entre la dirección y los accionistas minoritarios. Las reglas de admisión a cotización en el Novo Mercado corresponden esencialmente a las del Nivel 2 de la BOVESPA. Además, las sociedades del Novo Mercado se comprometen a emitir únicamente acciones con derecho a un voto.

²¹ Es frecuente la delegación, aunque tal vez sea difícil de realizar en la práctica. Los gobiernos posiblemente se muestren prudentes a la hora de delegar por numerosas razones. Los cambios en las normas contables pueden influir directamente en la base imponible. Preocupa frecuentemente la aplicación de las normas del sector privado y los posibles conflictos de intereses en el seno de los órganos profesionales privados.

30. La admisión a cotización en esos segmentos especiales tiene algunas consecuencias importantes. El consejo de administración y los funcionarios deben firmar un contrato por el que aceptan una serie de nuevos compromisos. Los tres segmentos deben mantener al menos un 25% de acciones en libre flotación y o bien garantizar el acceso a las acciones de todos los inversores interesados o bien asignar un 10% del total de su oferta a inversores particulares o no institucionales. El "procedimiento de dispersión" debe describirse en el prospecto informativo de la sociedad. En el caso de que una sociedad no desee seguir cotizándose en el Nivel 2 o seguir sujeta a las normas del Novo Mercado debe obtener la aprobación de los accionistas para realizar el cambio y organizar una licitación pública para las acciones en circulación de la sociedad al valor normal de mercado²². Las sociedades del Nivel 2 deben plegarse a las decisiones de la Cámara de Arbitraje del Mercado, establecido por la BOVESPA para resolver las controversias de los accionistas. Si se quebrantan las reglas pueden imponerse sanciones.

31. Los esfuerzos de la BOVESPA desde que se lanzaron los nuevos niveles se han centrado en alentar a las sociedades a ascender voluntariamente a niveles superiores. Se supone que los beneficios que esa reclasificación y una mayor transparencia reportan a las empresas son un menor costo del capital y una mejora de su reputación. Para el mercado de valores los beneficios son una mayor liquidez y el reconocimiento internacional como bolsa de valores importante.

32. Además, poco tiempo después de crear los nuevos niveles de empresas en bolsa, la BOVESPA introdujo un nuevo índice de mercado integrado por sociedades que cotizaban en el Novo Mercado y sociedades de los Niveles 1 y 2 de la BOVESPA. El IGC, o "Índice de gobernanza empresarial", fue el único de los cinco índices principales del Brasil que terminó el año 2002 con signo positivo.

33. A continuación se ofrece un resumen de las nuevas obligaciones de notificación de información en los dos niveles de gobernanza empresarial²³:

34. Obligaciones de notificación de las sociedades del Nivel 1:

- Estados financieros trimestrales y anuales consolidados, incluidos estados del flujo de tesorería consolidados y no consolidados.
- Identificación del propietario beneficiario de cualquier interés directo o indirecto en la empresa que exceda del 5% del capital con derecho a voto.
- Información acerca del número y tipo de acciones que poseen los accionistas mayoritarios, los miembros del consejo de administración, los miembros del consejo fiscal y los ejecutivos. Esta información deberá presentarse de forma agregada.

²² Según las condiciones actuales, las licitaciones deben hacerse al "valor económico", y deben establecerse métodos para su determinación. Parece ser que el "valor económico" y el valor de mercado serían equivalentes.

²³ Para un examen detallado en inglés de las reglas para la admisión a cotización en la BOVESPA, véase www.bovespa.com.br/indexi.htm.

- Informe sobre compras o ventas y sobre los cambios en los tipos de valores en poder del mencionado grupo en los 12 meses anteriores, desglosado por meses y personas.
- Informe sobre la cantidad de acciones en libre flotación.
- Un "informe especial" preparado por el auditor independiente sobre los estados financieros trimestrales.
- Una oportunidad para reunirse con analistas y otras partes interesadas para deliberar al menos una vez al año acerca de las condiciones y perspectivas financieras de la empresa.
- Publicación de una agenda anual en la que figuren todas las fechas importantes, por ejemplo, de reuniones, presentación de cifras trimestrales y otros eventos de interés.
- Revelación de transacciones entre partes vinculadas que excedan de ciertos límites, incluidos datos suficientes para evaluar si las transacciones han tenido lugar en condiciones "normales" de mercado.
- Notificación de acuerdos entre accionistas.
- Información acerca de los planes que prevén opciones sobre acciones para empleados y ejecutivos.
- Informes mensuales sobre la compraventa de acciones y productos financieros derivados por parte de directivos y empleados de la empresa.
- En el prospecto debe darse información acerca de los factores de riesgo, una descripción de las actividades de la empresa y un examen y análisis hecho por la dirección entre otros datos.

35. Obligaciones de las sociedades del Nivel 2:

- Cumplimiento de las obligaciones de las sociedades del Nivel 1.
- Preparación de estados financieros anuales de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados de los Estados Unidos o las NIIF. Los estados financieros deben presentarse en inglés.
- Mejora de las normas para la gobernanza empresarial, inclusive disposiciones destinadas a reducir el inmovilismo de los directivos, derechos de voto de ciertos accionistas en cuestiones esenciales y derechos cada vez mayores en caso de venta de una participación mayoritaria de una empresa (derechos de "venta conjunta").

36. Los resultados de un estudio inicial realizado en nombre de la BOVESPA indican que las sociedades que ascendieron a niveles más altos en la bolsa de valores experimentaron un aumento de la valoración de las acciones, los volúmenes de contratación y la liquidez, lo que

corroborar la base teórica para una mejor gobernanza en la práctica²⁴. En un plano más práctico la BOVESPA ha sido objeto de una fuerte presión por parte de las sociedades para que sea más "flexible". Pero ha mantenido intactos los compromisos de los dos niveles y del Novo Mercado. La BOVESPA puso de manifiesto su firmeza cuando VARIG, la línea aérea nacional brasileña tuvo que dejar de cotizar en el Nivel 1 por haber infringido las reglas fijadas.

37. En un principio, el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Instituto Brasileño de Gobernanza Empresarial) (IBGC) era algo menos optimista acerca del nivel de gobernanza empresarial que se había establecido. Una encuesta entre 15 sociedades del Nivel 1 llegó a la conclusión de que, aunque habían mejorado, pocas sociedades cumplían plenamente el código del IBGC. Hoy día, unos dos años después del establecimiento del Novo Mercado, las empresas se han adaptado, y se considera que ya es hora de revisar y aumentar el nivel de exigencia²⁵.

B. Inversores, asociaciones y otros grupos interesados en la gobernanza de las empresas

38. Uno de los principales impedimentos para que los inversores ejerzan una mayor supervisión ha sido la prevalencia de las acciones preferentes sin derecho a voto. Al no tener derecho a voto los inversores brasileños han visto limitada su capacidad de ejercer influencia sobre las empresas. Los inversores institucionales han adoptado tradicionalmente una actitud pasiva y los inversores extranjeros se han mostrado también reacios a intervenir más activamente. Las actitudes están cambiando a medida que las leyes y los reglamentos se modifican para brindar mejores oportunidades a los inversores de defender sus derechos. Otros grupos partidarios de una mejor gestión empresarial han dejado oír su voz más a menudo y han desempeñado un papel más positivo.

a) La Asociación Nacional de Inversores en el Mercado de Capitales (ANIMEC)

39. La Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC) (Asociación Nacional de Inversores en el Mercado de Capitales) ha favorecido considerablemente los intereses de los accionistas minoritarios. Fundada en 1999, su objetivo es defender los intereses de los accionistas minoritarios²⁶. La ANIMEC trata de influir en todas las instituciones principales que determinan la configuración del mercado brasileño de capitales, incluidos los poderes legislativo, ejecutivo y judicial, así como la CVM y las distintas bolsas de valores. Actualmente la ANIMEC no ha presentado ninguna declaración especial de principios sobre la revelación de información; al parecer sigue una política de activismo legal junto con una enérgica campaña de concienciación pública.

²⁴ Para una copia completa del informe "Effects of migration to Special Corporate Governance Level of BOVESPA", de Antonio Gledson de Carvalho, enero de 2003, véase <http://www.bovespa.com.br/indexi.htm>.

²⁵ Heloisa Bedicks, Directora Ejecutiva del IBGC. Para más información, sobre el Código del IBGC, véase *infra*.

²⁶ El sitio web de la ANIMEC es: <http://www.animec.com.br/>.

b) El Instituto Brasileño de Gobernanza Empresarial (IBGC)

40. Otros grupos del sector privado que promueven la buena gestión de las empresas están ganando más fuerza y reconocimiento. El órgano más prestigioso es el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (Instituto Brasileño de Gobernanza Empresarial). Creado en un principio en 1995 con el nombre de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (Instituto Brasileño de Consejeros de Administración), el nuevo IBGC ha ampliado su mandato para incluir la gobernanza. En 1999 elaboró su primer código de prácticas de los consejos de administración, que fue recientemente revisado y ampliado. En abril de 2001 se terminó el nuevo Código de las mejores prácticas de gobernanza empresarial. El Código fue el resultado de amplias deliberaciones en las que participaron el Gobierno y el sector privado, y se inspira en parte en otros códigos internacionales bien conocidos. A continuación se ofrece un resumen de los elementos principales que tratan de la información sobre la gobernanza de las empresas²⁷:

41. Sobre la divulgación de la información:

- El consejero-delegado de la empresa es responsable, lo exija o no la ley, de dar a conocer la información pertinente a todos los accionistas.
- El informe anual deberá ir más allá de los requisitos impuestos por la ley. Los informes financieros deberán prepararse con arreglo a las NIIF o a los principios contables generalmente aceptados de los Estados Unidos. Los cambios importantes que se produzcan en los intervalos entre informes deberán hacerse públicos inmediatamente. Las declaraciones públicas de la empresa deberán ser objetivas.
- Las empresas deberán revelar sus políticas de gestión en el informe anual.
- Se informará sobre la remuneración de cada uno de los ejecutivos y directores.
- Si es selectiva, la información importante se comunicará simultáneamente a todos los participantes en el mercado.

42. Sobre la auditoría:

- El auditor dará un dictamen sobre los estados financieros. La auditoría se realizará con arreglo a normas profesionales adecuadas. El auditor evaluará los controles y procedimientos internos.
- El consejo de administración y el comité de auditoría fijarán conjuntamente el plan de trabajo de la auditoría y los honorarios del auditor.
- Cuando el auditor preste servicios consultivos a la empresa, el consejo de administración debe velar por que el auditor siga siendo independiente.

²⁷ El Código completo puede consultarse en el sitio web del IBGC, <http://www.ibgc.org.br/home.asp>. Las secciones consagradas a la divulgación de información y la auditoría figuran en el apéndice de este documento.

- Los clientes del auditor son los propietarios, el consejo de administración y el comité de auditoría.
- Los auditores deben cooperar plenamente con el consejo fiscal y asistirle en el cumplimiento de su mandato. Los auditores no podrán formar parte de los consejos fiscales.
- El auditor debe presentar al consejo de administración un certificado anual que confirme su independencia.

c) La Asociación Nacional de Bancos de Inversión (ANBID)

43. Los intermediarios, como los bancos de inversión, tratan denodadamente de promover unas normas mejores sobre la publicación de información. En enero de 2002 la Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) (Asociación Nacional de Bancos de Inversión) publicó su código de autorregulación para las transacciones de venta y distribución públicas de valores en el Brasil. Este código de autorregulación establece las normas sobre emisión de valores para los bancos de inversión y propone una mayor transparencia en las ofertas públicas. Se inspira algunas veces en las normas sobre divulgación de datos exigidas por la Comisión de Valores y Cambio de los Estados Unidos y abarca las ventas primarias y secundarias. Los 60 miembros de la ANBID deben cumplir el código al hacer sus ofertas.

44. El código de la ANBID exige la siguiente información²⁸:

- Los factores de riesgo pertinentes;
- Una descripción de la industria;
- Una descripción de la actividad de la empresa;
- Un examen y análisis de la dirección sobre los estados financieros;
- Los valores emitidos en el Brasil o en el extranjero;
- Los procedimientos jurídicos y administrativos pendientes;
- Las transacciones entre partes vinculadas;
- La relación entre el banco de inversión que coordina la oferta y el emisor.

45. Los miembros de la ANBID tienen derecho a indicar que preparan sus prospectos con arreglo a las normas de la ANBID. Al garantizar la profesionalidad dentro de su propia

²⁸ El artículo 9 del Código (la parte principal que trata de la divulgación de información) se incluye en el apéndice de este documento. El Código completo en inglés y portugués puede consultarse en <http://www.anbid.com.br/>.

actividad, los miembros de la ANBID pueden diferenciarse de la competencia y cumplir una importante función de interés público.

C. Sociedades y agrupaciones de industrias

46. En el Brasil la mejor práctica para la divulgación de información puede encontrarse entre las sociedades que forman parte del índice de gobernanza empresarial del Brasil, que está integrado por las sociedades del Novo Mercado y por las sociedades del nivel más alto de cotización de la BOVESPA. En el momento de preparar este informe se trataba de dos sociedades del Novo Mercado, tres sociedades del Nivel 2 de la BOVESPA y 27 sociedades del Nivel 1, además de otras 2 sociedades cuya admisión estaba prevista.

47. Menos de una tercera parte de las 30 sociedades que reciben un certificado de Nivel 1 o Nivel 2 de la BOVESPA tienen un director independiente en el consejo de administración²⁹. Mientras que el contenido y la información de la gestión podrían mejorar, las sociedades reaccionan ante sus propias necesidades de capital y las exigencias de los proveedores de capital. Un número limitado de empresas brasileñas están logrando introducir una mayor independencia³⁰. La Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR), primera sociedad admitida a cotizar en el Novo Mercado, nombró recientemente a Ana Novaes como miembro plenamente independiente de su consejo de administración. La idea de la sociedad era encontrar para formar parte del consejo a una persona con experiencia en los mercados financieros que pudiera aportar una contribución a la empresa y defender las actividades comerciales en lugar de defender los intereses de uno u otro grupo de accionistas. Así pues, es viable en la práctica introducir mejoras en la forma propuesta por las prácticas internacionales.

48. La otra sociedad del Novo Mercado es Sabesp³¹ (Compañía de Saneamiento Básico del Estado de São Paulo). La Sabesp es una sociedad de economía mixta y capital variable cuyo principal accionista es el Gobierno del Estado de São Paulo. Este Gobierno es propietario de alrededor del 30% del capital, y el 70% restante está en poder del público. La empresa dirige los servicios sanitarios municipales por concesión. Al igual que la CCR puede sentirse en la obligación de ser transparente porque proporciona un bien público. Tanto la CCR como la Sabesp destacan entre sus homólogas en lo referente a la divulgación de datos. Ambas tienen sitios en la Web en portugués y en inglés, en los que se presentan claramente los estados

²⁹ Fuente: IBGC.

³⁰ Algunos partidarios de las estructuras de gestión existentes ponen en duda la necesidad de independencia en el contexto brasileño. Se señala que la estrecha relación que existe en el Brasil entre propietarios y directivos podría considerarse, en efecto, como un sistema de gestión ideal ya que no existe ninguna separación entre la propiedad y el control. Con todo, este argumento no toma en consideración el frecuente abuso de los derechos de los accionistas minoritarios por parte de los grupos de control y los efectos que este abuso endémico puede tener en la credibilidad del mercado en general. Por último, en el Brasil propietarios y directivos no son, en realidad, equivalentes, ya que las estructuras piramidales otorgan el control a grupos que normalmente sólo representan a una minoría del capital.

³¹ Sitio web: www.sabesp.com.br.

financieros y otros datos exigidos por la CVM. Se puede acceder fácilmente a los resultados trimestrales y a transcripciones de las reuniones con analistas. La Sabesp ha ganado numerosos premios de gestión, entre ellos algunos relacionados con la sostenibilidad de sus operaciones.

49. Aracruz es otro ejemplo frecuentemente citado de buena divulgación de datos. La calidad, rapidez y transparencia de la información que Aracruz facilita al mercado han sido ampliamente reconocidas. Dos ejemplos recientes son el 5º Premio Trofeo de la Transparencia otorgado por la ANEFAC (Asociación Nacional de Ejecutivos de las Finanzas, la Administración y la Contabilidad), que situaron a Aracruz entre las cinco sociedades del sector manufacturero con los mejores estados financieros, y el Premio al Informe Anual de la ABRASCA³², que consideró el informe anual de Aracruz como uno de los tres mejores del Brasil. La ABRASCA eligió a Aracruz por su excepcional transparencia en el análisis de factores económico-financieros, en la información sobre el riesgo y en las estructuras y prácticas de gobernanza empresarial.

50. También merecen mención las importantes mejoras que se han producido en la gestión empresarial de Marcopolo, un fabricante de piezas de automóviles. Tras deliberar con los inversores, la empresa decidió redactar de nuevo sus estatutos para responder mejor a las preocupaciones de los inversores y tratar de ser admitida en el Nivel 2 de la BOVESPA. Su nueva política de prestar mucha atención a los intereses de los inversores minoritarios permitió a Marcopolo obtener capitales adicionales a finales de 2002 en un momento en que el mercado brasileño mostraba una gran debilidad. También ha sido muy elogiado por los participantes en el mercado³³.

51. También se observan las mejores prácticas de divulgación de datos entre las sociedades con recibos de depósito estadounidense de los Niveles II y III que informan con arreglo a las normas de los Estados Unidos³⁴. En septiembre de 2001 había 10, 25 y 44 empresas brasileñas con recibos de depósito estadounidenses brasileños de los Niveles III, II y I, respectivamente. Una de esas empresas es Petrobras, la empresa integrada de petróleo, gas y energía más grande del Brasil. Petrobras renovó su estrategia de financiación y gobernanza para mejorar sus resultados financieros en comparación con otras empresas similares.

52. Su nueva estrategia era hacer coincidir los intereses de los accionistas mayoritarios y minoritarios centrandolo en el rendimiento con un sentido de la responsabilidad ecológica. Las principales medidas que adoptó fueron una diversificación de su base de accionistas y una mejora de la gobernanza empresarial, y nuevos estatutos, códigos deontológicos y normas destinados a proteger a los accionistas minoritarios. Se hizo especial hincapié en la transparencia. Petrobras tiene ahora un sitio web en español, inglés y portugués que incluye datos solicitados por la SEC y demás información, como informes de analistas y

³² Associação Brasileira das Companhias Abertas (Asociación Brasileña de Sociedades Anónimas).

³³ Mauro Rodrigues da Cunha, Bradesco-Templeton.

³⁴ El Brasil tiene una alta proporción de acciones de empresas nacionales que se negocian en otros lugares, con el 37%, aproximadamente, de su volumen de contratación en los Estados Unidos. *Fuente:* BOVESPA.

clasificaciones crediticias. Organiza transmisiones en la Web, audioconferencias y frecuentes reuniones con analistas, y está tratando de ser admitida en el Nivel 2 de la BOVESPA. Petrobras cotiza también en Madrid, bolsa que considera, junto con la de Nueva York, esencial para lograr sus fines de convertirse en una empresa energética de ámbito mundial.

53. La crisis de Enron, la promulgación de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002 y los consiguientes cambios normativos realizados en los Estados Unidos fueron seguidos con gran atención en el Brasil y provocaron un vivo debate, en particular entre las sociedades que cotizan en los mercados de valores de los Estados Unidos. La introducción de un comité de auditoría independiente, ahora obligatorio en los Estados Unidos, ha sido una cuestión de interés primordial. Mientras que algunas empresas brasileñas, como Pão de Açúcar, ya han establecido comités de auditoría, otras empresas brasileñas como Petrobras y Aracruz desearían que los Estados Unidos reconocieran a sus actuales Conselhos Fiscais como comités de auditoría.

54. Una de las principales cuestiones es en qué medida las empresas brasileñas pueden hacer que sus consejos fiscales sean independientes. Según las condiciones que imponen los Estados Unidos, los comités de auditoría deben estar integrados totalmente por directores independientes, exigencia que los consejos fiscales difícilmente podrían cumplir, ya que los accionistas mayoritarios normalmente eligen a algunos de sus miembros. Además, es el Conselho de Administração y no el Conselho Fiscal el encargado de contratar y despedir al auditor independiente. Las responsabilidades y los poderes más amplios de los comités de auditoría de los Estados Unidos también entrarían inevitablemente en pugna con los requisitos previstos en la Ley de empresas mercantiles para los consejos fiscales. Para adaptar los Conselhos existentes a las nuevas condiciones, el Brasil tal vez tendría que modificar sus funciones para incluir la supervisión del auditor independiente y las comunicaciones entre el auditor y el consejo de administración.

55. Pão de Açúcar considera que las funciones del Conselho Fiscal y del comité de auditoría son distintas y, en consecuencia, cuenta con ambos órganos. Su comité de auditoría está integrado por tres directores independientes y un experto en finanzas, como exige la Ley Sarbanes-Oxley y los requisitos para cotizar en los Estados Unidos. No obstante, puede que continúe habiendo incompatibilidades con la Ley de empresas mercantiles brasileñas, ya que ésta exige que el consejo de administración, y no el comité de auditoría, apruebe el nombramiento del auditor independiente.

56. Las grandes empresas del Brasil, que tradicionalmente son de utilización intensiva de recursos y tienen un gran impacto en el medio ambiente, están demostrando también una mayor preocupación por los problemas ambientales y sociales, que se refleja en su revelación de información voluntaria de carácter social. Muchas empresas facilitan ahora información sobre la sostenibilidad y los efectos en el medio ambiente. Entre ellas están la Sabesp y la CCR, anteriormente mencionadas. Otro ejemplo es la Ripasa Celulose e Papel, una sociedad del Nivel 1 de la BOVESPA. La empresa facilita información básica sobre el cumplimiento de las normas de la ISO sobre el medio ambiente y los elementos de su programa de civismo empresarial. Una parte importante del sitio web de Petrobras está consagrado a un debate sobre la responsabilidad social y los efectos de sus operaciones sobre el medio ambiente. Aunque esas revelaciones rara vez contienen datos numéricos y, a diferencia de los estados financieros, no son comparables entre las diferentes compañías ni en el tiempo, las informaciones constituyen un avance importante.

III. CUESTIONES DE EJECUCIÓN

57. El factor más importante basado en el mercado que fomenta una mayor transparencia en la gestión empresarial es el aumento del número de sociedades brasileñas que tratan de acceder a los mercados de capitales de los Estados Unidos a través de los recibos de depósito estadounidenses. La cotización en bolsas extranjeras ha elevado la calidad de la información nacional, aunque el resultado general ha sido la pérdida de volumen de contratación en el Brasil en beneficio de otros mercados estadounidenses y europeos. En el futuro para recuperar parte del volumen de contratación perdido, tal vez haya que atraer de nuevo al Brasil a inversores que prefieren la relativa seguridad de los mercados estadounidenses o europeos.

58. Otro factor que ha aumentado la transparencia ha sido la apertura de los mercados financieros a los inversores internacionales. Los inversores extranjeros de cartera exigen a las sociedades más información y, evidentemente, los datos y las políticas informativas de algunas sociedades brasileñas están siendo adaptados para atender a sus necesidades. La inexistencia de derechos de voto para la gran mayoría de las acciones negociadas sigue constituyendo un grave impedimento para que crezca el mercado brasileño y los inversores puedan hacer valer más sus derechos.

59. El cumplimiento de las normas sobre revelación de información tiene una importancia capital. La CVM publica regularmente una lista de los principales casos de incumplimiento de las obligaciones de informar que impone la Comisión. En diciembre de 2002 figuraban en esa lista 91 empresas que las habían incumplido en años anteriores. Aun cuando el incumplimiento de la obligación de presentar información puede castigarse con una multa y la pérdida del derecho a cotizar³⁵, las empresas suelen hacer caso omiso de las normas de la CVM. La imposibilidad de recurrir legalmente en caso de abuso de los derechos de los accionistas disuade también a los inversores de todo activismo. Las controversias pueden durar varios años hasta que se resuelven y las decisiones pueden apelarse muchas veces. La CVM reconoce que no tiene ni el poder ni los recursos para obligar a que se cumplan sus decisiones.

60. La eficacia de los sistemas voluntarios para mejorar la gobernanza empresarial todavía está por demostrar. Aunque podría pensarse que para las empresas una disminución del costo del capital es un incentivo atractivo, hasta ahora en el Brasil las ventajas del control privado parecen pesar más que los beneficios de una mejor gestión empresarial, como sería una disminución del costo del capital. Esta conclusión parece estar corroborada por las importantes primas que se pagan por el control de las empresas brasileñas y la considerable resistencia al cambio que ofrece el sector empresarial.

³⁵ Es raro que se elimine a una empresa de la lista de valores de una bolsa, aunque VARIG, la línea aérea nacional del Brasil, perdió hace poco el derecho a cotizar en el Nivel 1 de la BOVESPA.

61. Algunos de los principales problemas que han de abordarse en el futuro son antiguos y familiares: más mejoras de la Ley de empresas mercantiles que refuercen y protejan los derechos de los inversores; mayor suministro de información contable; mejores mecanismos para garantizar el cumplimiento de las normas; y recursos adicionales para los organismos reguladores. Tal vez sea necesario modernizar algunas de las instituciones de supervisión existentes y crear otras, por ejemplo, un órgano de supervisión independiente de los auditores. Los cambios que se realicen en este sentido probablemente generarán mejores normas y prácticas de contabilidad y auditoría y, a fin de cuentas, mejorarán la transparencia. Los cambios estructurales también permitirían vencer la pasividad de los inversores institucionales dándoles más incentivos y capacidad de acción.
