

# UNA REVISIÓN ACTUAL DE LAS CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES E INFORMATIVAS DEL BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN BRASIL

*Juliano da Silva*

*Contador público de Brasil. Doctorando Universidad Autónoma de Madrid*

## RESUMEN

El presente trabajo se proyecta sobre diversos conceptos de Buen Gobierno Corporativo a nivel mundial y también presenta un historial del tema en Brasil, analizando las normas adoptadas para el Buen Gobierno en Brasil, y el grado de aplicación de estas normas por parte de las empresas. Además de eso, aborda el tema del mercado de capitales en Brasil y las iniciativas para su desarrollo. Finaliza el estudio tratando la importancia de las informaciones financieras en relación al desarrollo tanto del Buen Gobierno Corporativo como del mercado de capitales en Brasil. Ese estudio fué desarrollado con enfoque cualitativo a través de una revisión de literatura, para que fuera posible extraer e identificar toda la información relevante del tema que se está investigando.

Como conclusión, se ha percibido que a pesar de que en el área de Buen Gobierno Corporativo existen buenas iniciativas para lograr su evolución, hay aspectos que tienen que mejorar, como los que se refieren a la información financiera. En lo que se refiere al desarrollo del mercado de capitales, el gobierno brasileño y la BOVESPA están buscando una mayor participación de los trabajadores y de las economías domesticas. La información financiera también es muy importante, una vez que es la mejor herramienta para ayudar el inversor a elegir dónde invertir sus recursos. El punto clave es lograr que las informaciones financieras sean comprensibles por los inversores.

**PALABRAS CLAVE:** Buen Gobierno Corporativo; Informaciones financieras; Mejores practicas; Buen Gobierno Corporativo en Brasil; Mercado.

## ABSTRACT

This paper covers some concepts about Corporate Governance at international level and also presents the situation in Brazil, showing the standards and rules adopted by the Governance in Brazil, as well as how adherent are the companies regarding these standards and rules. Besides, there is a discussion about the Brazilian Market of Capitals and the initiatives to its development. The paper ends talking about the importance of the financial information regarding the development of both Corporate Governance and Brazilian Market of Values. This study was performed with a qualitative approach using a literature review, in order to be possible extract and identify all the relevant information about the subject under investigation.

As a conclusion, it was a perception that although the Corporate Governance area has good initiatives to achieve its evolvment there are aspects to be improved, like that ones related to financial information. Regarding the Market of Values development, the Brazilian government and BOVESPA are looking for a greater participation of the employees and domestic economies. Also, the financial information is very important, because it is the best tool to support the investor to choose where the resources should be invested. The key point is to make the financial information comprehensive for the investors.

**KEY WORDS:** Corporate Governance; Financial information; Best practices; Corporate Governance in Brazil; Market.

## INTRODUCCIÓN

No hace muchos años ocurrieron diversos escándalos corporativos de gran magnitud en algunas empresas de los Estados Unidos y Europa, tales como Enron, Parmalat y WorldCom. Esos escándalos hicieron que los inversores perdiesen la confianza en las empresas y consecuentemente en el mercado de capitales. Muy probablemente estas situaciones ocurrieron debido al conflicto de intereses existente en las empresas entre directivos, accionistas controladores, accionistas minoritarios, y otras partes interesadas.

De esta manera, el proceso de Buen Gobierno Corporativo ha ganado una gran importancia en el contexto empresarial a nivel mundial. Dicho proceso hace que las empresas sean más transparentes, intentando evitar que los escándalos referidos anteriormente vuelvan a ocurrir y buscando rescatar la confianza perdida en estas empresas y mercados.

En Brasil, también hay una gran preocupación con el Buen Gobierno Corporativo, una vez que todos los hechos ocurridos en Estados Unidos y Europa tuvieran una repercusión negativa en los mercados y empresas por todo el mundo, creando una gran falta de confianza en los inversores, y haciendo que éstos retirasen sus capitales principalmente de los mercados más volátiles. Además, se está buscando en Brasil una mayor participación de los pequeños inversores (economías domesticas) en la financiación de las empresas, a través de programas del Gobierno de incentivos a la compra de acciones de empresas que fueran privatizadas por parte de los trabajadores. Entre tanto, hay cosas a mejorar en relación al tema de Buen Gobierno Corporativo en Brasil y con respecto a la participación de las economías domesticas en el mercado de capitales, principalmente en relación a la aplicación por parte de las empresas a las mejores prácticas de Buen Gobierno Corporativo y la fiabilidad, temporalidad, y claridad en la información financiera.

En este trabajo, se pretende demostrar la situación del Buen Gobierno Corporativo en Brasil, describiendo cómo está estructurado el mercado de capitales de este país y abordando las iniciativas para su desarrollo.

Este trabajo está organizado en varios apartados: El primer apartado presenta una serie de conceptos sobre Buen Gobierno Corporativo. El segundo apartado trata del Buen Gobierno Corporativo a nivel mundial, mientras que en el tercer apartado se discute el Buen Gobierno Corporativo en Brasil. El cuarto apartado trata de la estructura del mercado de capitales en Brasil y las iniciativas para su desarrollo. El quinto apartado presenta la importancia de las informaciones financieras tanto para desarrollo del Buen Gobierno Corporativo como del mercado de capital brasileño. Finalmente, el sexto apartado culmina el trabajo presentando las conclusiones.

### 1. DEFINICIÓN DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

Hay actualmente diferentes definiciones de Buen Gobierno Corporativo, unas un poco más sucintas y objetivas, otras un poco más detalladas. Lo que sí se percibe es que todas apuntan a una misma cuestión, que es la preocupación de los órganos reguladores con la continuidad de las empresas y con la protección de sus inversores y demás partes interesadas.

De acuerdo con Shleifer y Vishny (SHLEIFER & VISHNY, 1997), el concepto de Buen Gobierno de las empresas tiene que ver con los medios a través de los cuales quienes proporcionan fondos financieros tienen asegurada una retribución adecuada a sus inversiones.

Según el *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* – IBGC (IBGC, 2004), en su código de mejores practicas la definición de Buen Gobierno Corporativo es: sistema por lo cual las empresas son dirigidas y monitoreadas, respecto a las relaciones entre Accionistas, Consejo de Administración, Dirección, Auditoría Independiente, y Consejo Fiscal. Las Buenas prácticas de Gobierno Corporativo

tienen la finalidad de aumentar el valor de la empresa, facilitar el acceso al capital y contribuir a su continuidad.

De acuerdo con la *Comissão de Valores Mobiliários - CVM* (CVM, 2001), el Buen Gobierno Corporativo es el conjunto de prácticas que tienen por finalidad perfeccionar el desempeño de una empresa, además de proteger todas las partes interesadas, tales como inversores, empleados, y acreedores, facilitando el acceso al capital.

Steinberg (STEINBERG, 2003), proporciona una descripción más detallada del significado de la expresión Buen Gobierno Corporativo. Para él, el Buen Gobierno Corporativo constituye el conjunto de prácticas y de relaciones entre accionistas, consejo de administración, dirección ejecutiva, auditoría independiente, y consejo fiscal, con la finalidad de perfeccionar el desempeño de la empresa y facilitar el acceso al capital.

Para el autor de este trabajo, la definición que más se adapta con la realidad de Brasil es la de CVM, pues lleva en consideración no sólo los inversores, la dirección de la empresa, el consejo de administración, aunque, también deja clara la importancia de la protección de todas las partes interesadas, tales como empleados y acreedores.

Según IBGC (IBGC, 2004) los pilares básicos del Buen Gobierno Corporativo son los siguientes:

- Transparencia: más que “la obligación de informar”, la administración debe cultivar el “deseo de informar, sabiendo que de la Buena comunicación interna y externa, particularmente cuanto más espontánea, franca y rápida, más determina un clima de confiabilidad, tanto internamente, como en las relaciones de la empresa con terceros”. La comunicación no debería restringirse al desempeño económico-financiero, pero sí contemplar también los demás factores que dirigen la acción empresarial y que conducen a la creación de valor.
- Equidad: se caracteriza por el tratamiento justo e igualitario de todos los grupos minoritarios, sean del capital o de las demás partes interesadas, empleados, clientes, proveedores o acreedores. Actitudes o políticas discriminatorias, bajo cualquier pretexto, son totalmente inaceptables.
- Rendición de Cuentas: los agentes del Buen Gobierno Corporativo deben rendir cuentas de su actuación a quienes los eligieron, además de responder integralmente por todos los actos que practicasen en el ejercicio de sus mandatos.
- Responsabilidad Corporativa: consejeros y ejecutivos deben velar por la perpetuidad de las empresas (visión de largo plazo, sustentable) y, por lo tanto, deben incorporar consideraciones de orden social y ambiental en la definición de los negocios y operaciones. Responsabilidad Corporativa es una visión más amplia de la estrategia empresarial, pues contempla todas las relaciones con la comunidad en que la empresa actúa. La “función social” de la empresa debe incluir la creación de riqueza y de oportunidades de empleo, calificación, y diversidad de la fuerza de trabajo, estímulo al desarrollo científico por medio de tecnología, y mejoras de la calidad de vida por medio de acciones educativas culturales, asistenciales y de defensa del medio ambiente. Se incluye en ese principio la contratación preferencial de recursos (trabajos e insumos) ofrecidos por la propia comunidad.

Con base en esos mismos pilares se están estructurando los mercados de capitales en el mundo, y con ello buscando una mayor confianza por parte de los inversores. En el apartado siguiente se analizan las causas y el desarrollo actual del tema a nivel mundial.

## **2. BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MUNDO**

El movimiento de Buen Gobierno Corporativo ha ganado fuerza en los últimos veinte años, estando hasta ese momento limitado a trabajos académicos y también a un pequeño y selecto grupo de inversores institucionales que estaban estudiando los sistemas de control de las grandes empresas que cotizan en las bolsas de valores.

En los últimos diez años, además, el Buen Gobierno Corporativo se ha fortalecido en respuesta a abusos de poder, fraudes y errores estratégicos, todos envolviendo valores significativos para las empresas y mercados donde actúan.

De acuerdo con Cuervo (CUERVO, 2004), el gobierno de las empresas se enfrenta a un problema de agencia provocado por la divergencia de intereses y la asimetría de información entre accionistas y directivos. El conflicto eventual entre ambos afecta las funciones básicas de la empresa y a su potencial creación de riqueza. Cuatro tipos de problemas de agencia pueden surgir en el gobierno de la empresa, en relación con: la autonomía de la dirección; los niveles de esfuerzo de los directivos, los diferentes horizontes temporales de las decisiones, la diferente valoración del riesgo y el uso de los activos de la empresa por parte de la dirección.

Los abusos de poder más frecuentes parecen ser los de accionistas controladores sobre los accionistas minoritarios, la dirección sobre accionistas, y los administradores sobre terceros. Los fraudes normalmente son el uso de información privilegiada en beneficio propio, hurto o desvío de fondos. Los errores estratégicos tienen su origen comúnmente en el excesivo poder concentrado en una sola persona, normalmente el ejecutivo principal, que elige un camino equivocado y se demora mucho en corregirlo.

De acuerdo con Stuart (STUART, 2005), el movimiento del Buen Gobierno Corporativo inicialmente fue más fuerte en Estados Unidos y en Inglaterra, países que tienen mercados de capitales avanzados. El enfoque de ese movimiento recae sobre órganos ya existentes, como las Comisiones de Valores Mobiliarios y las Auditorías Independientes.

Es importante destacar que difícilmente habrá un modelo único y perfecto de Buen Gobierno Corporativo, como también difícilmente habrá un modelo universal de Consejo de Administración. De cualquier manera, mucho se ha escrito sobre modelos de Buen Gobierno Corporativo en todo el mundo. Aunque esas diferencias varían entre países de acuerdo con su legislación interna, es posible observar que las premisas básicas son prácticamente las mismas. Hoy día oficialmente existen muchos países que usan el Código de las Mejores Prácticas de Buen Gobierno Corporativo, como base de referencia en la administración de grandes, medias y pequeñas empresas.

De acuerdo con Bueno (BUENO, 2004), desde el año 2000 hasta el momento también ha surgido un buen número de códigos e informes en la Unión Europea y otros países, actualizando y complementando propuestas anteriores, como ha sido el caso de España, Francia y Reino Unido, entre otros.

Presentadas algunas características y motivaciones del Buen Gobierno Corporativo en el mundo, abordamos a continuación cuestiones específicas de Brasil.

## **3. BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN BRASIL**

En Brasil el desarrollo del tema también presenta más fuerza en los últimos veinte años, pero tuvo algunos antecedentes que merece la pena referenciar.

De acuerdo con Serrão y Borges (2005), en los años cincuenta y sesenta, había en las empresas brasileñas un predominio de la presencia fuerte del accionista controlador familiar, que acumulaba el

papel de mayoritario y gestor de la empresa. En los años setenta, fueron creados los primeros consejos de administración, con alguna autonomía y con división del poder entre los accionistas y los profesionales de gestión.

En 1976, fue creada la Ley de Sociedades Anónimas, que entre otras cosas, prevé la división de los poderes entre el consejo de administración y los directivos, y también establece cinco líneas básicas de orientación:

- Protección del accionista minoritario;
- Responsabilidad del accionista controlador;
- Diversificación de las herramientas de fiscalización puestos a disposición de los accionistas;
- Diferenciación entre sociedades anónimas de capital abierto y cerrado;
- Definición de los intereses fundamentales que la sociedad anónima representa.

La década de los años ochenta asistió al nacimiento y crecimiento de los fondos de pensión, fondos de inversión, al fortalecimiento de la BOVESPA, de la *Bolsa do Rio de Janeiro* y de la CVM.

La década de los años noventa fue el periodo de mayor cambio en el Buen Gobierno Corporativo, debido a la apertura comercial, estabilización monetaria y las privatizaciones; ocurrieron transformaciones estructurales que producirían grandes reflejos en las principales empresas del mercado brasileño. Debido a ello tuvo lugar la ampliación del poder de los consejos de administración, presencia fuerte de los inversores institucionales y desarrollo de nuevos controles y legislación.

Brasil está conmemorando la primera década de la nueva era del Buen Gobierno Corporativo, llamado en Brasil de *Governança Corporativa*. En 1995 se creó el IBGC y el 6 de mayo de 1999 fué lanzado en un evento en la *Bolsa de Valores do Estado de São Paulo* - BOVESPA, el primero código de mejores practicas de Buen Gobierno Corporativo. El código fué actualizado en 2001 y más recientemente en 2004 (IBGC, 2004).

BOVESPA fué fundada en 1890 y hasta la década de los sesenta del siglo pasado, actuó como entidad oficial corporativa vinculada a la secretaria de las finanzas del Gobierno, como correctores nombrados por el poder publico. Desde la mitad de la década de sesenta hasta hoy, pasó a actuar como entidad institucional, una asociación civil, sin fines lucrativos, con autonomía administrativa, financiera, y patrimonial. Muchos cambios afectaron a BOVESPA desde ese cambio inicial, pero, el más importante fue el lanzamiento de las negociaciones electrónicas en tiempo real, al final de la década de los noventa, que permitió incluso una mayor participación en las negociaciones de los medios y pequeños inversores, a través de internet. Hoy día BOVESPA integra las operaciones de Bolsa de todo Brasil y posee el mayor movimiento de toda la América Latina. Pero si lo comparamos con los mercados del Estados Unidos y Europa el mercado brasileño es muy pequeño, como se puede ver en las comparaciones de la CMV en la tabla que sigue:

COMPARACIÓN DE LOS MERCADOS – CVM  
Año 2002 (en US\$ millones)

<i>País</i>	<i>PIB*</i>	<i>Valor de mercado**</i>
Alemania	1.990.263	686.014
Brasil	448.668	126.761
España	655.105	461.560
Estados Unidos	10.445.625	11.054.552
Reino Unido	1.557.243	1.785.199

\* PIB a precios corrientes

\*\* Excluidos Fondos de Inversión

Fuente: CVM (2007)

BOVESPA está integrada en el sistema financiero brasileño, mas específicamente en el mercado de capital. Ese mercado representa una alternativa para las empresas financiaren, basando su crecimiento en la captación de recursos con costes menores. Esos recursos van a ser utilizados para nuevas inversiones en la empresa, haciendo que la empresa busque lograr un mayor retorno en sus actividades para beneficiar a sus accionistas. Las entidades que están más involucradas en el desarrollo de Buen Gobierno Corporativo en Brasil son: CVM, IBGC, y finalmente BOVESPA.

En este contexto se presenta el Buen Gobierno Corporativo en Brasil, exigiendo que las empresas sean transparentes en su gestión. Y para lograr el éxito en este sentido BOVESPA ha lanzado en diciembre de 2000, segmentos especiales de empresas que cotizan en la Bolsa brasileña, con el objetivo de estimular el interés de los inversores y permitir una mayor valorización de las empresas que se adhieren a esos segmentos. Así, BOVESPA definió un conjunto de normas de conducta para las empresas, sus administradores, y controladores, para lograr una Buena valorización de las acciones y otros activos de las empresas. La adhesión por parte de las empresas a esas normas distingue las empresas en cuatro niveles diferenciados de mercado: Mercado Tradicional, Nivel 1, Nivel 2 y Nuevo Mercado.

Esos diferentes niveles de mercado poseen diferentes grados de exigencia en la adhesión de las buenas prácticas de Buen Gobierno Corporativo, y pretenden diferenciar a las empresas, para que las mismas busquen una mayor valorización de acuerdo con esa adhesión. BOVESPA (BOVESPA, 2007) proporciona la definición de cada nivel de Buen Gobierno Corporativo.

### **3.1. Mercado Tradicional**

Participan del mercado tradicional todas las empresas que no poseen ninguna diferenciación en relación a adopción de prácticas de Buen Gobierno Corporativo, o sea, empresas que no pertenecen en ninguno de los distintos grados de exigencia siguientes.

### **3.2. Empresas de Nivel 1**

Las empresas de Nivel 1 se comprometen, principalmente, con mejoras en la presentación de las informaciones al mercado y con la dispersión accionarial. Por ejemplo, la empresa abierta cotizada en el Nivel 1 tiene como obligaciones adicionales a la legislación:

- Mejora en las informaciones suministradas, añadiendo a las informaciones trimestrales –documento que es enviado por las empresas cotizadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contienen demostraciones financieras trimestrales– entre otras: demostraciones financieras consolidadas y demostraciones de flujos de caja.
- Mejoría en las informaciones relativas a cada ejercicio social, añadiendo las Demostraciones Financieras Estandarizadas –documento que es enviado por las empresas cotizadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contienen demostraciones financieras anuales– entre otras: la demostración de flujos de caja.
- Mejoría en las informaciones prestadas, añadiendo a las Informaciones Anuales –documento que es enviado por las empresas cotizadas a la CVM y a la BOVESPA, disponibilidad al público y que contiene informaciones corporativas- entre otras: la cantidad y características de los valores mobiliarios de emisión de la empresa que poseen los grupos de accionistas controladores, miembros del Consejo de Administración, directores y miembros del Consejo Fiscal, bien como la evolución de esas posiciones.
- Realización de reuniones públicas con analistas e inversores, al menos una vez al año.
- Presentación de un calendario anual, en el cual conste la programación de los eventos corporativos, tales como: asambleas, divulgación de resultados etc.

- Divulgación de los términos de los contratos firmados entre la empresa y las partes relacionadas.
- Divulgación, en bases mensuales, de las negociaciones de valores mobiliarios y derivados de emisión de la empresa por parte de los accionistas controladores.
- Mantenimiento en circulación de una parcela mínima de acciones, representando un 25% del capital social de la empresa.
- Cuando la realización de las distribuciones públicas de acciones, adopción de mecanismos sean favorables a la dispersión de lo capital.

### **3.3. Empresas de Nivel 2**

Las empresas de Nivel 2 se comprometen a cumplir las reglas aplicables al Nivel 1 y, adicionalmente, un conjunto más amplio de prácticas de Buen Gobierno Corporativo, relativas a los derechos societarios de los accionistas minoritarios. Por ejemplo, la empresa abierta cotizada en el Nivel 2 tiene como obligaciones adicionales la legislación:

- Divulgación de las demostraciones financieras de acuerdo con los estándares de los Estados Unidos: *International Financial Reporting Standards* -IFRS o *General Accepted Accounting Practices*- US GAAP.
- Consejo de Administración con un mínimo de cinco miembros y un mandato unificado de durante dos años, permitida la reelección. Un mínimo del 20% de los miembros deberán ser consejeros independientes.
- Derecho de voto a las acciones preferenciales en algunos temas, tales como, transformación, incorporación, fusión o escisión de la empresa y aprobación de los contratos entre la empresa y empresas del mismo grupo siempre que, por fuerza de la disposición legal o estatutaria, sean aprobados en asamblea general.
- Extensión para todos los accionistas tenedores de acciones ordinarias de las mismas condiciones obtenidas por los controladores, en caso de la venta del control de la empresa y de, como mínimo, un 80% de este valor para los tenedores de acciones preferenciales.
- Realización de una oferta pública de adquisición de todas las acciones en circulación, como mínimo, por el valor económico, en las hipótesis de cierre de capital o cancelación del registro de negociaciones en este Nivel.
- Adhesión a la Cámara de Arbitrajes del mercado para la resolución de conflictos societarios.

Además de estar presentes en el Reglamento de cotización, algunos de esos compromisos deben ser aprobados en Asambleas Generales e incluidos en el Estatuto Social de la empresa.

### **3.4. Empresas del Nuevo Mercado**

El Nuevo Mercado es un segmento de cotización destinado a la negociación de acciones emitidas por las empresas que se puedan comprometer, de manera voluntaria, con la adopción de prácticas de Buen Gobierno Corporativo adicionales en relación a lo que exige la legislación. Este seguimiento fué creado para empresas que van a empezar a cotizar en la BOVESPA, o empresas que tienen sólo acciones ordinarias (con derecho a voto) o que puedan convertir las acciones preferencial (sin derecho a voto) en ordinarias.

La valorización y la liquidez de las acciones son influenciadas positivamente por el grado de seguridad ofrecido, por los derechos concedidos a los accionistas y por la calidad de las informaciones prestadas por las empresas. Esa es la premisa básica del Nuevo Mercado.

La entrada de una empresa en el Nuevo Mercado ocurre por medio de la firma de un contrato e implica la adhesión a un conjunto de reglas societarias, genéricamente llamadas de "Buenas prácticas de Buen Gobierno Corporativo", y que son más exigentes que las presentes en la legislación brasileña.

Esas reglas, consolidadas en el Reglamento de Cotización del Nuevo Mercado, amplían los derechos de los accionistas, mejoran la calidad de las informaciones usualmente prestadas por las empresas, así como de la dispersión de los accionistas. Como las reglas también determinan la resolución de los conflictos societarios a través de una Cámara de Arbitraje, se ofrece a los inversores la seguridad de una alternativa más ágil y especializada.

La principal innovación del Nuevo Mercado en relación a la legislación, es la exigencia de que el capital social de la empresa sea compuesto solamente por acciones ordinarias. Todavía, ésta no es la única obligación. Por ejemplo, la empresa abierta participante del Nuevo Mercado tiene como obligaciones adicionales:

- Extensión para todos los accionistas de las mismas condiciones obtenidas por los controladores en caso de la venta del control de la empresa.
- Realización de una oferta pública de adquisición de todas las acciones en circulación, como mínimo, por el valor económico, en la hipótesis de bloqueos de capital o cancelación del registro de negociación en el Nuevo Mercado.
- Consejo de Administración con el mínimo de cinco miembros y mandato unificado durante dos años, permitida la reelección. Un mínimo, de 20% de los miembros deberán ser consejeros independientes.
- Mejoría en las informaciones prestadas, añadiendo a las Informaciones Trimestrales –documento que es enviado por las empresas cotizadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene demostraciones financieras trimestrales– entre otras: demostraciones financieras consolidadas y la demostración de los flujos de caja.
- Mejoría en las informaciones relativas a cada ejercicio social, añadiendo a las Demostraciones Financieras Estandarizadas –documento que es enviado por las empresas cotizadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene demostraciones financieras anuales– entre otras: la demostración de los flujos de caja.
- Divulgación de demostraciones financieras de acuerdo con los padrones de los Estados Unidos IFRS (*International Financial Reporting Standards*) o US GAAP (*General Accepted Accountability Practices*).
- Mejoría en las informaciones prestadas, añadiendo las Informaciones Anuales –documento que es enviado por las empresas listadas a la CVM y a la BOVESPA, disponible al público y que contiene informaciones corporativas– entre otras: la cantidad y características de los valores mobiliarios de emisión de la empresa detenidos por los grupos de accionistas controladores, miembros del Consejo de Administración, directores y miembros del Consejo Fiscal, así como la evolución de esas posiciones.
- Realización de reuniones públicas con analistas e inversores, al menos una vez por año.
- Presentación de un calendario anual, en el cual conste la programación de los eventos corporativos, así como asambleas, divulgación de resultados, etc.
- Divulgación de los términos de los contratos firmados entre la empresa y las partes relacionadas.
- Divulgación, en bases mensuales, de las negociaciones de valores mobiliarios y derivados de emisión de la empresa por parte de los accionistas controladores.
- Mantenimiento en circulación de una parcela mínima de acciones, representando un 25% del capital social de la empresa.
- En caso de distribuciones públicas de acciones, adopción de mecanismos que favorezcan la dispersión del capital.
- Adhesión a la Cámara de Arbitraje del mercado para resolución de conflictos societarios.

Mas allá de estar en el Reglamento de Cotización, algunos de esos compromisos deben ser aprobados en Asambleas Generales e incluidos en el Estatuto Social de la empresa.



En relación con las iniciativas tomadas por parte de los órganos involucrados con el tema del Buen Gobierno Corporativo en Brasil, Silveira (SILVEIRA, 2002) traza un estándar general de estructura y organización de las empresas brasileñas cotizadas en la BOVESPA, presentando las siguientes características:

- Estructura de propiedad con fuerte concentración de acciones con derecho a voto y alto índice de emisión de acciones sin derecho a votos;
- Empresas con control familiar o compartido por unos pocos inversores alineados por medio de acuerdo de accionistas para resolución de cuestiones relevantes;
- Accionistas minoritarios poco activos;
- Superposición entre propiedad y gestión, con los miembros del consejo representando los intereses de los accionistas controladores;
- Poca claridad en la división de los papeles entre el Consejo y la Dirección, principalmente en las empresas familiares;
- Pocos consejeros profesionales e independientes en los consejos de administración;
- Remuneración de los consejeros como factor poco relevante;
- Estructura informal de los consejos de administración, con ausencia de comités para tratamiento de cuestiones específicas, como auditoría y sucesión.

Estas características de las empresas brasileñas presentadas demuestran que el tema del Buen Gobierno Corporativo en Brasil tiene aún mucho que evolucionar, principalmente en lo que respecta a las empresas en su organización, estructura y adopción de códigos de mejores prácticas de Buen Gobierno.

#### **4. EL MERCADO DE CAPITALES BRASILEÑO Y LAS INICIATIVAS PARA SU DESARROLLO**

Actualmente, el mercado de capitales brasileño cuenta con cuatrocientas cuarenta y seis empresas cotizadas en la BOVESPA, de las cuales cuarenta y dos empresas se han adherido al Nivel 1, veinte empresas al Nivel 2, ochenta y nueve empresas al Nuevo Mercado, y las restantes todavía no están de acuerdo con las reglas de ninguno de los tres niveles diferenciados del Buen Gobierno Corporativo, o sea, están en el mercado tradicional.

En la siguiente tabla se demuestra la distribución de esas empresas en los cuatro seguimientos de mercado existentes en Brasil.

TABLA DE PARTICIPACIÓN POR SEGUIMIENTO EN RELACIÓN AL NÚMERO TOTAL DE EMPRESAS

<i>Mercado</i>	<i>Nº de Empresas</i>	<i>Participación %</i>
Tradicional	295	66,1
Nuevo Mercado	89	20
Nivel 1	42	9,4
Nivel 2	20	4,5
<i>Total</i>	<i>446</i>	<i>100</i>

Fuente: BOVESPA (octubre, 2007)

En relación a la capitalización de mercado, los porcentajes de participación son un poco distintos. La capitalización de mercado es el valor de las acciones de una empresa con arreglo a su precio en el mercado.

En la tabla siguiente, se recoge la capitalización de mercado de cada seguimiento de empresas.

TABLA DE PARTICIPACIÓN POR SEGUIMIENTO EN RELACIÓN A CAPITALIZACIÓN DE MERCADO  
(en millones de Dólares)

<i>Mercado</i>	<i>Valor de Mercado - 03/07</i>	<i>Participación %</i>
Tradicional	569.462	40,8
Nuevo Mercado	245.286	17,5
Nivel 1	538.250	38,5
Nivel 2	44.886	3,2
<i>Total</i>	<i>1.397.884</i>	<i>100</i>

Fuente: BOVESPA (octubre, 2007)

Como se ha demostrado en la tabla de comparación de mercados, el mercado de capitales en Brasil es pequeño en relación a los mercados de Estados Unidos y Europa. También es cierto que es muy reciente y está en proceso de reestructuración.

Hay una fuerte corriente que busca la dispersión de las acciones y “popularización” del mercado de capitales brasileño haciendo que los pequeños inversores (economías domesticas) pasen a participar más del mercado de capitales. Algunas iniciativas han contribuido para ello, pero la principal empezó en el año 2000, a través de un programa del Gobierno brasileño facilitando la compra por parte de los trabajadores brasileños de acciones de empresas estatales que se estaban privatizando (Petrobras, Vale do Rio Doce).

El programa se llamó Fondo Mutuo de Privatización del Fondo de Garantía del Tiempo de Servicio. En este programa los trabajadores podrían invertir hasta un 50% de su saldo de la cuenta de FGTS (Fondo de Garantía por Tiempo de Servicio), en la compra de acciones de empresas estatales que estaban en proceso de privatización. La primera empresa que tuvo sus acciones vendidas a través del programa fué Petrobras en el año 2000. El día 17/08/2000 fué realizada la subasta de compra por los Fondos Mutuos de Privatización-FGTS-Petrobras, donde el valor de la acción para el trabajador se quedó en US\$19,25, ya con un descuento de 20% proporcionado por el Gobierno. La misma acción estaba siendo negociada por la BOVESPA por un valor de US\$29,60, o sea, en un sólo día, los trabajadores que optaran por invertir su FGTS en acciones, ganarían US\$10,35, lo que equivale a una valorización de 53,8%, mientras que la cuenta de FGTS tuvo un rendimiento en el mes de julio de 2000 de apenas 0,4017% y de 3,183% entre enero y agosto de 2000. La compra de las acciones de Petrobras con el saldo de la cuenta de FGTS se ha demostrado que fué un buen negocio desde el principio, principalmente debido al rendimiento de la cuenta de FGTS.

De más de 70 millones de trabajadores brasileños (IBGE 2007) sólo 310.000 optaron por la compra de acciones. En nuestra opinión, la baja adhesión de los trabajadores a este programa de inversión presenta múltiples factores, como la falta de confianza en el mercado de capitales, la falta de conocimiento del mercado de capitales, la falta de información acerca del programa de inversión y principalmente la complejidad de la información financiera. Estas informaciones necesitan ser

sencillas y comprensibles para personas que no poseen conocimientos técnicos, como es el caso de la mayoría de los trabajadores brasileños. En relación a la confiabilidad de los trabajadores en el mercado de capitales, los niveles diferenciados de Buen Gobierno Corporativo parecen ser una iniciativa acertada, pues hace que las empresas al adherirse a los niveles diferenciados de Buen Gobierno, cumplan con los requisitos obligatorios en cada nivel, haciéndolas más transparentes; con respecto a la falta de conocimiento de los trabajadores sobre el mercado de capitales, la BOVESPA ha tenido buenas iniciativas a través de informaciones en su pagina web y principalmente con su programa “BOVESPA vai até você” en el cual cualquier ciudadano de cualquier ciudad del país puede organizarse con un grupo de personas interesadas en el tema y solicitar que la BOVESPA proporcione un curso sobre el mercado de capitales. Pero lo que todavía no se ha logrado es facilitar a los trabajadores informaciones financieras cuantitativas y cualitativas con un nivel de sencillez que sean relevantes y al mismo tiempo comprensible a las personas que no tienen profundos conocimientos técnicos.

## 5. INFORMACIÓN FINANCIERA

El tema del Buen Gobierno Corporativo y el logro de la “popularización” del mercado de valores es muy dependiente de las informaciones financieras, una vez que las informaciones son correctas, en el tiempo correcto, son fundamentales para lograr y mantener la transparencia y la credibilidad de las empresas y también son fundamentales para la toma de decisión de los ciudadanos en invertir o no en una determinada empresa. Como se ha analizado en los capítulos anteriores, en todos los niveles de diferenciación en relación al Buen Gobierno Corporativo, las informaciones financieras, obligatorias o complementares, son herramientas que sirven también como elementos de calidad del Gobierno corporativo de las empresas.

Como es conocido, el Buen Gobierno Corporativo tiene como una de sus principales atribuciones: controlar la dirección de la empresa, buscando evitar el problema de agencia. Las informaciones financieras ejercen un papel fundamental para lograr ese objetivo, pues, contratos basados en informaciones financieras fidedignas dificultan la apropiación indebida y distribución excesiva de recursos. Entretanto, para garantizar informaciones financieras fiables, las empresas dependen de un sistema de control interno sólido. Según el COSO - *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (1992), el control interno es planeado para proveer garantías razonables con respecto a la realización de los objetivos en las siguientes categorías:

- Efectividad y eficiencia de las operaciones;
- Fiablez de los informes financieros;
- Conformidad con las leyes y regulaciones aplicables.

Además de la importancia en afrontar los problemas de agencia, las informaciones financieras son también la mejor forma de medir el desempeño de la empresa y comparar su desempeño con la competencia en el mercado en el que actúa. Las informaciones financieras son fundamentales para la toma de decisiones, tanto para el consejo de administración y directivos, como para los inversores. Debido a eso, es fundamental que las informaciones financieras divulgadas por las empresas sean comprensibles por los inversores. Entretanto que eso ocurra, hay que adaptar las informaciones financieras al público al que se destinan.

En Brasil la intención es hacer que los trabajadores inviertan sus recursos de la cuenta de FGTS en el mercado de capitales, y para ello se hace necesario que las informaciones financieras sean sencillas y que gran parte de los trabajadores las comprendan.

Para Damodaran (2002), los precios de mercado se basan en información, tanto publica como privada. En el mundo de la información clásica, ésta es suministrada en un tiempo cierto y con fiabilidad a los mercados. Pero en el mundo real hay dos obstáculos que impiden que el proceso ocurra

correctamente. El primero es la ocultación de la información o el retraso en la divulgación de la información por parte de las empresas, principalmente cuando hay malas noticias. El segundo obstáculo es que las empresas algunas veces con la intención de mantener los inversores contentos y aumentar el valor de mercado de la empresa, divulgan informaciones engañosas con respecto a las condiciones actuales de la empresa y también de sus perspectivas de futuro. De acuerdo con esa línea de razonamiento, es lógico pensar que en las empresas donde el gobierno corporativo y consecuentemente los controles internos son más débiles, la probabilidad de que esos obstáculos aparezcan es mas grande.

Los autores Bushman y Smith (2001), definen la función de las informaciones financieras dentro del Buen Gobierno Corporativo como el uso de los informes financieros en la promoción de herramientas de Buen Gobierno Corporativo en las empresas. Para esos autores, los mecanismos del Buen Gobierno Corporativo son los medios que hacen con que los directivos gestionen de acuerdo con las expectativas de los inversores. Esos mecanismos de control pueden ser tanto de control interno, a través de programas de incentivos y monitorización directa, como de control externo, a través de la monitorización por los accionistas y proveedores de capital y leyes de protección de los intereses de los accionistas.

Para Bushman y Smith (2001), la información financiera es producto de la contabilidad corporativa y el sistema de divulgación de informes, con el objetivo de divulgar los resultados de la empresa para el mercado. La divulgación de informes suministra informaciones para los mecanismos de control de la empresa, además de proveer informaciones indirectas percibidas por el mercado e incorporadas en el valor de la acción.

Dada la importancia de las informaciones financieras en el contexto del Buen Gobierno Corporativo y también en la toma de decisiones, tanto por parte del consejo de administración y de los directivos como por parte de los inversores. Cabe destacar que en el proceso de “popularización del mercado de valores”, busca de una mayor participación de las economías domesticas (trabajadores) en las negociaciones de las acciones de las empresas que está siendo implementado en Brasil el papel de la fiabilidad, temporalidad, claridad en las informaciones financieras parece ser estratégico para lograr ese objetivo. Pero además de eso, resulta muy importante para las empresas y también los órganos involucrados en ese proceso de “popularización” buscar un lenguaje comprensible a para los actores de las economías domesticas (trabajadores) en la divulgación de las informaciones financieras.

## **6. CONCLUSIONES**

Este estudio ha sido desarrollado con un enfoque cualitativo a través de una revisión de la literatura. De acuerdo con Hernández et al (HERNÁNDEZ ET AL, 2004), realizar una revisión de la literatura significa detectar, obtener y consultar material bibliográfico que resulta útil para el tema que se está investigando, para que se pueda extraer y recopilar toda la información relevante. En este trabajo, para que se pudiera demostrar la situación del Buen Gobierno Corporativo, y del mercado de capitales en Brasil y las principales iniciativas para el desarrollo de los temas se ha revisado la literatura acerca de los conceptos relacionados con dichos temas, así como la situación también a nivel internacional en el caso del Buen Gobierno Corporativo.

A través de este estudio se concluye que el Buen Gobierno Corporativo no constituye una estandarización superficial y sin criterios establecidos, sino que es un proceso continuo y a largo plazo, que tiene como objetivo el crecimiento de las empresas de forma sostenida y la transparencia de las mismas, pero, para eso, es necesario que las empresas se estructuren y se organicen de manera que cumplan las reglas establecidas en los códigos de mejores prácticas de Buen Gobierno Corporativo. Además, como iniciativa de desarrollo del mercado de capitales brasileño se espera una participación masiva de las economías domesticas, sin las cuales resultará difícil ampliar el volumen de negociaciones en la BOVESPA, y consecuentemente haciendo que las empresas que cotizan en la

BOVESPA estén siempre en situación de desventaja competitiva en la búsqueda de capitales que financien su crecimiento.

Dada la importancia del tema, el estudio también demuestra una gran preocupación con las informaciones financieras de las empresas que cotizan en la BOVESPA, pues para lograr una mayor participación de las economías domésticas es necesario hacer que los agentes de estas economías tengan acceso a informaciones fidedignas, en un tiempo determinado y principalmente que resultan comprensibles, de cara a la toma de sus decisiones de inversión. En este sentido, y aunque BOVESPA sea la mayor Bolsa en movimiento de América Latina, es muy pequeña comparado con los mercados de capitales de los Estados Unidos y Europa. Por otro lado, las preocupaciones con el Buen Gobierno Corporativo y el crecimiento del mercado de forma sostenida son las mismas que los mercados más desarrollados, lo que hace que las entidades reguladoras del mercado de capital brasileño adopten normas y medidas para la protección y un mayor conocimiento del mercado por los inversores. Eso demuestra que estas entidades reguladoras están en el camino correcto, pero todavía quedan por adoptar diversas iniciativas para llegar a lograr los objetivos a nivel general.

## BIBLIOGRAFÍA

- BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO (BOVESPA) (2007): Disponible en [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)
- BUENO, E. (2004): Antecedentes y situación actual del Gobierno de la Empresa: en busca de la confianza y la eficiencia. En: BUENO, E. (2004) *El Gobierno de la Empresa: en busca de la transparencia y la confianza*, Ed. Pirámide.
- BUSHMAN, R.; SMITH, A., (2001): “*Financial Accounting Information and Corporate Governance*”, The Journal of Accounting and Economics nº 32.
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (COSO) (1992): *Internal Control – Integrated Framework*.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) (2007): Disponible en [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).
- CUERVO, A. (2004): El Gobierno de la Empresa. Un problema de conflicto de intereses. En: BUENO, E. (2004) *El Gobierno de la Empresa: en busca de la transparencia y la confianza*, Ed. Pirámide.
- DAMODARAN, A. (2002): *Finanças Corporativas Aplicadas*, Ed. Bookman.
- HERNÁNDEZ, R.; FERNÁNDEZ, C.; BAPTISTA, P. (2004): *Metodología de la Investigación*, Ed. McGraw-Hill, Tercera Edición.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC) (2004): Código de Mejores Práticas. Disponible en [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br).
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFÍA E ESTATÍSTICA (IBGE) (2007): Disponible en [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br).
- SERRÃO, C.F.; BORGES, L.F. (2005): *Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil*, Revista do BNDES V. 12, nº 24, Rio de Janeiro.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997): “A Survey of Corporate Governance”, The Journal of Finance, junio.
- SILVEIRA, D.M.A. (2002): *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*, USP, São Paulo.
- STEINBERG, H. (2003): *A dimensão humana da Governança Corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas*. São Paulo, Ed. Gente.
- STUART, S. (2005): *Governance Lexicon – A director’s guide to corporate governance around the world*. Second Edition.



### **Juliano da Silva**

Licenciado en Ciências Contábeis, por la Universidade de Vale do Rio dos Sinos.- UNISINOS (Brasil). Posgrado en Controladoria de Gestão, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.- UFRGS (Brasil). Doctorando en Contabilidad y Organización de Empresas en la Universidad Autónoma de Madrid. Actualmente realiza actividades de consultoría en el área de Gobierno Corporativo a través de la empresa Governanza Consultores Independientes. Sus líneas de investigación/actuación se proyectan sobre los temas relacionados con los sistemas de Gobierno Corporativo, las mejores prácticas y las exigencias de los órganos reguladores.