

UNA APROXIMACIÓN AL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES EN BRASIL

✍ PABLO GONZÁLEZ-ESPEJO GARCÍA y MARCO ZAMBRINI
*Abogados**

1. INTRODUCCIÓN

El fenómeno de las ofertas públicas de adquisición de valores, conocidas bajo la denominación de *opas*, y su regulación (o, en su caso, la falta de ella) es uno de los temas que más discusiones ha suscitado en los últimos treinta años en el ámbito del derecho societario y del mercado de valores.

Las *opas* no son únicamente un tipo de operación característica del mercado de capitales dirigida a la adquisición de valores emitidos por una compañía cotizada, sino un mecanismo fundamental en la configuración de lo que se ha venido a denominar el mercado de control societario. Siendo ello así, la *opa* se convierte en un instrumento altamente dinamizador del mercado pero también particularmente conflictivo, toda vez que en su regulación están involucrados diversos intereses de no siempre fácil cohesión. Entre estos se encuentran los de los administradores de las compañías afectadas, los de los accionistas, mayoritarios y minoritarios, de la sociedad *opada* así como también, y muy especialmente, el interés público, deseoso siempre de conciliar la transparencia del mercado financiero y la protección de todos sus partícipes con el dinamismo, la agilidad y la eficiencia del mercado de control societario.

La magnitud de los intereses económicos y principios jurídicos que conforman el entramado de esta discusión así como los efectos inmediatos y directos que la regulación de las *opas* tiene sobre el mercado de valores y el mercado de control societario, han provocado que las soluciones adoptadas por los diversos ordenamientos sean tan dispares como las concepciones que las sustentan. Basta hacer, en efecto, una breve exploración en el derecho comparado o, incluso, en la evolución de la regulación jurídica de las *opas* en España, para observar que no resulta sencillo arbitrar un sistema que satisfaga enteramente todos los intereses involucrados. Las diferencias en la regulación de esta materia son fruto, además, de las peculiaridades de cada uno de los mercados de valores nacionales, fundamentalmente, en sede de saneamiento, transparencia y eficiencia y, como no podía ser de otra manera, de la propia cultura y sensibilidad jurídica de cada país. El resultado, en fin, de todo ello, es que en esta materia sigue rigiendo la controversia y una constante insatisfacción. En el primer sentido porque, a pesar de los años transcurridos y de los debates entablados, conviven hoy en día soluciones legislativas diametralmente opuestas, incluso en sistemas regidos por principios jurídico-societarios muy similares¹. En el segundo, la insatisfacción se hace patente en cuanto se repara en los continuos vaivenes legislativos ocurri-

* Destacados en la Oficina de Uría & Menéndez de São Paulo.

¹ Para un análisis de las diversas opciones legislativas existentes en materia de *opas*, véase, por todos, J. García de Enterría, *La opa obligatoria*, Civitas, Madrid, 1996.

dos en los países en los que claramente se ha optado por uno u otro sistema².

El legislador brasileño no ha sido en modo alguno ajeno a estas necesidades y discusiones. Antes bien, el sistema brasileño en materia de *opas* ha sido particularmente sensible a esta discusión y, sobre todo, a los efectos que unas u otras opciones tienen sobre el mercado de valores. Precisamente, el presente trabajo se justifica por el hecho de que el 5 de marzo de 2002, la Comisión de Valores Mobiliarios (en adelante, la «CVM») —órgano en Brasil funcionalmente equivalente a nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores— en ejercicio de las competencias atribuidas en la Ley 6.404, de 15 de diciembre de 1976, *das Sociedades por Ações* (D.O.U. de 17 de diciembre, en adelante, la «LSA») y en la Ley 6.385, de 7 de diciembre de 1976, que *«dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários»* (D.O.U. de 9 de diciembre, en adelante, la «LMV»), dictó la Instrucción núm. 361 en la que se regulan de manera pormenorizada y se unifican en un único texto las normas y procedimiento aplicables a todos los supuestos en los que es preciso o posible lanzar una oferta pública de adquisición de valores de compañías abiertas³ (D.O.U. de 7 de marzo, en adelante, la «Instrucción 361»)⁴.

Ante este novedoso panorama normativo, el objetivo perseguido en este trabajo es únicamente

aproximar al lector a su contenido y, más concretamente, a la luz de la recientemente promulgada Instrucción 361, a la regulación de las *opas* obligatorias en el marco de las operaciones de cambio de control societario. A estos efectos, el trabajo deberá ser necesariamente descriptivo y poco crítico y se centrará fundamentalmente en una breve aproximación a los antecedentes legislativos sobre la materia para, seguidamente, analizar, a la luz de las características del mercado bursátil brasileño, de las actuaciones adoptadas por la CVM y, sobre todo, del contenido de la reforma introducida en la LSA precisamente en materia de *opas* mediante la promulgación de la Ley 10.303, de 31 de octubre de 2001 (D.O.U. de 1 de noviembre), el régimen previsto en la Instrucción 361, no sin antes comparar algunos de los elementos más significativos de esta normativa con los que caracterizan el instituto de la *opa* en España.

2. LA LSA DE 1976 Y EL SISTEMA DE OPA OBLIGATORIA

La primera regulación sobre las *opas* en Brasil vio la luz con la promulgación de la LSA de 1976 actualmente vigente. Si bien esta Ley —que derogó el Decreto-Ley 2.627 de 1940— presentaba serias limitaciones estructurales debidas fundamentalmente al contexto sociopolítico en el que se gestó, lo cierto es que constituyó un hito importante en la moderniza-

² Basta recordar en este sentido que el Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre *el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores* (en adelante, el «Decreto 1197/91»), ha sufrido tres modificaciones en menos de diez años y recientemente se han presentado en el Congreso de los Diputados proposiciones no de ley en las que se insta a una nueva modificación con la que se pretende proteger de manera más efectiva los intereses de los pequeños accionistas en los procesos de compra de participaciones que lleven aparejadas una toma de control o la facultad de nombrar miembros del Consejo de Administración de las compañías adquiridas (véase Diario del Congreso de los Diputados de 27 de setiembre de 2002 - Serie D, núm. 11, págs. 6 a 9). Más recientemente, con motivo de la presentación del conocido Informe Aldama, el Ministro de Economía anunció una posible modificación del Real Decreto 1197/91.

³ A los efectos de lo previsto en la LSA, una compañía será abierta o cerrada en función de si sus acciones, o cualesquiera otros valores por ella emitidos, se encuentran o no admitidas a negociación en el mercado de valores (*cf.* art. 4 de la LSA).

⁴ La literatura brasileña en materia de *opas* no es muy abundante. Además de las referencias necesarias en los comentarios a la LSA entre los que destacan el ya clásico de E. Lacerda y J.A. Tavares, *Das Sociedades Anónimas no Direito Brasileiro*, t. II, ed. J. Bushatsky, São Paulo, 1979, o los más recientes de W. Bulgarelli (Coord.), *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*, Pioneira, 1998, págs. 68 y ss.; M. Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, Vol. 4 t. II, ed. Saraiva, São Paulo, 1998, y M. Carvalhosa y N. Eizirik, *A nova Lei das SA*, ed. Saraiva, São Paulo, 2002; son de obligada consulta el precursor trabajo de M. Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*, Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais -IBMEC-, 1979, y los trabajos de A. Wald, «A oferta pública, a igualdade dos acionistas e direito comparado», *Revista de Direito Mercantil*, núm. 43 (1981), págs. 15 y ss.; L.L. Cantidiano, «Alienação e aquisição de controle», *Revista de Direito Mercantil*, núm. 56 (1985), págs. 59 y ss.; *id.* *Reforma das SA & do mercado de capitais*, Renovar, Rio de Janeiro, 1997, pág. 87, *id.*, *Reforma da Lei das SA Comentada*, Renovar, Río de Janeiro-São Paulo, 2002, pág. 8; y R.N. Prado, «Da obrigatoriedade por parte do adquirente do controle de sociedade por ações de capital aberto de fazer simultânea oferta pública, em iguais condições aos acionistas minoritários. É efetivo mecanismo de proteção», *Revista de Direito Mercantil*, núm. 106 (1997), págs. 83 y ss.

ción de la normativa brasileña en materia de sociedades y del mercado de valores. La LSA de 1976 incorporó a la disciplina societaria categorías y conceptos novedosos tanto en Brasil como en el derecho comparado, así como también aportó instrumentos jurídicos adecuados para favorecer el desarrollo económico del país entre los que se encontraban las ofertas públicas de adquisición de valores⁵.

En efecto, el texto original de la LSA regulaba las *opas* desde dos perspectivas diversas. Por una parte, imponía la obligación de su formulación en casos de enajenación del control de la compañía. En concreto, conforme a lo dispuesto en el artículo 254, sólo podían realizarse operaciones que comportaran la enajenación del control societario previa aprobación por la CVM, a quien le correspondía velar porque se garantizara a los accionistas no controladores un tratamiento igual al dispensado al accionista controlador que vendía las acciones integrantes del paquete de control⁶. Como medida garantizadora de este tratamiento igualitario se impuso *ex lege* la necesidad de formular *opa* y, *de facto*, se obligó a la CVM a que únicamente aprobara aquellas operaciones de venta de control en las que el precio ofrecido a los accionistas no controla-

dores fuera idéntico al pagado por las acciones integrantes del paquete de control⁷.

De otro lado, los artículos 257 y siguientes se ocuparon de las «*opas* voluntarias» que, como su propio nombre indica y conforme a su configuración legal, constituían un instrumento a través del cual se posibilitaba, a cualquier accionista o tercero, adquirir o reforzar el control de una sociedad cotizada sin tener para ello que negociar con el accionista controlador al margen del mercado o con todos los accionistas minoritarios individualizadamente —titulares del denominado «poder minoritario»— a través del procedimiento ordinario del *ramassage*. La *opa* voluntaria podía también utilizarse por cualquier tercero que, sin ánimo de adquirir el control societario, tuviera interés en comprar un número más o menos significativo de acciones de una sociedad cotizada.

El procedimiento al que quedaban sometidas estas dos clases de *opas*, aunque coincidente en gran parte —salvo en lo relativo a la necesidad de notificar y obtener autorización por parte de la CVM que sólo era exigible para las *opas* obligatorias y en los casos de *opas* voluntarias de canje—, se encontraba paradójicamente regulado en lugares diferentes. El legislador había previsto el procedimiento que debía

⁵ La introducción de las *opas* obligatorias no estuvo, sin embargo, exenta de polémica. Los argumentos empleados entonces en favor y en contra de esta introducción fueron en esencia similares a los aducidos en otros ordenamientos: necesidad de proporcionar un tratamiento equitativo a todos los accionistas de la sociedad, lo que justifica su participación en la prima de control en los mismos términos que el accionista controlador *versus* falta de justificación jurídica y económica de esta equiparación toda vez que el mercado demuestra irrefutablemente que las acciones integrantes del bloque de control tienen un valor superior al resto de las acciones de la compañía. Sobre el particular puede verse, F. Konder Comparato, «O poder de controle na sociedade anônima», *Revista dos Tribunais*, São Paulo, 1977, págs. 33 y ss.

⁶ Sin duda uno de los elementos más interesantes y, al mismo tiempo, moderno de la Ley de 1976 es que contenía una definición del término «accionista controlador» que sigue aun vigente. En efecto, conforme a lo previsto en el art. 116 de la LSA será accionista controlador de una compañía la persona, natural o jurídica, o el grupo de personas vinculadas por un acuerdo de voto o que se encuentren bajo control común, que sea titular de los derechos de socio que le aseguren, de modo permanente, la mayoría de los votos en las deliberaciones de las asambleas generales o el poder de elegir a la mayoría de administradores de la compañía y usa efectivamente su poder para dirigir las actividades sociales y orientar el funcionamiento de sus órganos.

⁷ Esta obligación de aprobar únicamente aquellas ventas de control en las que se abonara a todos los accionistas aceptantes el mismo precio que el pagado al accionista controlador fue confirmada por medio de la Resolución 401 del Banco Central de Brasil de 22 de diciembre de 1976 (en adelante, la «Resolución 401/76»), en cuyo art. XIII se establecía expresamente que en la oferta pública debía ofrecerse a los accionistas minoritarios la posibilidad de vender sus acciones «*em condições iguais às contratadas com o acionista controlador, sob todos os aspectos de preço ou relações de permuta, prazos de pagamento e demais direitos e obrigações do vendedor das ações, previstas no instrumento de alienação firmado entre o acionista controlador e o adquirente do controle*» y en la sentencia del Tribunal Federal de Recursos Ac. 14.58-7, en *Apelação Civil do Brasília* de 22 de junio de 1988 (en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 71 (1988), pág. 73, con comentario de M. Rodrigues Penteadó) en la que se condenó a la CVM a indemnizar a los accionistas no controladores de una sociedad con la diferencia entre el precio recibido por sus acciones y el pagado por el adquirente por las acciones integrantes del paquete de control. Sobre el particular puede verse además del citado comentario de M. Rodrigues Penteadó, las observaciones de E. Lacerda y J.A. Tavares, *Das Sociedades Anônimas...*, cit., págs. 733 a 755.

seguirse para las *opas* voluntarias (*cf.* artículos 258 a 261), mientras que, por el contrario, a falta de normas expresas —o de remisión de las previstas para las *opas* voluntarias— sobre el procedimiento que debían seguir las *opas* formuladas con carácter necesario, el *Conselho Monetario Nacional* tuvo que dictar la Resolución 401/76.

De lo anterior se desprende, por tanto, que bajo la LSA de 1976, la adquisición de un paquete de control accionarial podía realizarse por cualquier medio, incluso mediante la presentación de una oferta pública. Ahora bien, en los casos en que tal adquisición fuera consecuencia de la enajenación del paquete de control, el adquirente debía formular una oferta pública de adquisición a todos los accionistas no controladores de la sociedad⁸. Asimismo, y como característica diferenciadora del sistema brasileño de *opas* —que se ha mantenido vigente hasta la actualidad— la obligatoriedad de su formulación se hacía depender de un elemento cualitativo, a saber: la transferencia efectiva, por parte del accionista controlador, a un tercero del control societario por medio de la enajenación del conjunto de acciones que lo conformaran y no, como ocurre en buena parte de los ordenamientos que regulan esta materia, entre los cuales se encuentra, al menos de momento, el español, de un elemento cuantitativo como puede ser la adquisición de un determinado porcentaje de acciones.

En definitiva, en la redacción original de la LSA se instauró, en sede de *opas* derivadas o asociadas al cambio de control societario, un sistema de *opa* obligatoria *a posteriori* y total, presidido por la necesidad de proporcionar un tratamiento igualitario a los accionistas no controladores destinatarios de la oferta y, concretamente, por la necesidad de garantizar a estos últimos una participación en la prima de control idéntica a la obtenida por el accionista controlador.

Esta misma obligación no se contempló, por el contrario, para los casos de adquisiciones originarias de paquetes de control ni en los casos de adquisición de acciones para la consolidación del control en relación con las cuales la *opa* únicamente se presentaba como instrumento voluntario.

3. LA REFORMA DE LA LSA DE 1997: ELIMINACIÓN DE LA OBLIGACIÓN DE FORMULAR OPA Y SUS CONSECUENCIAS EN EL MERCADO

Como se ha indicado, la introducción en el ordenamiento brasileño de la obligación de formular *opa* en los supuestos de cambio de control estuvo acompañada de una fuerte polémica. Los débiles cimientos sobre los que se erigió esta institución hacían previsible, de alguna manera, su desaparición. Efectivamente, tras veinte años de vigencia se dictó la Ley 9.457, de 5 de mayo de 1997 (*D.O.U.* de 6 de junio), fundamentalmente con la finalidad de expulsar de la LSA el controvertido artículo 254.

En esta derogación no debe verse, sin embargo, un triunfo de las tesis aducidas en contra de la figura y, particularmente, del convencimiento del legislador de que dado que las acciones que integran los paquetes de control tienen un valor en el mercado superior al del resto de las acciones de la compañía, nada justifica que sean valoradas de la misma manera. Antes bien, en un momento de importante actividad privatizadora, las razones oficialmente utilizadas para suprimir la figura fueron, básicamente, la conveniencia de introducir mecanismos de agilización del mercado bursátil y, sobre todo, de abaratamiento del mercado de control societario.

A nadie escapó, sin embargo, que la finalidad realmente perseguida con esta aparentemente necesaria reforma fue la de facilitar la venta de las participaciones de control de las grandes compañías estatales, evitando

⁸ A la luz de lo previsto en la Ley no quedaba claro, sin embargo, quiénes debían ser los destinatarios de la *opa* y, en concreto, si entre estos debían incluirse, como entendió el *Conselho Monetario Nacional* en la Resolución 401/76, únicamente los titulares de acciones que tuvieran reconocido de forma permanente el derecho de voto o, como entendía la buena parte de doctrina a la luz de la literalidad de la LSA, todos los accionistas o, al menos, los titulares de acciones preferenciales a los que se les hubiera reconocido, al menos, temporalmente el derecho de voto. En favor de esta segunda opinión, ver por todos, M. Carvalhosa, *Oferta Pública...*, cit., pág. 174.

⁹ Particularmente críticos con esta derogación se mostraron M. Carvalhosa y N. Eizirik, *A nova Lei das SA*, cit., pág. 387, para quienes, además de ser altamente perjudicial para los intereses de los accionistas minoritarios, comportaba alejar la normativa brasileña de las soluciones adoptadas en otros países y, más concretamente, en los países de la Unión Europea quienes precisamente en aquellas mismas fechas acababan de proponer la modificación de la Decimotercera Directiva en materia de sociedades en sentido completamente opuesto.

a sus adquirentes la carga de tener que lanzar *opas* por la parte del capital que durante los años había quedado pulverizado entre pequeños ahorradores al amparo de programas públicos de incentivos a la inversión⁹.

De esta manera se acabó *de facto* con la institución de la *opa* en Brasil, toda vez que, aunque se mantuvieron vigentes los preceptos relativos a las *opas* voluntarias para las adquisiciones de control o para su refuerzo (artículos 257 y siguientes), el alto grado de concentración accionarial característico del mercado bursátil brasileño, y la posibilidad de poder negociar libremente la venta del control sin necesidad de respetar o garantizar ciertas posiciones de los accionistas no controladores, provocaron que estas operaciones fueran de escaso uso en la práctica de los negocios.

Esta nueva situación permitió, por lo demás, que volvieran a generalizarse las operaciones conocidas bajo el nombre de «*fechamento branco de capital*». Con este término se designan aquellas operaciones en las que el accionista controlador, después de haber adquirido el paquete de control abonando la correspondiente prima al anterior accionista controlador, compra cantidades importantes de acciones de su propia compañía con el fin de limitar artificialmente la viabilidad de su negociación o, en términos técnicos, su liquidez y provocar y/o solicitar, en última instancia, la cancelación de su cotización (cierre o «*fechamento de capital*»).

Conviene recordar que la liquidez de una acción depende, fundamentalmente, del número de compradores y vendedores que realizan cotidianamente sus ofertas de compra y venta en el mercado. Una de las ventajas derivadas de las acciones que gozan de un alto grado de liquidez es que su precio de mercado es el que más se aproxima a su precio «justo». Cuando el mercado es transparente y las compañías tienen su capital y control accionarial pulverizado, cualquier distorsión, a la alza o a la baja, en el precio de cotización es rápidamente corregido por el propio mercado. Por el contrario, cuando, como ocurre en Brasil, el mercado bursátil se encuentra fuertemente concentrado y

con unas estructuras del control de las compañías tan fuertemente arraigadas que puede llegar hablarse sin rubor de la presencia de auténticos monopolios u oligopolios en el mercado de control, las posibilidades de reducir drásticamente la liquidez de las acciones cotizadas por parte del accionista controlador son considerablemente amplias. Ello es así porque el accionista controlador se convierte *de facto* en el único comprador de las acciones en circulación y, concretamente, de aquellas que se encuentren en manos de los accionistas minoristas, pudiendo, de esta manera, controlar su precio de cotización sin interferencias.

Con todo, las operaciones de *fechamento branco de capital* no responden a un mero capricho de los accionistas controladores. Antes bien, los altos costes que comporta mantener las acciones de una sociedad en el mercado bursátil junto con la reducida dimensión del mercado de capitales brasileño, que provoca que el montante de capital que eventualmente puede captarse en el mercado sea claramente insuficiente para atender a las necesidades operativas y de financiación de la sociedad, convierten a estas operaciones en opciones legítimas desde un punto de vista jurídico y absolutamente justificadas desde una lógica puramente económica¹⁰.

En fin, tras la derogación de la obligación de formular *opa* en los casos de ventas de control, los accionistas minoritarios brasileños se encontraron con que, como consecuencia de las operaciones de *fechamento branco de capital*, no sólo no participaban de la prima de control pagada por el adquirente nuevo controlador a su homónimo anterior sino que, sin habérseles ofrecido la posibilidad de salir de la sociedad en condiciones económicamente aceptables, veían como el precio de cotización de sus acciones bajaba drásticamente al quedarse sin compradores en el mercado.

4. LA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS POR LA CVM: EL CAMINO HACÍA UNA NUEVA REFORMA DE LSA

Preocupada por proporcionar una tutela adecuada a los accionistas minoritarios de las compañías cotiza-

¹⁰ Según un estudio realizado a solicitud de la *Associação Brasileira das Companhias Abertas* —ABRASCA— las compañías brasileñas gastan de media aproximadamente 435.000 dólares al año para mantener la condición de compañías cotizadas llegando en ocasiones estos gastos a los 2 millones. Por el contrario, se estima que en los últimos años menos del 10 % de las inversiones realizadas por compañías cotizadas fueron realizadas con recursos captados en el mercado de valores. Sobre las razones por las que se producen las situaciones de *fechamento branco de capital* puede verse M. Carvalhosa y N. Eizirik, *A nova Lei das SA*, cit., pág. 45.

das ante la situación descrita, la CVM adoptó una serie de medidas destinadas a poner coto a estas prácticas y, en especial, a limitar el incremento de las operaciones de *fechamento branco de capital*. Estas medidas se recogieron, en esencia, en la Instrucción 299/99, de 9 de febrero de 1999 (*D.O.U.* de 11 de febrero). La Instrucción 299/99, aunque en puridad únicamente aplicable a las *opas* voluntarias, trataba de solventar algunas imperfecciones contenidas en Instrucciones anteriormente emitidas por la propia CVM, fundamentalmente, en relación con la información que debía proporcionarse en operaciones que comportaran un cambio de control societario y en relación con las operaciones de *fechamento branco*.

En primer lugar, al objeto de introducir mayor transparencia para el pequeño inversor, la Instrucción incrementó el rigor de la información que debía proporcionarse en las operaciones que comportaran una enajenación del control accionario o un aumento por el accionista controlador de su participación en el capital de la sociedad superior al cinco por ciento. Básicamente se obligaba a los participantes a informar, entre otros extremos, sobre el precio de venta de las acciones integrantes del paquete de control, sobre la composición de ese precio, sobre los objetivos perseguidos con la operación así como también se obligaba al nuevo accionista controlador a emitir una declaración sobre su intención de promover la cancelación de la cotización de las acciones de la compañía (*cf.* artículos 1, 3 y 6)¹¹.

En segundo lugar, con el fin de limitar las situaciones de *fechamento branco*, la CVM estableció que toda adquisición de acciones de una misma clase y de una misma sociedad superior al diez por ciento de aquellas que se encontraran en circulación debía realizarse, necesariamente, mediante la formulación de una oferta pública de adquisición que debía dirigirse a todos los accionistas de la sociedad cuando se adhirieran a la misma más de un tercio de los accionistas minoritarios. De esta manera se dificultaban las situaciones de iliquidez de las acciones toda vez que se proporcionaba a los accionistas minoritarios

información sobre el porcentaje de aquellos que habían aceptado la oferta, esto es, se les proporcionaba información razonablemente suficiente para poder saber si cabía la posibilidad de que, en caso de que no concurrieran a la oferta, la negociación de sus acciones en el mercado quedaría en manos del accionista controlador. De otro lado, en estos casos, al igual que ocurría en las operaciones de venta de control, se obligaba también al adquirente del control a informar sobre su intención de promover la cancelación de la cotización de las acciones. En el supuesto de que no manifestase esa intención, quedaba a obligado a mantener las acciones en cotización o, en sentido contrario, a no provocar el *fechamento del capital* durante un plazo de dos años.

En sede de *fechamento branco del capital*, la Instrucción 299/99 debía completarse con lo dispuesto en la anterior Instrucción 229/95, de 16 de enero de 1995 (*D.O.U.* de 30 de enero) que había sido promulgada estando aún vigente la obligación de formular ofertas públicas de adquisición en los supuestos de enajenaciones del control¹². Conforme a lo previsto en esta Instrucción 229/95, la cancelación de la cotización de las acciones de una sociedad únicamente podía llevarse a cabo si se cumplían dos requisitos previos. En primer lugar, era necesario que los socios de la sociedad aprobaran esta operación en una junta general extraordinaria convocada específicamente al efecto por mayoría absoluta del capital de la compañía con derecho a voto. Asimismo, también se exigía que los accionistas minoritarios que representaran al menos el sesenta y siete por ciento de las acciones en circulación aceptaran la oferta pública de adquisición formulada por el accionista controlador o que, en caso contrario, aceptaran expresamente la referida cancelación de la cotización de las acciones. De esta manera se limitaba seriamente la posibilidad de que cualquier accionista controlador solicitara la cancelación de la cotización de las acciones toda vez que, con estos límites, este «privilegio» quedaba reservado a los accionistas que poseyeran más del cincuenta y uno por ciento del capital con derecho a voto¹³.

¹¹ En este particular la Instrucción 299/99 estaba llamada a completar y ampliar las normas contenidas en las Instrucciones de la propia CVM 31/84 (*D.O.U.* de 14 de febrero) y 69/87 (*D.O.U.* de 11 de septiembre) en las que se imponían ciertos requisitos de información en operaciones que comportaran ventas de paquetes de control.

¹² Instrucción 229/95, de 16 de enero, de la CVM (*D.O.U.* de 30 de noviembre) en la que, en desarrollo de lo previsto en el art. 21 de la LMV, se regula la cancelación del registro o exclusión de la cotización de las acciones de compañías cotizadas.

En fin, antes que completar los dispositivos de la Instrucción 229/95, la Instrucción 299/99 se preparó y dictó con la finalidad de impedir que los accionistas controladores, aprovechando su posición monopolista en la creación de situaciones de iliquidez y el desconocimiento o falta de información de los accionistas minoritarios sobre el porcentaje de acciones en circulación, consiguieran la cancelación de la cotización de sus acciones simplemente acudiendo a la formulación de *opas* voluntarias en las que no tenía que manifestar su verdadero propósito y no se veían, por tanto, obligados a obtener el consentimiento de los accionistas minoritarios en los gravosos términos antes citados.

La Instrucción 299/99 presentaba, sin embargo, dos problemas. El primero de tipo práctico: su interrelación con los supuestos regulados en la Instrucción 229/95 no quedaba tan clara en el mercado como en el papel, lo que obligó a la CVM a dictar, en los albores de la aprobación de la reforma de la LSA del 2001, la Instrucción 345/2000, de 4 de septiembre (*D.O.U.* de 5 de septiembre)¹⁴. El segundo de tipo jurídico: la Instrucción presentaba un importante problema de legalidad toda vez la única disposición legal en la que se imponía a los accionistas controladores la obligación de formular *opa* cuando adquirieran el control de una sociedad se encontraba en el derogado artículo 254 de la LSA y, siendo ello así, a juicio de un sector significativo de la doctrina, la CVM carecía de apoyo normativo suficiente para obligar al accionista controlador a formular una *opa* o a tener que adquirir todas las acciones restantes en circulación¹⁵.

En fin, con estas Instrucciones la CVM trató de introducir mecanismos que atenuaran el importante número de operaciones realizadas en los últimos años con perjuicio de los accionistas minoritarios al socaire

de la derogación de la obligatoriedad de formular *opa* en los casos de cambios de control, en un momento, precisamente, en el que estas operaciones, por las razones antes apuntadas, alcanzaron en Brasil especial intensidad. Estas Instrucciones sirvieron, además, para concienciar al legislador, y al mercado en general, sobre la conveniencia de establecer mecanismos de protección de los accionistas minoritarios, para mantener vivo el debate sobre la necesidad de un régimen de *opa* obligatoria y, en fin, para sentar las bases de la reforma de la LSA acaecida en el año 2001.

5. LA REFORMA DE 2001

5.1. La nueva regulación legal

Dos fueron las razones principales que llevaron al legislador brasileño a reintroducir la obligación de formular ofertas públicas de adquisición de valores. En primer lugar, se quería dotar al mercado brasileño de estructuras y mecanismos que incrementaran la confianza de los inversores con el propósito último de estimular la aplicación del ahorro privado a la adquisición de acciones en bolsa y, por ende, de democratizar el mercado de valores fue, sin duda, una de las razones principales que llevó al legislador brasileño a reintroducir la obligación de formular ofertas públicas de adquisición de valores. En segundo lugar, convenía terminar definitivamente con la denominada práctica de *fechamento branco de capital*, que tanto perjuicio había causado a los accionistas minoritarios de las compañías cotizadas. Esta reintroducción de la *opa* obligatoria vino de la mano de la reforma de la LSA realizada con la promulgación de la antes citada Ley 10.303, de 31 de octubre de 2001, y se vio asimismo motivada por la conveniencia de terminar definitivamente con la denominada práctica de *fechamento en branco de capital*, que tanto perjuicio había causado a los accionistas minoritarios de las compañías cotizadas¹⁶.

¹³ Obviamente, los accionistas controladores que tuvieran una participación menor también podían solicitar la exclusión de la cotización de sus acciones pero para poder obtenerla era necesario que una parte de los accionistas minoritarios, mayor o menor, en función de la participación en el capital del controlador, estuvieran conformes con la misma. De esta manera, aún sin pretenderlo, la Instrucción 229/95 ayudó a mitigar significativamente los perjudiciales efectos derivados de la derogación del art. 254 de la LSA.

¹⁴ Un análisis exhaustivo del contenido de estas Instrucciones de la CVM puede verse en «Fechamento de capital: mercado, monopólio e regulação», en Carta Dynamo 28, 3er trimestre 2000, <http://www.dynamo.com.br>.

¹⁵ En este sentido se pronuncian A. Wald y L. Rangel de Moraes, «Da análise e da interpretação da Instrução CVM 299», *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, núm. 6 (1999), págs. 66 y ss. (en pág. 77).

¹⁶ En relación con las discusiones planteadas en el curso del proceso legislativo puede verse L.L. Cantidiano, *Reforma das SA...*, cit., pág. 13; también M. Carvalhosa y N. Eizirik, *A nova Lei das SA*, cit., págs. 7 a 29.

En efecto, empezando con las medidas introducidas al objeto de acabar con las situaciones de *fechamento branco de capital*, el artículo 4 § 4 dispone que únicamente podrá cancelarse la cotización de las acciones de una sociedad abierta cuando el accionista controlador, la propia sociedad afectada o la sociedad que, directa o indirectamente, la controle formule una *opa* destinada a adquirir la totalidad de las acciones en circulación. En la misma línea, el párrafo sexto de este mismo artículo 4 obliga a formular *opa* a los accionistas controladores que incrementen, de forma directa o indirecta, su participación accionarial en la compañía en un porcentaje que, a juicio de la CVM, dificulte o impida la liquidez de las acciones remanentes¹⁷.

En ambos supuestos, el precio ofrecido por el accionista controlador a los demás accionistas deberá ser un «precio justo» no inferior, en ningún caso, al precio que resulte de valorar la sociedad conforme a ciertos criterios expresamente previstos en la misma Ley¹⁸. Si finalizado el plazo fijado en la oferta quedaran en circulación menos del cinco por ciento del total de las acciones emitidas, la sociedad, previo acuerdo de la junta general, podrá rescatarlas depositando en un establecimiento financiero autorizado por la CVM, en favor de sus titulares, la cantidad que resulte de aplicar el precio pagado por las acciones adquiridas con motivo de la adhesión a la oferta.

En segundo lugar, y como se ha mencionado, la Ley 10.303 reintroduce la obligación de formular *opa* cuando se produzcan transmisiones del control accionarial. En concreto, conforme a la nueva redacción dada al artículo 254, la enajenación, directa o indirecta, del control de una compañía cotizada únicamente podrá realizarse bajo la condición suspensiva o resolutoria de que el adquirente se obligue a ofrecer a los titulares de acciones que reconozcan el derecho de voto su compra mediante la formulación de una *opa*. A estos efectos por venta de control debe entenderse la transferencia, de forma directa o indirecta: (i) de acciones integrantes del bloque de control¹⁹; (ii) de acciones vinculadas por acuerdos de accionistas; (iii) de valores mobiliarios convertibles en acciones con derecho a voto; y (iv) de la cesión de derechos de suscripción de acciones o de otros títulos y derechos relativos a valores mobiliarios convertibles en acciones que den lugar a la enajenación del control accionarial de la sociedad²⁰.

De la lectura de este precepto se desprende con claridad que no es preciso formular *opa* en todos los casos en los que se produzca una adquisición del control accionarial de una compañía cotizada, sino únicamente cuando la adquisición del control se produzca como consecuencia de una venta o enajenación del mismo. Así, aquel inversor o accionista que tenga interés en adquirir el control de una compañía

¹⁷ En este sentido no puede dejarse de mencionar que en el momento de introducirse la reforma de 1997 no existía ninguna norma equivalente al actual § 6 del art. 4 de la LSA (introducido por la reforma de 2001) ni similar al art. 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en la que se facultara a la CVM bien a exigir al accionista controlador la formulación de una *opa* cuando las acciones en manos de los accionistas mayoritarios redujeran significativamente su grado de liquidez o bien facultara u obligara a la CVM a suspender, como medida de protección, la cotización de las acciones de dicha compañía en casos de falta de liquidez.

¹⁸ A estos efectos, por precio justo debe entenderse un precio por acción, al menos, igual al que resulte de valorar la sociedad sobre la base de los criterios aplicados, combinada o independientemente, de patrimonio líquido contable, de patrimonio líquido valorado a precio de mercado, de flujo de caja descontado, de comparación por múltiplos, de cotización de las acciones o en base a otros criterios aceptados por la CVM (*cf.* art. 4 § 4). Asimismo, como medida de protección de los accionistas se prevé que los titulares de, al menos, el diez por ciento de las acciones con derecho a voto podrán requerir la convocatoria de una junta general cuya única finalidad será la de decidir si conviene o no solicitar una segunda evaluación del precio de compra ofrecido en la *opa* (*cf.* art. 4-A § 1).

¹⁹ Para algunos autores, la redacción del precepto legal no es muy afortunada ya que, leído literalmente, puede dar lugar a entender que la mera transferencia de acciones integrantes del bloque de control obliga a formular *opa* cuando, en realidad, esto únicamente ocurre cuando lo transferido es el propio control.

²⁰ El legislador ha adoptado una acepción amplia del término *alienação de controle acionário* en la que se incluyen las ventas directas del conjunto de las acciones que integran el bloque de control, bien se realicen de forma instantánea o por medio de sucesivos contratos de compraventa que acaben de *facto* por ocasionar una transmisión onerosa del control societario, y las enajenaciones indirectas derivadas, por ejemplo, de la transferencia del control de una sociedad que a su vez sea accionista controlador de una tercera sociedad. Sobre el particular puede verse M. Carvalhosa, *Oferta pública...*, cit., pág. 144 y M. Carvalhosa y N. Eizirik, *A nova Lei das SA*, cit., pág. 395.

y, a tales efectos, adquiera en bolsa por los cauces ordinarios del *ramassage* un número de acciones suficiente para conseguir tal control, no deberá formular una oferta pública de adquisición —aunque como se recordará podrá acudir a este mecanismo al objeto de facilitar, agilizar y centralizar la adquisición del control— toda vez que su toma de control no se habrá producido de forma derivativa, esto es, como consecuencia de su transmisión o venta por el anterior titular del paquete de control, sino *ex novo*.

La normativa brasileña ha optado, por tanto, por el establecimiento de un sistema de oferta pública de adquisición obligatoria en los casos de ventas de control, alineándose con la solución adoptada en las legislaciones de la mayor parte de los ordenamientos occidentales que han configurado la institución de las ofertas públicas a la luz de las enseñanzas del sistema británico previsto en el *City Code* por considerarlo más adecuado, bajo la perspectiva de la protección de los accionistas minoritarios, que las soluciones seguidas por otros países —como los Estados Unidos o Alemania— donde la *opa* se configura como mero mecanismo de utilización voluntaria para la adquisición de acciones cotizadas que permiten adquirir el control de una sociedad.

No puede decirse, sin embargo, que la reintroducción de la obligatoriedad de formular *opa* en los supuestos de tomas de control societario haya supuesto la recuperación, sin más, del texto original ni una asunción plena de los tradicionales principios de igualdad de trato de los accionistas y de participación equitativa de todos ellos en la prima de control sobre los que se erige esta figura. Antes bien, el legislador ha realizado una relectura de la misma a la luz de las razones que motivaron su derogación en 1997, lo que a la postre ha comportado una quiebra del citado principio de igualdad de tratamiento. En efecto, la conveniencia de hacer este tipo de operaciones más baratas al objeto de flexibilizar el mercado de control ha motivado que únicamente se obligue al accionista controlador a que garantice a los destinatarios de la *opa* —los titulares de las acciones con derecho a voto— el pago de un precio por sus acciones no inferior al 80% del precio pagado por cada acción con derecho a voto integrante del bloque de

control. Asimismo, en esta misma línea, se ha introducido una novedad interesante al permitir al adquirente que ofrezca a los destinatarios, como mecanismo substitutivo a la adquisición de sus acciones, la opción de permanecer en la compañía previo pago de una prima consistente en la diferencia entre el precio de mercado de sus acciones y el precio pagado por las acciones integrantes del bloque de control. Se trata ésta de una facultad que se ofrece al adquirente del control societario quien, en todo, caso sigue estando obligado a formular la *opa*. De esta manera se abarata la operación ya que el desembolso financiero del adquirente del control será menor al no tener que pagar el precio de la acción o, mejor, el 80 % del precio de la acción sino únicamente el de la prima de control. Desde el punto de vista del accionista minoritario estas dos operaciones son neutras ya que en ambos casos participa de la prima, en el primer caso, en una proporción menor que el legislador ha fijado en el 80% y, en el segundo, de la misma forma que el accionista controlador.

5.2. La Instrucción CVM 361

Bajo este contexto de reforma y espíritu de modernización de las normas reguladoras de las grandes compañías de capital y de democratización de los mercados de valores, la CVM promulgó el 5 de marzo la Instrucción 361.

Esta Instrucción regula el procedimiento aplicable a cualquier *opa*, obligatoria o voluntaria, efectuada al margen de los mercados oficiales de valores («*bolsa de valores ou de entidades de mercado de balcão organizado*»). La oferta se considera pública cuando se utilice cualquier medio de publicidad, incluida la correspondencia, los anuncios electrónicos u otros «esfuerzos de adquisición» (artículo 2.4). La CVM ha aprovechado la oportunidad, además, para clasificar, sistematizar y regular todas las cuestiones relativas a las diferentes modalidades de ofertas públicas de adquisición de valores derogando, de esta manera, las anteriores Instrucciones 229/95, 299/99 y 345/00.

Empezando por su clasificación, la Instrucción diferencia las *opas* obligatorias de las voluntarias en función de la necesidad de su formulación²¹. Entre

²¹ Téngase en cuenta en este sentido, que las *opas* voluntarias deberán registrarse en la CVM cuando se realicen mediante canje de valores y, en el caso de las *opas* competidoras, cuando la *opa* con la que compitan haya sido registrada.

las primeras se encuentran: (i) la denominada *opa para cancelamento de registro*, que es aquella —funcionalmente equivalente a nuestras *opas de exclusión* reguladas en el artículo 7 del Real Decreto 1191/1997— que debe ser formulada por el accionista controlador de una compañía cuando tenga interés en cancelar la cotización de las acciones de la sociedad (artículos 2.I y 16 a 25); (ii) la *opa para la consolidación de control* que es aquella que también debe formular el accionista controlador de una sociedad cuando incremente su participación en la misma mediante la adquisición, directa o indirecta, de una determinada clase o especie de acciones siempre que, como consecuencia de ello, se impida, a juicio de la CVM, la liquidez de la clase o especie de acciones adquiridas (artículos 2.II y 26 a 28)²² —esta *opa* podría asimilarse a la *opa* para la consolidación de control prevista en el artículo 1.4 del Real Decreto 1197/91—; y, finalmente (iii) la *opa* derivada de la enajenación o venta del control societario, que es aquella que necesariamente debe lanzar el accionista controlador cuando adquiera el denominado «paquete de control accionarial». Esta modalidad se correspondería con la oferta pública de adquisición formulada al objeto de adquirir una participación significativa en el capital de una sociedad cotizada regulada en el artículo 1 del Real Decreto 1197/91 —si bien entre ambas figuras existen diferencias sustanciales como, por ejemplo, que en el caso de Brasil la *opa* debe presentarse *ex post*, esto es, una vez adquirido el paquete de control, mientras que en el caso español, la *opa*, único vehículo admitido por el legislador para poder adquirir dicho control societario, debe formularse necesariamente antes de adquirir el referido control o, en segundo lugar, que en Brasil la obligación de formular *opa* no se vincula a la adquisición de una participación significativa de acciones con independencia de quién o quiénes sean los transmitentes de las mismas, sino a la venta de un paquete de control que necesariamente sólo podrá ser realizada por el accionista controlador—.

En segundo lugar, la Instrucción se ocupa de regular el procedimiento aplicable a las denominadas *opas voluntarias* o *residuales*. Entre estas se encuentran: (i) la *opa para la adquisición de control accionarial* que es

aquella que podrá formular cualquier accionista no controlador de la propia sociedad *opada* o cualquier tercero al objeto de adquirir un número de acciones suficientes para adquirir el control de la sociedad (artículos 2.V y 32) y (ii) otras *opas* que se formulen voluntariamente y que no deban sujetarse a lo dispuesto en la Instrucción 361 (artículo 2.IV). Por último, en desarrollo de lo previsto en el artículo 262 de la LSA, la Instrucción también contempla la posibilidad de formular *opas competidoras* que, al igual que ocurre en España, son aquellas *opas* formuladas por un tercero que pretende adquirir valores objeto de una *opa* ya registrada en la CVM o que se encuentren en proceso de registro. Las *opas competidoras* quedan sometidas a los mismos requisitos y procedimientos a los que se encuentren las *opas* con las que concurren, deberán ser lanzadas por un precio, al menos, cinco por ciento superior al ofrecido por el *opante* anterior y su formulación dejará sin efecto las declaraciones de aceptación efectuadas respecto de la oferta anterior (artículo 13).

La diferencia principal entre las *opas* obligatorias y las voluntarias se encuentra, obviamente, en la necesidad de su formulación y registro ante la CVM. Por el contrario, el procedimiento al que queda sometida su ejecución no varía sustancialmente.

El último criterio empleado en la Instrucción 361 para clasificar las *opas* es el que atiende a la contraprestación ofrecida y pagada por el adquirente (*cf.* artículo 6). Desde esta perspectiva, existen *ofertas de compra* en las que el pago del precio de la acción se realiza en moneda, *ofertas de CANJE*, en las que este pago se instrumentaliza mediante la entrega de otros valores mobiliarios admitidos o a admitir a negociación, *ofertas mixtas* en las que parte del pago se realiza en moneda y otra parte en valores mobiliarios y, finalmente, *ofertas alternativas* en las que queda a elección del destinatario de la *oferta* recibir el pago en moneda o en otros títulos.

5.3. Principios generales de la regulación de las *opas*

De forma similar a lo previsto en la reciente Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición

²² Según la interpretación efectuada por la CVM, basta que el accionista controlador adquiera una tercera parte de las acciones afectadas o, en el caso de que posea más de la mitad de las acciones emitidas por la compañía, un diez por ciento para que se entienda impedida la liquidez de las acciones.

(COM 2002, 534 final de 2 de octubre), tras delimitar su ámbito de aplicación, de clasificar los tipos de *opas* y, definir ciertos conceptos necesarios para la recta comprensión de la materia, la Instrucción enuncia una serie de principios que necesariamente deberán ser observados en todos los casos en los que se tenga que, o se pretenda, formular una *opa*. Entre estos, es común a lo previsto en la referida Propuesta de Directiva y en nuestro ordenamiento, en primer lugar, la necesidad de garantizar a todos los destinatarios de la oferta pública un tratamiento equitativo y de proporcionarles información adecuada sobre la sociedad, sobre el oferente así como sobre todos los elementos que sean necesarios para que puedan adoptar una decisión sobre la venta consciente y reflexiva (artículo 4.II).

Esta exigencia de tratamiento equitativo, que trae causa fundamentalmente de la consideración del control societario como un activo propio de la sociedad y, por ende, de todos sus accionistas y no únicamente de aquellos que realmente lo ostentan, así como también de una idea de «justicia distributiva» vinculada a la necesidad de asegurar la confianza de los inversores, no ha sido interpretada por el legislador brasileño en términos absolutos ni, en concreto, como una obligación del oferente de tener que adquirir las acciones de los destinatarios bajo las mismas condiciones y, fundamentalmente, a un mismo precio²³. Antes bien, como ha quedado expuesto, la LSA permite al oferente pagar a los aceptantes de la *opa*, en los casos en los que sean formuladas como consecuencia de la venta del control societario, un 20 % menos del precio pagado por las acciones integrantes del paquete de control. La Instrucción 361 incluso va más allá, pues admite en ciertos casos que el oferente fije precios diferentes en función de la clase y serie de acciones afectadas por la *opa* aunque como límite exige que esta fijación de precios diferenciados sea compatible con la modalidad de *opa* de que se trate y que se justifique en la valoración que se realice de la compañía o por argumentos aducidos por el oferente (*cf.* artículo 4.II y V).

El segundo lugar y como derivación del principio anterior, se establece que la oferta de adquisición deberá dirigirse indistintamente a todos los titulares de acciones de la misma clase y serie que las previamente adquiridas por el accionista controlador (*cf.* artículo 4.I). El sistema admite, por tanto, la posibilidad de limitar la *opa* a una única clase y serie de acciones. Esta limitación no es, con todo, posible en todos los casos y, concretamente, en las *opas* formuladas como consecuencia de operaciones de cambio de control y en las *opas* para la cancelación o exclusión del registro.

En efecto, en el primer caso, conforme a lo previsto en el artículo 254 de la LSA, la *opa* debe dirigirse a los titulares de acciones con derecho a voto entre los que se encuentran, a juicio de algún autor, no sólo los accionistas que tengan reconocido ordinariamente el derecho de voto sino también los titulares de acciones preferenciales que tengan estatutariamente negado tal derecho pero que, por causa de lo previsto en el artículo 111 § 1 de la LSA, lo hayan recuperado, siquiera temporalmente, al haber incumplido la sociedad durante tres ejercicios consecutivos con su obligación de pago de los dividendos fijos o mínimos a los que tuvieran derecho²⁴. De ser correcta esta interpretación habría quedado zanjada la polémica nacida al amparo del texto original de la LSA conforme al cual no quedaba claro si los titulares de acciones sin derecho a voto debían ser también destinatarios de la *opa*. El problema es que la CVM parece que no ha querido terminar con esta polémica ya que permite que la *opa* se dirija únicamente a los accionistas cuyos títulos les confieran el derecho de voto de forma plena y permanente y entre estos no se encuentran ciertamente los titulares de acciones preferenciales a los que se les haya negado este derecho en los estatutos sociales que, como se ha visto, sólo podrán ejercer el derecho de voto en casos de incumplimiento por la sociedad de la obligación de pago de los privilegios económicos que tengan reconocidos (*cf.* artículo 29).

A diferencia de lo que ocurre en el caso anterior, en las *opas para cancelación del registro* la *opa* debe

²³ Debe advertirse con todo que, a la luz de los comentarios de la doctrina brasileña, esta aplicación del principio de tratamiento equitativo en sede del precio ofrecido a los accionistas minoritarios no se ha debido tanto a un análisis profundo de las razones que subyacen en el tratamiento diferenciado de los accionistas que se encuentran en condiciones diferentes, cuanto a la ya mencionada necesidad de abaratar el mercado de control societario.

²⁴ En este sentido M. Carvalhosa y N. Eizirik, *A nova Lei das SA*, cit., pág. 392.

dirigirse, como no podía ser de otra manera, a todos los accionistas de la sociedad sin distinción. Asimismo, en el caso de que la sociedad haya emitido obligaciones (*debentures*) y siempre que los obligacionistas no se manifiesten expresamente en favor de la cancelación, la sociedad deberá rescatar todas aquellas que se encuentren en circulación o, una vez cumplido el plazo para proceder a dicho rescate, deberá depositar en un banco comercial una cantidad equivalente a su valor (*cf.* artículos 16 y 17).

El tercer principio recogido en la Instrucción es el de inmutabilidad e irrevocabilidad de las *opas* y, concretamente y en sintonía con lo que ocurre en ordenamientos como el nuestro —*cf.* artículo 22 del Real Decreto 1191/97— de las condiciones de adquisición de las acciones una vez se haya publicado el correspondiente folleto. Este principio no debe, sin embargo, interpretarse en sentido absoluto. La Instrucción 361 permite que se modifiquen las condiciones de la *opa* cuando, juicio de la CVM, se produzcan alteraciones sustanciales, posteriores e imprevisibles en las circunstancias existentes en el momento de su formulación que comporten un incremento relevante de los riesgos de la operación o cuando esta modificación vaya destinada a mejorar las condiciones de compra de los valores. Aun cuando no está expresamente mencionado, la aplicación de los principios generales antes mencionados debe llevar a que cualquier modificación de las condiciones de la oferta deba afectar de la misma manera a todos los destinatarios que se encuentren en las mismas condiciones.

La Instrucción 361 introduce finalmente cuatro principios, siendo los tres primeros verdaderas normas sustantivas, antes que principios generales. En efecto, conforme al primero de ellos, toda *opa* deberá realizarse y gestionarse a través de una sociedad gestora («*sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliarios*») o de una institución financiera con cartera de inversión a quien le corresponde auxiliar al oferente en todas las fases y actuaciones de la operación, asegurar que las informaciones por él proporcionadas sean verdaderas, consistentes, correctas y suficientes así como también, le corresponderá garantizar la liquidación financiera de la *opa* e, incluso en ciertos casos, el propio pago del precio de com-

pra (*cf.* artículos 4.IV y 7). En segundo lugar, la Instrucción recuerda que toda *opa* deberá efectuarse necesariamente mediante subasta efectuada en la bolsa o en cualquier otro mercado de valores oficial organizado en el que las acciones se encuentren admitidas a negociación. Esta subasta en bolsa o en mercado de valores oficial no será necesaria cuando se formulen *opas* voluntarias u *opas* destinadas a adquirir el control de una compañía que no estén sujetas a registro, para las cuales la CVM haya autorizado la posibilidad de utilizar un procedimiento diferente. La subasta debe formularse, en todo caso, de forma que se asegure la posibilidad de elevar el precio a pagar por las acciones y de extender este nuevo precio a todos los accionistas que aceptaron la venta de sus acciones bajo las condiciones originarias, así como también de forma que se permita la presentación de *opas* competidoras que comprendan la totalidad o parte de las acciones abarcadas por la *opa* originaria (*cf.* artículos 4.VII y 12).

En tercer lugar, la Instrucción 361 prevé, como cautela, que cuando la *opa* sea lanzada por la propia compañía²⁵, por el accionista controlador o por persona a él vinculada, el oferente deberá realizar una valoración previa de la sociedad *opada* a través de la institución intermediadora quien, a estos efectos, deberá disponer de un área especializada, debidamente equipada y con experiencia contrastada en la realización de este tipo de valoraciones de compañías cotizadas (*cf.* artículo 4.VI). Este informe deberá detallar los criterios empleados para la realización de esta valoración, los elementos de comparación que, en su caso, se hayan adoptado y también deberá mencionar, entre otras cuestiones, el precio medio ponderado de cotización de las acciones correspondiente a los últimos doce meses, el valor del patrimonio líquido por acción de la compañía y el valor económico de la compañía por acción calculado conforme a ciertas reglas de valoración contenidas en la propia Instrucción (*cf.* artículo 8).

Por último, la Instrucción permite la posibilidad de lanzar *opas* sujetas a condición siempre que su cumplimiento no dependa de un acto directo o indirecto del oferente o de personas vinculadas con él (*cf.* artículo 4.VIII).

²⁵ Quizás convenga aclarar que conforme a lo previsto en el art. 30.1.b) de la LSA, la sociedad puede adquirir acciones propias hasta ciertos límites siempre que éstas se mantengan en tesorería y sean posteriormente vendidas o amortizadas.

6. ÚLTIMAS CUESTIONES: ALGUNAS LAGUNAS Y CONCLUSIONES

Como se ha podido observar, el legislador brasileño ha optado claramente, aunque no sin cierto recelo, por alinearse con aquellos países que, bajo la pretendida necesidad de proporcionar a los accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas que, como es de todos sabido, acuden al mercado de capitales exclusivamente con finalidades de inversión, un tratamiento igualitario y, consiguientemente, por imponer un sistema de *opa obligatoria*. Concretamente, y como ocurre en nuestro ordenamiento, en los supuestos de transmisiones de paquetes de control, de consolidación del control societario y de cancelación de la cotización de las acciones. No han quedado comprendidas, sin embargo, la mera adquisición de paquetes significativos, incluso en los casos en que comportan la adquisición del propio control societario.

Este pretendido tratamiento igualitario admite alguna quiebra, fundamentalmente, en sede de la remuneración que deban recibir los accionistas minoritarios que concurran a las *opas* formuladas obligatoriamente en los casos de cambios de control. Con la finalidad de abaratar el mercado de control, el legislador permite que el accionista controlador adquiera estas acciones a un precio inferior al pagado por las acciones integrantes del paquete de control. Asimismo, se faculta al adquirente a que ofrezca a los destinatarios la posibilidad de permanecer en la compañía previa participación en la prima de control.

A diferencia de lo que ocurre en nuestra regulación sobre *opas* vinculadas a los cambios de control societario, en Brasil, la obligación de su formulación radica en la propia transmisión del control y no de su mera adquisición, esto es, en su adquisición *ex novo* derivada de la compra de acciones a diversos

accionistas minoritarios. Ello es así incluso en los casos en los que, gracias a las múltiples compras a accionistas minoritarios, el comprador consiga alcanzar —en términos empleados en el Real Decreto 1197/91— una participación significativa en el capital de la sociedad.

De otro lado, desde el punto de vista de los destinatarios las *opas* obligatorias deberán ser *totales* tanto en los casos en los que se formulen como consecuencia de un cambio de control —en cuyo caso, deberán ir dirigidas a todos titulares de acciones, títulos o valores mobiliarios que permitan, directa o indirectamente, ejercer el derecho de voto— como en los casos que se formulen con la finalidad de cancelar la cotización de las acciones —en cuyo caso deberán ir dirigidas a todos los accionistas con independencia de que sus títulos les reconozcan o no derecho de voto—. Por el contrario, las *opas por consolidación del control*, deberán abarcar únicamente la clase o serie de acciones cuya adquisición previa por el controlador motivó su formulación.

Las particulares características del mercado brasileño y la necesidad de poner freno a ciertas prácticas de los accionistas controladores en los últimos años han provocado, en fin, que esta nueva regulación se se hayan concentrado especialmente en la protección «tradicional» de los accionistas inversores y que se hayan dejado de lado ciertos temas, de candente actualidad en otros ordenamiento, como son, por ejemplo, la regulación de las medidas anti-*opa* y, particularmente, las normas destinadas a ordenar las actuaciones que deben adoptar o mejor, no adoptar, los órganos de administración de las sociedades opadas²⁶ —a pesar de que el artículo 263 de la LSA expresamente faculta a la CVM a «*expedir normas que disciplinem a negociação das ações objeto da oferta durante o seu prazo*»— u otros, más tradicionales, como son la necesidad de coordinar esta materia con las normas sobre defensa de la competencia.

²⁶ También es cierto que estas cuestiones se encuentran en parte cubiertas por las facultades de fiscalización que, con carácter general, se han otorgado a la CVM en la LMV. En concreto corresponde a la CVM controlar que las compañías *opadas* y, particularmente, sus administradores y controladores no realicen actos ilegales o «*práticas não equitativas*» lo que incluye la adopción de cualesquiera actuaciones que comprometan el patrimonio de la sociedad *opada* o los derechos de sus accionistas. Entre la escasísima literatura brasileña relativa a las medidas de defensa anti-*opa* y las competencias controladoras de la CVM frente a las actuaciones de los administradores de las sociedades *opadas*, véase F. Martins, *Comentarios à Lei das Sociedades Anónimas*, Forense, 1997, vol. 3, pág. 421, y M. Carvalhosa, *Comentarios à Lei...*, cit., págs. 231 a 234.