

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALS EN BRASIL

João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente de la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de Brasil

Índice

<i>Introducción</i>	<i>2</i>
<i>I. El Nuevo Marco Regulatorio de los Fondos de Inversión en Brasil: Panorama y Perspectivas</i>	<i>2</i>
<i>II. El Desarrollo del Mercado de Capitales y la Educación Financiera del Inversor</i>	<i>5</i>
<i>III. Del Crecimiento a la Madurez: la Trayectoria de la Bolsa en los Últimos 25 Años y las Perspectivas Futuras</i>	<i>11</i>
<i>IV. Evolución de la regulación del mercado de capitales</i>	<i>15</i>

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN BRASIL

João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente de la Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de Brasil

Introducción

A lo largo de los últimos 25 años, el Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (IIMV) ha desempeñado un papel importante en el fortalecimiento e integración de los mercados de capitales en la región iberoamericana. En conmemoración de su 25 aniversario, en esta edición histórica de la *Revista Iberoamericana de Mercado de Valores*, presentamos una visión integral sobre la evolución del mercado de capitales en Brasil, explorando cuatro áreas estratégicas que han sido fundamentales para el desarrollo y consolidación del sector.

En primer lugar, tratamos la transformación de los fondos de inversión, con énfasis en la reciente Resolución CVM nº 175/2022, que trajo innovaciones relevantes para la regulación y el funcionamiento de esta industria, fortaleciendo la confianza de los inversores y consolidando este vehículo como un importante instrumento de inversión colectiva. A continuación, abordamos los esfuerzos de la CVM y otras instituciones en el campo de la educación financiera, destacando las principales iniciativas orientadas a ampliar el conocimiento y la participación activa de los ciudadanos brasileños en el mercado de capitales.

Seguidamente, analizamos los cambios en las infraestructuras de mercado, destacando el papel de las bolsas de valores que, a lo largo de estas dos décadas y media, se han consolidado como pilares del sistema financiero nacional, impulsando la liquidez y la eficiencia del mercado. Finalmente, exploramos el continuo desarrollo de normativas que, al acompañar las innovaciones tecnológicas y las demandas del mercado, han contribuido al crecimiento sostenible y seguro del mercado de capitales en Brasil.

Con este artículo felicitamos al IIMV por sus 25 años, celebramos los logros pasados que marcaron un período de avances significativos en el mercado de capitales brasileño y reafirmamos la importancia de la actuación colaborativa del IIMV para impulsar el desarrollo del mercado de capitales en la región iberoamericana.

I. El Nuevo Marco Regulatorio de los Fondos de Inversión en Brasil: Panorama y Perspectivas

Los fondos de inversión han ocupado una posición destacada en el mercado de capitales brasileño, tanto desde la perspectiva de su tamaño, número de participantes, como por el volumen financiero movilizado. De acuerdo con datos consolidados¹, al final de diciembre de 2023, se alcanzó la cifra histórica de R\$ 8,3 trillones en patrimonio líquido bajo administración, lo que convierte a la industria de fondos de inversión brasileña en la sexta más grande del mundo en términos absolutos².

¹ ANBIMA. *Coletiva de fundos de investimento – Balanço 2023*. Disponible en: https://www.anbima.com.br/data/files/16/C5/32/4B/B63FC8108856BDC8EA-2BA2A8/PPT_Coletiva%20de%20Fundos_2023.pdf.

² IOSCO. *Investment Funds Statistics Report. 2023*. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD761.pdf>.

Números Generales de la Industria de Fondos en Brasil

		Dez/22	Dez/23	Varição no período
Patrimônio Líquido		7,5 tri	8,3 tri	11,5 %
Captação Líquida Acumulada ⁽²⁾		-129,0 bi	-127,9 bi	N/A
Nº de Contas ⁽¹⁾		34.505.223	37.402.133	8,4 %
Nº de Fondos		28.941	30.624	5,8 %
Gestores ⁽¹⁾		910	991	8,9 %

Fuente: ANBIMA³

Legalmente, un fondo de inversión es una comunidad de recursos constituida en forma de condominio de naturaleza especial, destinada a la inversión en activos financieros, bienes y derechos. Esta estructura permite a los inversores aportar sus recursos en una cartera diversificada de inversiones, con acceso a administración y gestión profesionales, proporcionando oportunidades de rentabilidad y liquidez a cambio del capital invertido.

La expansión y consolidación del segmento de fondos de inversión en el escenario nacional se debe, en gran medida, a los esfuerzos convergentes de revisión y modernización de su marco regulatorio, con el objetivo de simplificar los procedimientos y reducir los costos de cumplimiento. El presente estudio tiene como objetivo proporcionar un breve análisis descriptivo de la evolución del régimen de los fondos de inversión en Brasil, que culminó con la emisión del nuevo marco regulatorio introducido por la Resolución CVM nº 175/2022, con el fin de trazar perspectivas para este importante mercado regulado.

• La evolución de la regulación de los fondos de inversión en Brasil

La Ley nº 4.728 del 14 de julio de 1965, que introdujo el mercado de capitales y estableció medidas para su desarrollo, constituye el primer marco legal que formaliza la disciplina de los fondos de inversión en el país. Inicialmente, de acuerdo con dicha Ley, los mercados financieros y de capitales serían regulados por el Consejo Monetario Nacional y supervisados por el Banco Central de la República de Brasil.

El art. 50 de la Ley nº 4.728/1965 creó la figura de los fondos en condominios de títulos o valores mobiliarios, cuya administración de la cartera de inversiones correspondía a sociedades de inversión, con la observancia de las normas generales trazadas por el Consejo Monetario Nacional. La legislación también preveía un papel preponderante para el Banco Central en la regulación de los fondos, encargándose de autorizar previamente el funcionamiento de las sociedades de inversión responsables de la administración de las carteras y de registrar a los auditores independientes de los fondos.

³ ANBIMA, Op. Cit.

Los fondos en condominio emergieron como importantes vehículos para captar recursos destinados a la inversión en activos financieros, contribuyendo al crecimiento de diversos segmentos de la economía nacional. Incluso se vislumbraba, en aquella época, su papel como instrumento para la implementación de proyectos y políticas públicas orientadas al desarrollo del país, en la medida en que facilitaban la movilización de recursos de ahorro popular para la capitalización de las empresas brasileñas.

No por otra razón, el Decreto-Ley nº 157 del 10 de febrero de 1967 concedió varios incentivos fiscales y otros beneficios para facilitar la capitalización de empresas. Según dicho Decreto-Ley, los recursos recibidos por las instituciones financieras debían invertirse de acuerdo con la diversificación a la que estaban sujetos los “Fondos de Inversión”, debiendo aplicarse exclusivamente en la compra de acciones o de obligaciones convertibles. En esa línea, en 1974 se crearon el Fondo de Inversiones del Nordeste (FINOR) y el Fondo de Inversiones de la Amazonia (FINAM), comprometidos a fomentar el desarrollo regional.

Con la emisión de la Ley nº 6.385/1976 y sus posteriores enmiendas, la regulación y supervisión de los fondos de inversión pasó a ser ejercida por la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

En el ejercicio de su competencia a lo largo del tiempo, la CVM emitió diversas normativas y orientaciones que buscaban sistematizar la constitución, administración, funcionamiento y divulgación de información de los fondos de inversión. En este sentido, destaca el marco regulatorio de la Instrucción CVM nº 555, de 17 de diciembre de 2014, que incorporó mejoras en la regulación de los fondos de inversión, permitiendo que la industria se desarrollara tanto en números como en complejidad. Además, la Instrucción CVM nº 558/2015 avanzó en los deberes y responsabilidades para el ejercicio profesional de la administración de carteras de valores mobiliarios.

- **Resolución CVM nº 175/2022: cambios y perspectivas**

La Resolución CVM nº 175/2022 es una amalgama de una normativa general y de treinta y ocho normativas dispersas que fueron simplificadas y sistematizadas en una única norma, consistente en una parte general complementada por Anexos Normativos que contienen reglas específicas aplicables a cada categoría de fondo.

La metodología adoptada en la elaboración de la norma es innovadora, en la medida en que permite la actualización dinámica, cuando sea necesario, con modificaciones puntuales en las Normas Generales y/o mediante la creación o sustitución de los Anexos Normativos, manteniendo la unicidad del marco regulatorio.

En términos materiales, la Resolución CVM nº 175/2022 incorpora diversos avances en la regulación de los fondos de inversión en Brasil, incluidos algunos derivados de sugerencias y demandas del propio mercado.

Destaca, por ejemplo, el reconocimiento de que el administrador y el gestor son prestadores de servicios esenciales para el funcionamiento del fondo, con atribuciones y responsabilidades bien definidas y equilibradas a partir de las definiciones aportadas en la Resolución. La contratación de terceros puede ser realizada tanto por el administrador como por el gestor, debiendo contar con un análisis y selección previos y rigurosos del contratado.

Otro punto relevante es la posibilidad de creación de clases y subclases dentro de un mismo fondo. El reglamento del fondo de inversión puede prever la existencia de diferentes clases de participaciones con derechos y obligaciones distintos, debiéndose constituir un patrimonio segregado para

cada una de ellas. A su vez, las subclases pueden diferenciarse por el público objetivo, los plazos y las condiciones de amortización y de rescate, así como por las tasas de administración y gestión, e incluso por la tasa máxima de distribución de ingreso y de salida.

En efecto, la estructura de múltiples clases tiene como objetivo aumentar la eficiencia operativa de los fondos, permitiendo la creación de productos de inversión con diferentes estrategias sin la necesidad de constituir vehículos separados.

La norma también estipula obligaciones de divulgación separada de las tasas de administración, gestión y la tasa máxima de distribución, en beneficio de la transparencia de los fondos ante sus partícipes, permitiendo que estos tomen decisiones de inversión con mayor fundamento.

Finalmente, destaca la equiparación de créditos de descarbonización (CBIOs) y de créditos de carbono a activos financieros, siempre que formen parte de un sistema de registro y liquidación financiera de activos autorizado por la CVM o el Banco Central de Brasil; o que sean negociados en mercados organizados administrados por entidades autorizadas por la CVM. Tal medida tiende a impulsar la concreción de la denominada Agenda Verde, creando oportunidades para inversiones en activos sostenibles.

Los criptoactivos también se equiparan a activos financieros bajo el nuevo marco regulatorio, lo que fomenta la integración de la criptoeconomía en el mercado regulado y permite la fiscalización y supervisión por entidades autorizadas de las operaciones realizadas. Esto contribuye a prevenir prácticas abusivas e ilícitas en el mercado, como el lavado de dinero, la financiación del terrorismo y la proliferación de armas de destrucción masiva.

En resumen, la Resolución CVM nº 175/2022 aporta modernización e innovación al entorno regulatorio de los fondos de inversión en Brasil, con el objetivo de simplificar los procedimientos, empoderar a los inversores y reducir los costos de cumplimiento para los participantes del mercado.

En general, se espera que la norma contribuya al funcionamiento eficiente del mercado de fondos de inversión, ampliando el protagonismo de la industria en el desarrollo de la economía nacional. Además, tras el período de adaptación a las nuevas normas, se espera la inclusión de nuevos participantes en el mercado de capitales, lo que aumentaría la atracción de los fondos como oportunidades de inversión y soluciones para la capitalización de recursos.

II. El Desarrollo del Mercado de Capitales y la Educación Financiera del Inversor

Los canales de relación con el inversor de la CVM (Comisión de Valores Mobiliarios) existen desde 1977, con la creación de su canal de atención al público y centro de consultas, pero fue a partir de 1998, con la creación del Programa de Orientación y Defensa del Inversor - PRODIN, cuando la CVM unió los pilares de información, orientación y educación de forma más efectiva.

Esta historia se intensificó con la fuerte evolución del mercado de capitales brasileño desde principios de los años 2000, período en el que Brasil alcanzó la calificación de *Investment Grade*, tuvo récords de Ofertas Públicas Iniciales) hasta ese momento, y más de medio millón de brasileños ingresaron en la Bolsa, aumentando significativamente la necesidad de canales de orientación, protección y educación para los inversores.

La CVM y su área educativa experimentaron la revolución que vivió el mercado con la introducción de la negociación electrónica, del *home broker*, el crecimiento de las áreas de relaciones con inver-

sores, los foros de discusión en Internet y, más recientemente, el desafío regulatorio y educativo que representó la proliferación de influencers.

Durante estos 25 años, la CVM se ha adaptado a los tiempos, comenzando con atenciones presenciales y distribución de publicaciones impresas, organizando circuitos de conferencias en universidades, organizaciones públicas y ferias como Expomoney, y migrando gradualmente hacia la atención en línea, que se volvió más prominente después de los años de pandemia.

Para resaltar esta historia, dividiremos las acciones del área educativa de la CVM, representada por el SOI, Superintendencia de Orientación al Inversionista y Finanzas Sostenibles (nombre actual), entre movimientos regulares y estructurales.

- **Movimientos Regulares**

1. Publicaciones

Desde el inicio de su actuación educativa, como complemento a la atención y protección al inversor, la CVM promovió la creación y distribución de publicaciones con temas de interés para los inversores.

A lo largo de estos 25 años, fueron más de 3 docenas de publicaciones, cada una de las cuales respondía a la necesidad de su tiempo, como la publicación en 2004 sobre la reciente “negociación en línea” y la revolución de los *home brokers*, los manuales sobre Fondos de Inversión Inmobiliaria, y los actuales sobre criptoactivos.

Según los informes públicos de gestión de la CVM, se distribuyeron más de 800.000 publicaciones físicas de los hasta entonces llamados “cuadernos CVM”. Estas publicaciones tuvieron un papel esencial en un período en que nuestro mercado era más analógico.

2. Ferias y eventos presenciales

Hasta 2016, la CVM mantenía un circuito universitario activo, época en la que los funcionarios recorrían todo Brasil llevando conocimiento sobre la CVM y el mercado de capitales a profesores y estudiantes.

En el período de 2004 a 2016, cuando el circuito tuvo mayor presencia en las acciones educativas, se realizaron más de 200 eventos en prácticamente todos los estados del país.

La CVM también participó en las ediciones de la feria Expomoney, que buscaba llevar conocimiento sobre el mercado fuera de los centros prioritarios de Río de Janeiro y São Paulo.

3. Acuerdos de cooperación técnica

Buena parte de la estructura necesaria para el desarrollo del área educativa de la CVM fue construida con el apoyo de acuerdos de cooperación con entidades del mercado, como ANBIMA, B3, APIMEC, PLANEJAR, IBRI, IBGC, entre otras, que ayudaron a promover cursos, conferencias, herramientas en línea, viabilizaron eventos, publicaciones y muchas otras iniciativas.

- **Movimientos Estructurales**

Llamamos “movimientos estructurales” a aquellos que cambiaron la forma de actuar del área educativa de la CVM y ayudaron a moldear la realidad actual del ecosistema de educación financiera en el país.

1. COREMEC – FBEF

La CVM coordinó, de noviembre de 2007 a mayo de 2009, el Grupo de Trabajo instituido por COREMEC (Comité de Regulación y Fiscalización de los Mercados Financieros de Capitales, Seguros, Previsión y Capitalización) para redactar la propuesta de la Estrategia Nacional de Educación Financiera, formalmente instituida en Brasil en diciembre de 2010 por el Decreto Presidencial nº 7.397, con el objetivo de promover y fomentar la cultura de la educación financiera en el país.

En 2020, el Decreto nº 10.393 instituyó la nueva Estrategia Nacional de Educación Financiera (ENEF) y el Foro Brasileño de Educación Financiera (FBEF), cuya finalidad es promover la educación financiera, de seguros, previsional y fiscal en el país.

El Foro está compuesto por representantes de los siguientes órganos y entidades: I - Banco Central de Brasil; II - Comisión de Valores Mobiliarios; III - Superintendencia de Seguros Privados; IV - Secretaría del Tesoro Nacional; V - Secretaría de Previsión del Ministerio del Trabajo y Previsión; VI - Superintendencia Nacional de Previsión Complementaria; VII - Secretaría Nacional del Consumidor del Ministerio de Justicia y Seguridad Pública; VIII - Ministerio de Educación.

El FBEF es responsable de organizar y viabilizar el mayor evento de educación financiera del país, la Semana ENEF (SENEF), que ya está en su 11ª edición y contó con una edición especial en 2024 para Rio Grande do Sul, en apoyo al estado para enfrentar los efectos de las inundaciones de mayo.

2. Comité Consultivo de Educación de la CVM

Creado en 2006, a través de la Deliberación CVM Nº 498/06, el Comité es hoy una de las principales herramientas para la habilitación de proyectos educativos de la CVM. Su composición actual incluye la participación de las siguientes entidades: ABRASCA, ANBIMA, ABCripto, PLANEJAR, ABVCAP, APIMEC Brasil, ANCORD, B3, IBGC e IBRI.

Fue el Comité quien creó e hizo posible *el Programa TOP* de educación para profesores universitarios. Desde su creación, ya se han realizado 26 ediciones del Programa TOP Mercado de Capitales, además de ediciones adicionales sobre temas específicos como derivados, planificación financiera personal y análisis de inversiones.

El Comité también es uno de los principales responsables de la viabilidad de la SENEF (Semana Nacional de Educación Financiera) y de otros dos eventos internacionales que organiza la CVM en Brasil: la Semana del Inversor Mundial (*World Investor Week*, WIW) y la Semana Global del Dinero (*Global Money Week*, GMW).

Adicionalmente, el Comité promueve también el Premio de Prensa sobre Educación al Inversor, que en septiembre de 2024 entregó los premios a los ganadores de su 17ª edición.

3. Comité 8 (C8) IOSCO y Semana del Inversor Mundial (World Investor Week)

El C8 fue instituido por la IOSCO en 2013 para abordar temas relacionados con la protección y educación de los inversores minoristas. En esa ocasión, los presidentes de las Comisiones de Valores de Ontario (Canadá) y de Brasil (CVM) fueron elegidos líderes del grupo de trabajo.

La CVM asumió la presidencia de este Comité en enero de 2016, siendo el primer regulador de un mercado emergente en presidir uno de los comités de políticas de la IOSCO, todos hasta entonces liderados por reguladores de países con mercados más desarrollados. En octubre de 2016, la CVM fue reelegida para continuar hasta 2018, y luego obtuvo un nuevo mandato hasta 2020.

Un importante hito de la presidencia de la CVM al frente del C8 fue la creación de la WIW (Semana del Inversor Mundial). El proyecto piloto se lanzó en 2017, y la WIW se promueve en más de 100 países miembros de la IOSCO, y actualmente está en su 8ª edición.

El objetivo de esta iniciativa es aumentar la conciencia sobre la importancia de la educación financiera y la protección de los inversores a través de la definición de temas y mensajes principales que deben explorarse de manera coordinada en todo el mundo.

- **Visión de futuro**

No es posible hacer justicia a tanta historia en tan pocas palabras, pero resumiendo al máximo, es importante hablar sobre la visión de futuro que la CVM proyecta para su actuación en el área educativa.

1. Proyectos educativos para escuelas

Desde 2010, la CVM ha llevado a cabo iniciativas educativas dirigidas a las escuelas. Comenzó con un proyecto piloto en 891 escuelas en 2010, que culminó en un aprendizaje interno y en la creación, en 2022, de un material completo para todos los años de la educación primaria, en colaboración con el SEBRAE.

Hoy en día, la CVM está trabajando en un esfuerzo conjunto entre el FBEF, el Comité Consultivo y otros socios para desarrollar un material específico para la educación secundaria, con previsión de lanzamiento para 2026.

2. Integración de esfuerzos públicos y privados

A partir de la reestructuración del área en 2023, el enfoque de la SOI (Superintendencia de Orientación a los Inversores y Finanzas Sostenibles) ha sido la promoción de la integración de los esfuerzos de las entidades públicas (FBEF) y los socios privados (Comité Consultivo y socios de los Acuerdos de Cooperación) para ganar velocidad y calidad en los materiales y en las iniciativas, además de la racionalización de los costos. En la SENEf de 2024, ANBIMA lanzó un proyecto en esta dirección, para mapear estos esfuerzos en todos los niveles y luego publicarlos y aprovechar las sinergias.

3. Inclusión y diversidad

La CVM comprende que la población tiene diferentes necesidades en cuanto a educación financiera, y busca promover la creación de materiales y propuestas específicos para poblaciones en situa-

ción de vulnerabilidad. En 2024, por ejemplo, la CVM inició un proyecto de desarrollo de material específico de educación financiera para pueblos originarios, con el apoyo de la Corporación Andina de Fomento (CAF), con expectativa de conclusión para 2026.

Existe una cantidad enorme de talentos, recursos, buena voluntad y proactividad en el ecosistema de promoción de la educación financiera, y la CVM entiende que la búsqueda de sinergias y conexiones naturales entre los participantes será el motor de la diferencia que necesitamos hacer en el país. Este es, por lo tanto, el propósito que nos guiará en los próximos años, así como el estudio y la aplicación de herramientas tecnológicas para fomentar la educación financiera en un mundo cada vez más digital.

• Finanzas Sostenibles

En los últimos 25 años, el tema de la sostenibilidad ha evolucionado en el mercado de capitales brasileño, pasando de ser un enfoque puramente voluntario y accesorio a convertirse en una prioridad en las prácticas regulatorias y operacionales de las empresas que cotizan en bolsa. La Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) ha ido desarrollando e implementando gradualmente un conjunto de normas que incorporan criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), buscando alinearse con las mejores prácticas internacionales, siempre manteniendo el equilibrio entre el costo del cumplimiento regulatorio y la necesidad de transparencia en la información relevante para los diversos *stakeholders*.

A finales de la década de 1990, la sostenibilidad aún era un concepto emergente en el mercado de capitales, especialmente en Brasil. Las primeras iniciativas estaban centradas en prácticas voluntarias de responsabilidad social empresarial, con algunas empresas adoptando informes socioambientales de manera no obligatoria. A medida que los inversores institucionales internacionales comenzaron a exigir más transparencia respecto al impacto ambiental y social de las empresas, la sostenibilidad empezó a ganar relevancia entre las compañías brasileñas. De esta forma, el mercado de capitales brasileño comenzó a abrirse a las prácticas internacionales de gobernanza corporativa y transparencia, aunque sin una regulación específica enfocada en la sostenibilidad.

A partir de los años 2000, la sostenibilidad comenzó a consolidarse como una cuestión relevante en el mercado de capitales brasileño, con la creación del Índice de Sustentabilidad Empresarial (ISE) por la B3, lo que incentivó la adopción de prácticas más transparentes y responsables, promoviendo el compromiso de las empresas con los principios ASG.

En 2009, la CVM emitió la Instrucción CVM 480 (revocada por la Resolución CVM 80), que creó el Formulario de Referencia, exigiendo la presentación de información relevante de manera estructurada. El Formulario de Referencia, en su primera versión, incluía algunas informaciones con aspectos ASG de manera modesta. En 2014, la CVM creó un ítem exclusivo en el Formulario de Referencia para información socioambiental, en el que se preguntaba a las empresas si divulgaban información socioambiental⁴, bajo qué metodología, si las informaciones eran auditadas o revisadas por una entidad independiente, y dónde podían encontrarse.

No obstante, la regulación en torno a los ASG aún era limitada, y el papel de la CVM era más incentivar buenas prácticas que exigir la adopción de estándares de sostenibilidad.

Posteriormente, en 2017, la CVM creó el Laboratorio de Innovación Financiera (LAB)⁵ en asociación con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Asociación Brasileña de Desarrollo (ABDE). El

⁴ <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst552consolid.pdf>

⁵ <https://labinovacaofinanceira.com/category/publicacoes/page/6/>

LAB actúa a través de Grupos de Trabajo formados por diversos *stakeholders* que, apoyados por consultores especialistas, elaboran estudios, difunden conocimiento, formulan pilotos y contribuyen con sugerencias regulatorias sobre temas relacionados con la innovación y las finanzas sostenibles.

En 2020, la CVM adoptó una postura más activa en la agenda de sostenibilidad, alineándose con las discusiones internacionales sobre finanzas sostenibles al emitir la Resolución CVM 14⁶ sobre el Relato Integrado. El Relato Integrado es un informe conciso sobre cómo la estrategia, la gobernanza, el desempeño y las perspectivas de una organización, en el contexto de su entorno externo, conducen a la creación de valor a corto, mediano y largo plazo, incluyendo factores socioambientales.

En línea con un esfuerzo global por mejorar las reglas obligatorias y la transparencia en relación con el tema, el Formulario de Referencia fue modernizado en 2021 mediante la Resolución CVM 59, que amplió las exigencias informativas relacionadas con cuestiones sociales, ambientales y climáticas, permitiendo a los inversores una visión más clara del impacto de las empresas en estos aspectos (perspectivas de riesgos y oportunidades).

En términos de etiquetado, la CVM emitió las resoluciones 60⁷, 160⁸ y 175⁹, estableciendo reglas más estrictas para activos y operaciones autodenominadas sostenibles, ASG o términos relacionados.

Finalmente, en 2023/2024, se destacan dos iniciativas importantes para el mercado de capitales brasileño:

- La emisión de la Política de Finanzas Sostenibles de la CVM¹⁰, con efectos internos en la organización, consolidando el carácter transversal del tema entre las superintendencias y creando un Plan de Acción con metas claras, objetivas y medibles para el desarrollo eficiente de las finanzas sostenibles en el ámbito del mercado de capitales.
- La convergencia de las normas del *International Sustainability Standards Board* (ISSB) al marco regulatorio nacional. La Resolución CVM 193¹¹ permite, de forma voluntaria, a partir de 2024 para empresas cotizadas en bolsa, fondos de inversión y compañías de securitización, la elaboración y divulgación de un informe de informaciones financieras relacionadas con la sostenibilidad, basado en el estándar internacional (IFRS S1 y S2). Este será obligatorio para empresas cotizadas en bolsa a partir de 2026.

La CVM continúa trabajando para que el mercado de capitales brasileño sea una herramienta relevante para financiar el desarrollo sostenible. En este sentido, incluso las empresas más pequeñas están en la agenda de la CVM. En 2024, la CVM sometió a consulta pública un marco regulatorio específicamente destinado a empresas más pequeñas, caracterizado por menores exigencias impuestas a estas compañías, denominado FACIL - Ambiente Experimental de Facilitación del Acceso al Capital y de Incentivos a Listados¹².

Esta iniciativa se alinea con los ODS 10, de reducción de las desigualdades, y los ODS 8, de promoción del crecimiento económico sostenido, ya que, al crear un entorno regulatorio más accesible,

6 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol014.pdf>

7 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol060consolid.pdf>.

8 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol160consolid.pdf>.

9 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol175consolid.pdf>

10 https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/portarias/anexos/PortariaPTE2023_010.pdf.

11 <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol193.pdf>.

12 https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2024/sdm0124_Edital_11_9.pdf

la CVM crea condiciones más equitativas de acceso a financiamiento para las empresas más pequeñas.

La CVM cree que el compromiso con criterios ambientales, sociales y de gobernanza no es solo una tendencia, sino un camino irreversible para el desarrollo sostenible de las empresas y del mercado en su conjunto. Este movimiento no solo genera valor económico, sino que también crea un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente.

La CVM reconoce también los desafíos que acompañan esta evolución. La capacitación de los diversos actores del mercado es fundamental para asegurar que las nuevas exigencias sean atendidas de manera eficaz. Las métricas de sostenibilidad deben implementarse con rigor, asegurando que los informes y compromisos sean genuinos y no simples discursos vacíos. El combate al *greenwashing*, por ejemplo, es una prioridad. Las prácticas de sostenibilidad deben ser reales, consistentes y alineadas con una ética de transparencia.

III. Del Crecimiento a la Madurez: la Trayectoria de la Bolsa en los Últimos 25 Años y las Perspectivas Futuras

La historia de las bolsas de valores en Brasil se remonta al siglo XIX, con el inicio de la organización de la actividad de corretaje de valores, en particular en Río de Janeiro. Desde entonces, la evolución de la actividad de intermediación refleja las profundas transformaciones económicas e institucionales del país, que han seguido tanto el escenario interno como las tendencias globales. Brasil ha pasado por importantes reformas económicas, crisis internacionales y domésticas, y el mercado de capitales no ha sido ajeno a estos cambios.

Las bolsas han participado activamente en este proceso e incluso fueron pioneras en algunas iniciativas, como la desmaterialización de títulos, que se aceleró en la década de 1970. Sin embargo, en especial en los últimos 25 años, hubo una aceleración de las transformaciones, tanto en términos de negocios y estructura de la actividad de intermediación, como en lo que respecta a la regulación de la bolsa de valores y otras infraestructuras de mercado, como los depositarios centrales, las entidades de compensación y liquidación, y más recientemente, los registradores de valores mobiliarios.

Al inicio del siglo XXI, Brasil estaba cosechando algunos de los beneficios traídos por el “Plan Real”, una serie de medidas económicas implementadas a partir de 1994, que trajeron estabilidad monetaria y un mayor control de la inflación al país. Se trata de un marco institucional importante para el desarrollo del mercado de capitales brasileño, ya que la alta inflación y su imprevisibilidad dificultaban la planificación de inversiones a largo plazo, algo esencial para la salud del mercado accionario.

Aprovechando esta mayor estabilidad, a finales de 1999, las nueve bolsas de valores que existían en Brasil en ese momento anunciaron el inicio de un proceso de reestructuración e integración de sus actividades. Las más relevantes hasta ese momento eran la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) y la Bolsa de Valores de Río de Janeiro (BVRJ), mientras que las demás tenían una participación limitada, con un volumen reducido de operaciones.

Tras la consolidación, Bovespa se quedó responsable exclusivamente de la negociación de títulos privados, principalmente acciones, mientras que la BVRJ asumió el papel de centralizar las negociaciones de títulos públicos, que anteriormente se realizaban solo en el mercado OTC. Esta reestructuración se llevó a cabo mediante la emisión y posterior intercambio de títulos patrimoniales entre los miembros de las bolsas, lo que permitió que los corredores de una bolsa tuvieran acceso también a los mercados operados por la otra.

Entre los factores que impulsaron este proceso de consolidación, destaca la competencia de bolsas internacionales, especialmente tras la proliferación de los American Depositary Receipts (ADRs) de empresas brasileñas, que comenzaron a cotizar en el exterior. La competitividad de las bolsas brasileñas también se veía perjudicada por la menor liquidez del mercado interno y por los mayores costes operacionales, en parte debido a la incidencia de tributos sobre las transacciones, como la Contribución Provisional sobre Movimientos Financieros (CPMF).

El cambio en la estructura del mercado fue acompañado por una modernización de la regulación aplicable a las bolsas. Anticipándose a un movimiento en este sentido por parte de las propias bolsas existentes (que hasta entonces estaban constituidas como asociaciones sin fines lucrativos), en el año 2000 se emitió la Resolución CMN n.º 2.690, que permitió que las bolsas de valores también pudieran constituirse como sociedades anónimas, autorizando así el proceso que se conoció como “desmutualización”, una tendencia observada en ese momento en el exterior, pero que aún no se había implementado en el país.

También es de esa época la creación del Sistema de Pagos Brasileño (SPB), tras la promulgación de la Ley n.º 10.214 en 2001. Fue una iniciativa que anticipó en algunos años las necesidades que, en otros países, se hicieron más evidentes con la crisis del *subprime* en la segunda mitad de esa década. La ley otorgó competencia al Banco Central de Brasil y a la Comisión de Valores Mobiliarios para regular la actuación de las cámaras y de los proveedores de servicios de compensación y liquidación, incluyendo temas como la necesidad de identificación y control del riesgo sistémico, la compensación multilateral, las contrapartes centrales, los mecanismos y salvaguardias necesarias para la actuación de estas entidades, entre otros temas relacionados.

A pesar de la existencia de autorización regulatoria desde el año 2000, el proceso de desmutualización de las bolsas se materializó a partir de 2007. En el caso de la Bolsa de Mercancías & Futuros S.A. (BM&F), su operación como entidad con fines lucrativos comenzó en octubre de 2007. En el caso de Bovespa S.A., sus actividades como sociedad anónima comenzaron en agosto de 2007.

El cambio en la forma jurídica de las bolsas fue acompañado por la regulación: en 2007 se emitió la Instrucción CVM n.º 461, que actualizó el marco normativo aplicable, especialmente a la luz de los desafíos traídos por la desmutualización. La nueva norma modernizó la organización y el funcionamiento de las bolsas, exigiendo reglas de gobernanza mejoradas que equilibraran adecuadamente el interés público con el objetivo de lucro. Se prestó especial atención a la necesidad de garantizar una mayor transparencia y protección para los inversores, con una mayor eficacia en el funcionamiento de la autorregulación. La Instrucción CVM n.º 461 también admitió una nueva forma de funcionamiento para las entidades administradoras de mercados de balcón organizado (una categoría diferente de bolsa de valores), que ahora podían ofrecer no solo los servicios de negociación electrónica de valores mobiliarios (a través de sistemas centralizados y multilaterales o mediante el uso de *market makers*), sino también los servicios de registro de operaciones previamente realizadas (*trade repositories*, en el lenguaje actual).

Un importante elemento de transformación que comenzó en la década de 2000 fue la intensificación de la introducción de nuevas tecnologías que facilitaron el acceso de pequeños inversores a la bolsa. Con la creación y popularización de los accesos al sistema de negociación por medio de Internet (*home broker*), el acceso al mercado accionario, antes restringido a grandes inversores institucionales, fondos de pensiones e inversores de mayor tamaño, se convirtió en una realidad para pequeños inversores. Estos ahora podían comprar y vender acciones de manera más sencilla y con costos más bajos, lo que impulsó la democratización del acceso al mercado brasileño, haciéndolo accesible a un número mucho mayor de inversores.

Entre otros beneficios, la negociación electrónica permitió un gran aumento en el número de transacciones realizadas en el mercado brasileño, aunque cada operación en promedio involucraba valores más bajos.

En términos de cambios legislativos, también es importante señalar que el inicio de la década de 2000 estuvo marcado por la promulgación de la Ley n.º 10.303/2001 y la Ley n.º 10.411/2002, que promovieron importantes cambios en el mercado local. Entre ellos, la transferencia de la competencia normativa sobre la organización, funcionamiento y operaciones de las bolsas de valores y de las bolsas de mercancías y futuros, que pasó del Consejo Monetario Nacional a la Comisión de Valores Mobiliarios.

Posteriormente, un evento destacado fue la fusión entre Bovespa y BM&F en 2008, creando BM&FBOVESPA. La operación consolidó la posición de Brasil como uno de los mayores mercados de capitales de América Latina, integrando el mercado de acciones (administrado por la primera) con el mercado de derivados (a cargo de la segunda). Poco menos de diez años después, hubo una nueva operación de integración de actividades, esta vez entre BM&FBOVESPA y la Central de Custodia y Liquidación Financiera de Títulos Privados - Cetip S.A., responsable de la negociación y registro de títulos privados. Esta nueva integración resultó en la creación de la actual B3 S.A., que ahora concentra la negociación de activos financieros en Brasil. B3 se ha convertido en una de las mayores bolsas del mundo en términos de valor de mercado, ampliando su portafolio de servicios y productos, incluyendo acciones, derivados, renta fija y tipos de cambio.

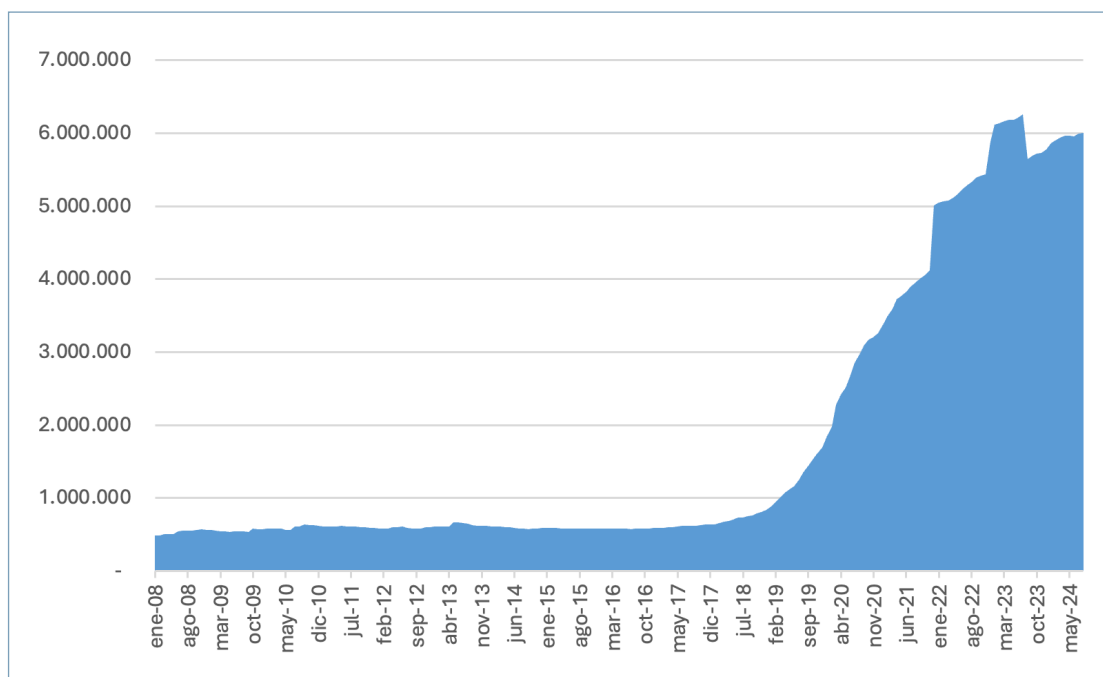
Durante la década de 2000, también se lanzó el “Nuevo Mercado”, una iniciativa similar a la observada en otras jurisdicciones. Se trata de un segmento especial de cotización en la bolsa que exige a las empresas listadas cumplir con estándares más elevados de gobernanza corporativa. Entre las exigencias se encuentran la emisión de acciones con derecho a voto, la mayoría de miembros independientes en el consejo de administración, un mayor nivel de transparencia en la divulgación de información al mercado, entre otras iniciativas.

El “Nuevo Mercado” resultó ser un éxito y ha pautado el estándar de gobernanza para las empresas brasileñas hasta la actualidad, atrayendo a empresas que buscan diferenciarse en el mercado y a inversores que demandan mayor seguridad y transparencia. Este segmento diferenciado de cotizadas creció y se convirtió en el principal estándar de gobernanza para las grandes empresas brasileñas. También ayudó a consolidar una cultura de gobernanza corporativa en Brasil, llevando a muchas empresas a adoptar prácticas más transparentes y éticas en su gestión.

Con la crisis del *subprime* y la posterior emisión de los *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMIs), Brasil comenzó a adaptar su marco legal y regulatorio a los nuevos paradigmas internacionales, especialmente en lo que respecta a los sistemas de pago, las cámaras de compensación, los depositarios centrales y los registradores de títulos (*trade repositories*) y la necesidad de contrapartes centrales. Además de numerosas mejoras en la regulación del Banco Central de Brasil y la CVM, en 2013 se promulgó la Ley n.º 12.810, que reforzó la competencia de ambas autoridades para la regulación de las actividades de depósito centralizado y de registro de activos financieros y valores mobiliarios.

Dado que Brasil adopta un sistema de identificación del inversor final en la depositaria central, se observa que el número de cuentas en los sistemas de depósito centralizado, aunque se mantuvo estable a lo largo de los años, experimentó un crecimiento vertiginoso tras la pandemia. Esto es reflejo de una gran entrada de nuevos inversores individuales en el mercado de capitales, una tendencia de crecimiento que probablemente se mantendrá en los próximos años:

Número de Cuentas en la Depositaria Central



Reflejando las transformaciones observadas globalmente y las evoluciones ocurridas en el mercado brasileño, en 2022 la CVM emitió la Resolución CVM n.º 135, que pasó a ser la nueva norma que regula las actividades de las bolsas y los mercados OTC organizados en Brasil. Su promulgación estuvo guiada por la necesidad de introducir mayor competencia en el mercado, al admitir, por ejemplo, la posibilidad de negociar grandes lotes de valores mobiliarios fuera de los sistemas mantenidos por la bolsa; promover el perfeccionamiento de las reglas relativas al deber de mejor ejecución (*best execution*), especialmente en la coexistencia de sistemas de negociación competidores que cuenten con los mismos activos; exigir la sincronización de los horarios de los diversos sistemas de negociación; y permitir la creación de segmentos específicos de negociación y listado, entre otros.

Aunque de forma gradual, la competencia en el mercado brasileño comienza a hacerse presente, no solo debido a los cambios legales y regulatorios, sino también por la propia dinámica del mercado. Además de B3, otras entidades obtuvieron autorizaciones para operar en el país como administradoras de mercados organizados, aptas para ofrecer servicios de registro de operaciones previamente realizadas con valores mobiliarios (*trade repositories*). Tal fue el caso de CSDBR - Central de Servicios de Registro y Depósito para los Mercados Financieros y de Capitales S.A. en mayo de 2020; de BBCE Balcão Brasileiro de Comercialização de Energia S.A. en junio del mismo año; y de CRT4 - Central de Registro de Títulos y Activos S.A. en octubre del año siguiente. También se estableció como depositaria central Laqus Depositária de Valores Mobiliários S.A. en diciembre de 2020.

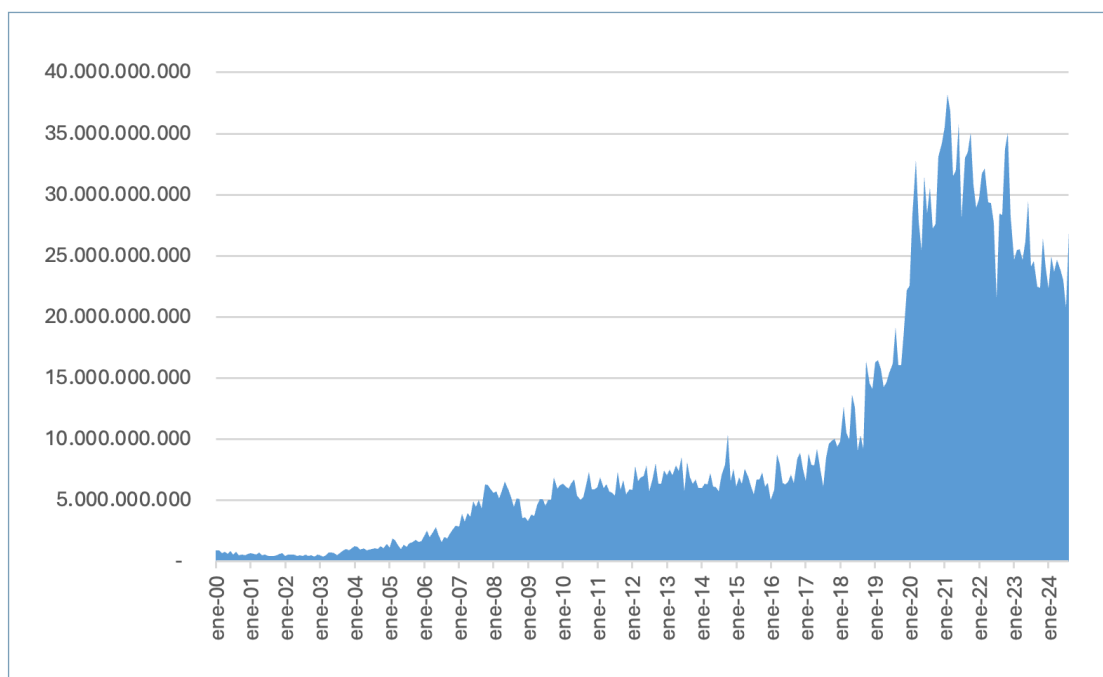
Aunque no todas estas nuevas entidades compitieron con B3 en todos los segmentos desde el principio de sus actividades (pues todas ellas comenzaron con la actuación en determinados nichos), se espera que a largo plazo la introducción de la competencia promueva una reducción de costos de los servicios, una mejora en la calidad de los mismos, un aumento de la eficiencia del mercado, una diversificación de productos y servicios, el fomento a la innovación y un mayor acceso al mercado con productos financieros más asequibles para pequeños y medianos inversores.

Sin embargo, las iniciativas de modernización no se agotaron con la Resolución CVM n.º 135/2022. Posteriormente, la CVM promovió una audiencia pública para recibir comentarios sobre la flexibi-

lización de los límites de participación en el capital de las bolsas. También continuó sus estudios sobre la posibilidad del uso de la internalización por parte de las corredoras de valores, una técnica aún no autorizada en el país, pero que merece un análisis cuidadoso para identificar sus ventajas y desventajas comparativas.

En términos de volumen negociado, aunque con algunas oscilaciones, los últimos 25 años han presentado un crecimiento constante y continuo del volumen negociado en el mercado de acciones:

Volumen Medio Diario en el Mercado al Contado de Acciones (R\$)



El desempeño del Ibovespa (el principal índice bursátil de Brasil) a lo largo de estos 25 años refleja el crecimiento del mercado local, aunque afectado puntualmente por las crisis financieras globales observadas durante ese tiempo. En 1999, el Ibovespa cerró en torno a los 17.000 puntos. Sin embargo, con el crecimiento de la economía brasileña durante los años 2000, impulsado por el *boom* de las *commodities* y el aumento de la confianza de los inversores, el índice llegó a superar los 70.000 puntos en 2008, antes de la crisis global. Tras la crisis, el Ibovespa volvió a crecer, pero fue nuevamente afectado por la recesión de 2014-2016, cayendo a unos 40.000 puntos.

A partir de 2017, la bolsa brasileña inició un nuevo ciclo de alza, impulsado por reformas económicas, como la reforma laboral y las expectativas sobre la reforma previsional. En 2019, el Ibovespa superó por primera vez la marca de los 100.000 puntos y, a pesar de las turbulencias causadas por la pandemia en 2020, el índice alcanzó picos históricos de más de 130.000 puntos en 2021, reflejando la entrada de nuevos inversores y la recuperación económica global. En este año 2024, el Ibovespa se mantiene en el nivel de los 130.000 puntos.

IV. Evolución de la regulación del mercado de capitales

Es admirable el desarrollo del mercado de capitales brasileño a lo largo del siglo XXI bajo parámetros tanto cualitativos como cuantitativos. En este período, la participación del ahorro público se

volvió fundamental para el desarrollo socioeconómico del país (que en última instancia es la función económica clásica de un mercado de capitales); aumentó el profesionalismo y el uso de tecnología por parte de los agentes y las infraestructuras del mercado; los productos y operaciones se volvieron mucho más diversos y sofisticados, además de mejor controlados y valorados; y, aunque de forma oscilante, el volumen de emisiones primarias y de negociaciones de activos en mercados secundarios creció vertiginosamente.

En apoyo a los agentes privados en el desarrollo del mercado brasileño, así como cumpliendo mandatos legales, la CVM ha trabajado incansablemente en la modernización de la regulación bajo su responsabilidad, lo que incluye también el alineamiento de las reglas locales con las mejores prácticas de los mercados más desarrollados.

Además, considerando que apoyar el desarrollo del mercado de capitales local no consiste únicamente en producir normas, sino también en ejercer lo que comúnmente se denomina *soft-power*, la CVM, a pesar de sus notorias limitaciones, participa activamente en foros y grupos de trabajo dedicados al mercado de capitales tanto en Brasil como en el extranjero. Es miembro fundador del Laboratorio de Innovaciones Financieras - LAB y sus funcionarios están constantemente presentes en seminarios y conferencias para los que el regulador es invitado.

Los activos negociados en nuestro mercado en los años 90 eran básicamente valores mobiliarios emitidos por empresas que cotizaban en bolsa (con un gran volumen dedicado a acciones de empresas de economía mixta), derivados de bolsa y fondos de inversión en acciones. Un mercado muy por debajo de las posibilidades del país.

Las pocas emisiones de títulos de deuda corporativa eran vistas por los inversores como *buy-to-hold*, por lo que en la práctica no existía un mercado secundario de renta fija. Existían contratos de inversión colectiva ofrecidos al gran público sin que estos activos fueran considerados valores mobiliarios por la ley, por lo tanto, no estaban sometidos a la regulación del mercado. Las escasas operaciones de titulización hasta entonces estructuradas eran extremadamente ineficientes: debían ser conducidas a través de sociedades de propósito específico que emitían obligaciones con garantía del flujo de ingresos que respaldaba la operación, lo que generaba complejidades formales y operativas.

Es necesario reconocer que ya existía una industria de fondos de inversión, pero los fondos inmobiliarios (FII) eran un producto exótico que ni siquiera los agentes de mercado solían conocer; las operaciones de *private equity & venture capital* se realizaban a través de empresas cerradas de participación, no a través de fondos de inversión en participaciones (FIP); los fondos multimercado no tenían sentido porque la renta fija, la variable y tipo de cambio eran segmentos que no se mezclaban en un solo vehículo de inversión; y los fondos de inversión en derechos crediticios (FIDC) ni siquiera existían.

La liquidez del mercado brasileño dependía casi exclusivamente de los inversores extranjeros. En esa época, era común que las empresas brasileñas emitieran ADRs (*American Depositary Receipts*) para ser negociados en Nueva York, pero, aunque existía una norma que regulaba este producto (Instrucción CVM 255 de 1996), en la práctica no existían BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*) que facilitaran la exposición de los inversores locales, incluso los institucionales, a emisores en el extranjero.

Para los más veteranos, el actual mercado de capitales brasileño parece un “Nuevo Mundo”. Mucho ha cambiado, y desde la perspectiva del regulador, además del Plan Real, es posible señalar un hito temporal para el inicio de la resignificación y reposicionamiento del mercado.

A principios del siglo XXI, en 2001, la Ley nº 10.303 modernizó la Ley nº 6.385 de 1976, creando las bases técnico-formales para que el mercado brasileño comenzara a madurar. En virtud de esta ley, entre otras novedades, el mercado de derivados fue formalmente incorporado al mercado de valores mobiliarios, bajo la competencia de la CVM; las participaciones de los fondos de inversión pasaron a ser consideradas valores mobiliarios independientemente de la política de inversiones del fondo; los contratos de inversión colectiva fueron reconocidos como valores mobiliarios en una versión adaptada localmente del *Howey Test*; y el uso de información privilegiada en operaciones de mercado fue tipificado como delito. En la misma línea, y para hacer frente a este nuevo escenario, se reforzó la competencia normativa de la CVM, la cual ha sido utilizada de manera efectiva.

También en 2001 se emitió la Instrucción CVM 356, que regulaba las actividades de los FIDC, un paso decisivo en el desarrollo de una industria de titulización en Brasil, que configuró el inicio de una mayor aproximación entre las pequeñas y medianas empresas (PME) y el mercado de capitales. En 2002, fue el turno de la Instrucción CVM 359, que reguló las actividades de los fondos de inversión en índices de mercado, conocidos en Brasil como ETF (*Exchange Traded Fund*), un producto de gestión pasiva que ganó la preferencia de los inversores minoristas y que actualmente permite exposición a riesgos de las más diversas naturalezas.

El año 2003 fue prolífico en la producción de normativas. En apoyo a la creación del Nuevo Mercado por parte de la bolsa, la CVM emitió la Instrucción CVM 400, que modernizó una legislación datada de los años 80 referente a las ofertas públicas de distribución de valores mobiliarios, haciéndolo de forma coherente con las prácticas de los mercados más desarrollados. Ese mismo año, la CVM emitió también la Instrucción CVM 391, que regula los FIP, un vehículo destinado a la inversión de capital y participación en el proceso decisorio de empresas no cotizadas. La CVM daba un nuevo paso en la aproximación entre las PME y el mercado de capitales.

Además, en 2003 también se destacó por la emisión de la Instrucción CVM 409, que regula el funcionamiento de los fondos de inversión, especialmente los fondos de renta variable, de renta fija, cambiarios y multimercado. Esta normativa ha sido tan exitosa que varios de sus disposiciones aún hoy son parte fundamental de la regulación de estos vehículos de inversión colectiva en Brasil.

En 2004, la CVM emitió la Instrucción CVM 414, que trata sobre el registro de compañías abiertas para empresas securitizadoras de créditos inmobiliarios y de la oferta pública de distribución de *Certificados de Recebíveis Imobiliários* (CRI). El mercado pasó a contar entonces con un nuevo activo de titulización destinado al financiamiento del sector inmobiliario. La ahora pujante industria de titulización brasileña comenzó a crecer a partir de los CRI y los FIDC.

En 2005, la CVM se ocupó del registro de inversores no residentes para operar en el mercado brasileño, intentando facilitar el proceso dentro de los límites impuestos a la Comisión. En 2006, la CVM emitió el Plan Contable de los Fondos de Inversión (COFI), dotando así a esta industria de una estandarización en cuanto al reconocimiento, valoración y registro de la información patrimonial del fondo, un paso fundamental para ofrecer al público inversor una comparabilidad entre diferentes fondos.

En 2007, se emitió otra normativa contable importante, la Instrucción CVM 457, que regula la elaboración y divulgación de los estados financieros de las empresas, alineando formalmente nuestra regulación con el estándar contable internacional emitido por el *International Accounting Standards Board* (IASB). Aún en 2007, mirando hacia las plataformas en las cuales se negocian los activos, la CVM publicó la Instrucción 461, modernizando la disciplina aplicable a la constitución, organización y funcionamiento de las bolsas de valores, bolsas de mercancías y futuros, y mercados de OTC organizados en Brasil.

Los FII (Fondos de Inversión Inmobiliaria) comenzaron a despegar con la emisión de la Instrucción CVM 472 en 2008. En un movimiento bien calculado, pero audaz para la época, la CVM amplió la definición de “emprendimientos inmobiliarios” para incluir también activos financieros destinados al financiamiento del sector inmobiliario. El éxito de los FII en términos de popularidad, que hoy es fácilmente verificable, demuestra el acierto de esa acción inicial.

En 2009, la CVM dio un paso decisivo en la facilitación del acceso de las empresas a los recursos del ahorro público mediante la emisión de la Instrucción CVM 476, que regula las ofertas públicas de valores mobiliarios distribuidas con esfuerzos limitados de colocación y la negociación de esos valores en mercados regulados. Operaciones que no alcanzaban al público en general, pero que tampoco eran privadas, ganaron una normativa que las hacía mucho más eficientes. En consonancia con el movimiento realizado mediante la Instrucción CVM 476, en 2010 el regulador modernizó las reglas que regulaban el régimen informativo de las empresas cotizadas mediante la Instrucción CVM 480.

Dado todo lo expuesto anteriormente, se puede concluir que, en la primera década del siglo XXI, la actividad normativa de la CVM tuvo un fuerte carácter desarrollista, alcanzando la creación y modernización de productos, regímenes informativos para los inversores, normas contables, infraestructuras de mercado y conductas de agentes. Todo ello con el objetivo de aumentar la similitud del mercado brasileño con el mercado global, dentro de los límites previstos por nuestra legislación.

En 2011, la Comisión emitió la Instrucción CVM 504, que establecía que los FIDC debían enviar información sobre sus activos al Sistema de Informaciones de Créditos (SCR) del Banco Central de Brasil, un movimiento interesante desde la perspectiva de la cooperación entre supervisores del Sistema Financiero Nacional, especialmente dado que ocurrió tras la “Crisis Económica de 2008”, originada por la creación de créditos de mala calidad. El hito destacado del año 2012 fue la Instrucción CVM 521, que regulaba la actividad de calificación de riesgo crediticio (*rating*) en el ámbito del mercado de valores mobiliarios.

El año 2013 trajo dos normativas que merecen ser resaltadas. Mediante la Instrucción CVM 531, el regulador dio un “freno de ajuste” en la industria de FIDC, como forma de lidiar con una serie de problemas ajenos al mercado ocurridos en esta industria, que estaban generando pérdidas para los inversores y deteriorando la credibilidad de esta categoría de fondo. De esta forma, la CVM mostró que, a pesar de su misión de promover el desarrollo del mercado brasileño, también podía ser conservadora si la situación lo exigía estratégicamente. Por otro lado, en ese mismo año, se emitió la Instrucción CVM 539, que imponía a los agentes del mercado el deber de verificar la adecuación de los productos, servicios y operaciones al perfil del cliente.

Lo más destacado en el bienio 2014-2015 fue la actividad de administración de recursos de terceros: en 2014, la Instrucción CVM 555 modernizó la regulación de los fondos de inversión (financieros); y en 2015, la Instrucción CVM 558 modernizó la regulación del servicio de administración de carteras de activos, abarcando tanto la administración fiduciaria como la gestión de recursos.

En el bienio 2016-2017, se puede destacar la emisión de dos importantes normativas. En 2016, se publicó la Instrucción CVM 578, que actualizó la regulación de los FIP (Fondos de Inversión en Participaciones). En 2017, se emitió una gran innovación: la Instrucción CVM 588, dedicada a la distribución de valores mobiliarios emitidos por pequeñas empresas mediante plataformas electrónicas de inversión participativa.

El comúnmente denominado *equity crowdfunding* exigió a la CVM coraje para otorgar una serie de flexibilizaciones regulatorias, y fue una nueva acción normativa del regulador para aumentar la participación de las pequeñas y medianas empresas (PME) en el mercado de capitales, esta vez a

través de una intervención más directa y audaz. Con base en los datos y hechos conocidos hasta entonces, a pesar de reconocer los riesgos extraordinarios inherentes a las soluciones de *crowdfunding*, el regulador ya promovió flexibilizaciones en el producto mediante las Resoluciones CVM 88 y 158, ambas de 2022. La diferencia de 70 números entre estas dos normativas evidencia la frenética actividad normativa de la CVM durante la pandemia de COVID-19, otorgando diversas dispensas y flexibilizaciones.

En 2018, con base en la experiencia técnica y jurisprudencia administrativa desarrollada a lo largo del tiempo, la Comisión dio un nuevo paso en el fomento de la industria de securitización mediante la Instrucción CVM 600, dedicada a los *Certificados de Recebíveis do Agronegócio* (CRA). El año 2019 estuvo marcado por la emisión de la Instrucción CVM 617, que regula la prevención del lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo (PLDFT) específicamente en el ámbito del mercado de capitales (en 2021, la Resolución CVM 50 incluyó el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, alterando la sigla a PLD/FTP).

El año 2020 marca un nuevo avance de la CVM en términos de técnica regulatoria asociada al fomento de la innovación. Mediante la Instrucción CVM 626, la Comisión creó su entorno regulatorio experimental (*sandbox regulatorio*), en el que efectivamente se están llevando a cabo experimentos, todos con carácter innovador y, por lo tanto, potencialmente beneficiosos para la eficiencia del mercado en su conjunto: agentes, inversores y reguladores. Esta técnica regulatoria permite que la CVM promueva un equilibrio entre las iniciativas de los agentes de mercado y la protección de los inversores.

En 2021, la CVM dio su primer paso más decisivo, en términos de normatividad, para fomentar el segmento de mercado que se ha denominado Finanzas Sostenibles, a través de la Resolución CVM 59, que incorporó al régimen informativo de las compañías abiertas datos cuantitativos y cualitativos sobre la temática ESG. El regulador actuó así por considerar que esta cuestión está relacionada con la competitividad del mercado brasileño frente a la competencia global, especialmente a largo plazo.

En 2021, la CVM también emitió la Resolución CVM 60, conocida como el Marco Regulatorio de la Securitización, un título justo para una norma que consolidó toda la regulación y jurisprudencia de la CVM sobre securitización en un único cuerpo, compuesto por una regla general universalmente aplicable y reglas específicas, que varían en función del respaldo de la operación de securitización. Ese mismo año se publicó la Resolución CVM 35, estableciendo un renovado conjunto de normas y procedimientos a ser observados en la intermediación de operaciones realizadas en el mercado de capitales.

Ya en 2022, la Comisión emitió la Resolución CVM 67, que, por un lado, hizo más coherente su proceso normativo, lo que incluyó la incorporación formal de la necesidad de realizar análisis de impacto regulatorio sobre las normas propuestas por el regulador. Esta acción aporta previsibilidad a la actuación normativa de la CVM; *accountability* sobre la actuación del organismo en este ámbito; y la posibilidad de que los agentes de mercado se planifiquen mejor para lidiar con la agenda regulatoria (cuya publicación anual es otra exigencia de la norma).

También en 2022, la CVM emitió la Resolución CVM 175, complementada posteriormente por las Resoluciones 181, 184 y 187 (todas de 2023), un trabajo que resultó en una profunda modernización de la regulación de los fondos de inversión inmobiliaria, lo que solo fue posible gracias al respaldo proporcionado por la Ley de Libertad Económica que, entre otras disposiciones, definió de manera clara y precisa que la CVM tiene la competencia para regular los fondos de inversión en bienes y derechos de cualquier naturaleza. La Resolución CVM 175, que hoy consta de una regla general y 12 anexos normativos, permitió sistematizar mejor la aplicación de las reglas entre dife-

rentes categorías de fondos, reduciendo así las hipótesis de arbitraje regulatorio y conduciendo a la derogación de 38 instrucciones.

Cabe destacar que las restricciones impuestas a los FIDC por la Instrucción CVM 531 fueron finalmente flexibilizadas en el ámbito de la edición del Anexo Normativo II de la Resolución CVM 175, lo que ocurrió en reconocimiento de la madurez de todo el mercado, incluyendo al regulador, que se sintió cómodo permitiendo que este sofisticado producto pueda llegar al sector minorista, aunque con algunas limitaciones.

Entre innumerables otras innovaciones, la Resolución CVM 175 mejoró la transparencia de la información proporcionada sobre la remuneración de los prestadores de servicios de los fondos de inversión. El tema de la divulgación de la remuneración continuó con las Resoluciones CVM 178 y 179, normas dirigidas a la distribución de valores mobiliarios en general, no solo a las participaciones de fondos. Ambas reglas fueron publicadas a principios de 2023 y, en última instancia, están destinadas a posibilitar, a través del suministro de datos, que los inversores -particularmente el sector minorista- puedan tomar decisiones de inversión más reflexivas.

En 2023, el espíritu innovador continuó guiando la actuación normativa del regulador, nuevamente alcanzando el tema ESG. A través de la Resolución CVM 193, la Comisión dispuso sobre la elaboración y divulgación del informe de información financiera relacionada con la sostenibilidad, basado en los estándares internacionales emitidos por el *International Sustainability Standards Board* (ISSB). Así, los estándares internacionales comúnmente denominados S1 y S2 pasaron a integrar la regulación brasileña, en un movimiento pionero de la CVM frente a sus pares, que solo fue posible gracias al pragmatismo técnico con el que el organismo aborda el tema.

El mercado de capitales se materializa en un entorno naturalmente creativo, dinámico e innovador, por lo que el trabajo de emisión de normas de sus reguladores nunca se detiene. A la fecha de finalización de este artículo, ya en 2024, es posible destacar dos nuevas iniciativas de la CVM. Desde la perspectiva de la creación de productos, cabe resaltar la emisión de reglas específicas para los fondos de inversión en las cadenas productivas del agronegocio - FIAGRO, conforme al Anexo Normativo VI de la Resolución CVM 175, que prevé la existencia de una especie de fondo multimercado del agronegocio. Este vehículo de inversión colectiva dedicado al agronegocio tiene el potencial de igualar, e incluso superar, el desempeño de los FII en términos de volumen y popularidad.

Además, en otra iniciativa para facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas (PME) al mercado de capitales, el año 2024 trae la consulta pública del régimen de Facilitación del Acceso a Capital y de Incentivo a Listados - FÁCIL, un régimen que tiene como objetivo facilitar que las empresas de menor tamaño se registren en la CVM, de manera más ágil y menos burocrática.

La misión de la CVM, según se expone en su planificación estratégica, es “velar por el funcionamiento eficiente, la integridad y el desarrollo del mercado de capitales, promoviendo el equilibrio entre la iniciativa de los agentes y la efectiva protección de los inversores”. La evolución de la regulación del mercado brasileño demuestra que la Comisión está atenta a su misión.