

Implementación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas de capital cerrado:  
el caso italiano

Carlo Angius

MBA - Maestría en Administración de Empresas  
Colegio de Estudios Superiores de Administración - CESA

Bogotá  
2021

Implementación de prácticas de gobierno corporativo en las empresas de capital cerrado: el caso italiano

Autor  
Carlo Angius

Tutores  
María Andrea Trujillo y Alexander Guzmán

MBA - Maestría en Administración de Empresas  
Colegio de Estudios Superiores de Administración - CESA

Bogotá  
2021

Imperare sibi maximum imperium est, per aspera ad astra.

A Paolo e Maria Tea, genitori meravigliosi.

## Contenido

Resumen.....	1
<b>1. Introducción .....</b>	<b>2</b>
<b>1.1 Pregunta de investigación.....</b>	<b>6</b>
<b>1.2 Objetivo general.....</b>	<b>7</b>
<b>1.3 Objetivos específicos .....</b>	<b>7</b>
<b>2. Estado del arte.....</b>	<b>7</b>
<b>3. Marco teórico .....</b>	<b>22</b>
<b>3.1 Marco legal italiano: evolución histórica .....</b>	<b>29</b>
<b>3.1.1 El sistema legal italiano: conceptos básicos.....</b>	<b>29</b>
<b>3.1.2 Los primeros requerimientos mínimos de gobierno corporativo (1942) .....</b>	<b>31</b>
<b>3.1.3 Modernización de los requerimientos (1998- 2008).....</b>	<b>33</b>
<b>3.1.4 Una reforma del código penal cambia las reglas del juego (2001) .....</b>	<b>35</b>
<b>3.1.5 Cambios radicales de los requerimientos mínimos y responsabilidad civil (2017-2019) .....</b>	<b>39</b>
<b>3.2. Requerimientos mínimos legales vigentes de gobierno corporativo en Italia .....</b>	<b>42</b>
<b>3.2.1 Sociedades por acciones de capital cerrado: junta directiva .....</b>	<b>42</b>
<b>3.2.2 Sociedades por acciones de capital cerrado: ambiente de control .....</b>	<b>43</b>
<b>3.2.3 Sociedades por acciones de capital cerrado: revelación de información.....</b>	<b>43</b>
<b>3.2.4 Società a Responsabilità Limitata: junta directiva .....</b>	<b>44</b>
<b>3.2.5 Società a Responsabilità Limitata: ambiente de control.....</b>	<b>44</b>
<b>3.2.6 Società a Responsabilità Limitata: revelación de información .....</b>	<b>46</b>
<b>4. Metodología .....</b>	<b>46</b>
<b>4.1 La muestra y las fuentes .....</b>	<b>51</b>
<b>5. Resultados.....</b>	<b>53</b>
<b>5.1 Diagnóstico: cumplimiento del código de la Borsa Italiana .....</b>	<b>53</b>
<b>5.2 Diagnóstico: los códigos de ética .....</b>	<b>56</b>
<b>5.3 Hallazgos.....</b>	<b>59</b>
<b>6. Conclusiones .....</b>	<b>62</b>
<b>6.1 Recomendaciones para la legislación colombiana.....</b>	<b>66</b>
Referencias.....	68

## Índice de tablas

<b>Tabla 1</b> - Diagnostico cumplimiento principios del código de gobierno corporativo de la "Borsa Italiana" .....	55
<b>Tabla 2</b> - Temas tratados por los códigos de ética más allá de los enunciados por el Decreto Legislativo n. 231,2001.....	58

## Resumen

El presente estudio profundiza el tema de la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de las empresas de capital cerrado en Italia. A través de la metodología de estudio de casos y en conexión con la revisión de la literatura relacionada a la Convergencia Legal, Convergencia Funcional y códigos de gobierno corporativo, se revisó en profundidad el derecho privado italiano. Se encontraron similitudes y convergencias entre ciertas clases de normas y la decisión, por parte de las empresas de capital cerrado, de cumplir con un mayor número de “buenas prácticas”, adicionales a las estipuladas por la ley. Tanto la revisión legal del marco normativo, como el análisis del caso de nueve empresas italianas, sugieren que la existencia de leyes de carácter general, que involucran indirectamente el gobierno corporativo, puede impactar positivamente sobre el cumplimiento de buenas prácticas, enmarcadas más allá de lo estrictamente estipulado por la ley. Finalmente, se proponen recomendaciones de carácter normativo para Colombia u otros países comparables a Italia, es decir, aquellos en los que rigen sistemas legales de “derecho civil”, con el objetivo de fortalecer la legislación en materia de gobierno corporativo.

**Palabras claves:** Convergencia Legal; Convergencia Funcional; gobierno corporativo; empresas de capital cerrado; buenas prácticas.

## 1. Introducción

La mayoría de los estudios sobre prácticas de “gobierno corporativo”<sup>1</sup> están enfocados en las empresas listadas en las bolsas de valores, también llamadas empresas de capital abierto (Guzmán & Trujillo, 2012, p. 211). Esto debido a que se trata generalmente de empresas muy grandes que involucran los intereses de muchos accionistas minoritarios, quienes cuentan con el hecho de que los administradores nombrados por los accionistas mayoritarios cumplan con obligaciones legales y buenas prácticas<sup>2</sup> de gobierno corporativo. Lo anterior garantiza la “buena fe”<sup>3</sup> y protege los derechos de estos accionistas minoritarios (Trujillo & Guzmán, 2018, p. 294).

Las buenas prácticas de *corporate governance* más reconocidas hoy en día son las promulgadas a través de lineamientos o recomendaciones resumidas en los “códigos de gobierno corporativo”<sup>4</sup>. Dichos documentos son emitidos y actualizados regularmente por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos ([OCDE], 2016) y otras entidades nacionales o internacionales. En la presente investigación, se hizo una revisión exhaustiva de muchos artículos referentes al tema de los códigos. Según esta revisión, los códigos son generalmente

---

<sup>1</sup> “El gobierno corporativo, en inglés *corporate governance*, es el conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa. En concreto, establece las relaciones entre la junta directiva, el consejo de administración, los accionistas y el resto de partes interesadas [...]” Deloitte (2021).

<sup>2</sup> Las buenas prácticas en gobierno corporativo aportan seguridad económica y jurídica, fomentando el crecimiento sostenible de las empresas gracias a la generación de transparencia y confianza (Deloitte ,2021).

<sup>3</sup> La “buena fe” es un principio del derecho que se basa en una conducta recta y honesta en relación con las partes involucradas en un contrato que, en este caso, vincula los accionistas a una empresa. Consiste en el estado mental de sincera convicción en cuanto a la verdad de un cierto asunto.

<sup>4</sup> Los códigos de gobierno corporativo son documentos donde se encuentran un conjunto de recomendaciones prácticas de gobierno corporativo hacia las empresas.

emitidos por parte de instituciones, gremios o bolsas de valores (Cuomo et al., 2016) y por lo general no constituyen una obligación de tipo legal. Aunque existen códigos internacionales, los únicos en constituir cierta obligación legal para las compañías listadas, son los códigos nacionales, normalmente emitidos por las bolsas de valores o los entes regulatorios de cada país. Así mismo, los códigos se han vuelto un tema importante en la disciplina legal, esto a razón de algunos escándalos mediáticos producto de una mala gestión por parte de grandes compañías, que han atraído el interés de los legisladores en el asunto (Jones & Pollitt, 2004).

Se considera el *Cadbury Report* del 1992, como el primer verdadero código<sup>5</sup>, entendido este como conjunto de recomendaciones prácticas de gobierno corporativo hacia las empresas británicas. En el *Cadbury Report*, por ejemplo, se llegó por la primera vez a proponer proporciones específicas de miembros independientes en las juntas directivas, así como en los comités de auditoría y compensación (Jones & Pollitt, 2004).

Desde ese entonces, los códigos han ganado importancia, detalle y difusión en muchos países, ayudados por el hecho de ser a menudo integrados en las reglas de las bolsas de valores. Se revisó especialmente la literatura sobre el criterio de voluntariedad (o semi-voluntariedad) de implementación por parte de las empresas de las recomendaciones contenidas en dichos documentos (Lepore et al., 2018). Las empresas listadas por lo general deben conformarse con las recomendaciones de los códigos o explicar por qué deciden no hacerlo (Zattoni & Cuomo,

---

<sup>5</sup> Técnicamente el primer código fue emitido por *Business Roundtable* en 1978; sin embargo, este primer intento no llegaba a proponer soluciones tan precisas y prácticas (Padgett, 2011, p. 137).

2008), según el modelo llamado *comply or explain*<sup>6</sup>. De lo contrario, las empresas que no cotizan en las bolsas de valores no están sujetas a semejantes obligaciones.

Por lo tanto, en la academia como en los ambientes financieros y políticos, ha existido un gran debate desde hace décadas (Coffee, 1999), en torno a tres preguntas fundamentales:

¿Es posible asegurarse que todos los países adopten las mismas normas de gobierno corporativo para hacer que la uniformidad legal impulse y facilite la inversión internacional?  
¿Las recomendaciones que se encuentran en los códigos deberían ser obligatorias por ley? ¿Esto debería aplicarse a todos los tipos de empresas, tanto de capital abierto como de capital cerrado<sup>7</sup>?

Para dar respuesta a la primera interrogación se revisaron muchos estudios sobre el tema. La posibilidad de que varios países converjan hacia un modelo dominante de gobierno corporativo, gracias a reformas legislativas, se llama “Convergencia Legal” (Cabrelli & Siems, 2015). La mayoría de los académicos concuerdan sobre el hecho que, aunque teóricamente tal Convergencia Legal debería llevarse a cabo bajo la presión competitiva del mercado (Hansmann & Kraakman, 2000), se observa empíricamente que eso no ocurre<sup>8</sup> (Coffee, 1999).

Por esta razón, otra vía que sigue ganando consenso, es la que se basa en la idea de que es posible estimular a las empresas de distintos países a conformarse, de manera voluntaria, a las

---

<sup>6</sup> Se trata de un modelo que sirve para garantizar autonomía decisional en tema de gobierno corporativo a las empresas listadas mientras se les obliga a explicar sus decisiones en propósito se llama en inglés de “*comply or explain*” o “cumpla o explique” en castellano (Zattoni & Cuomo, 2008).

<sup>7</sup> Las empresas definidas de “capital cerrado” son las que no cotizan en las bolsas de valores. Se trata de empresas que, por lo general, son más pequeñas de las empresas que son listadas en las bolsas, llamadas de “capital abierto”. Las empresas de capital cerrado constituyen la gran mayoría de las empresas presentes alrededor del mundo (Trujillo & Guzmán, 2018).

<sup>8</sup> Parece ser que el desarrollo específico del marco legal de cada país es *path dependent* y difícilmente predecible (La Porta et al., 2008).

mejores prácticas resumidas en los códigos, gracias a una mezcla de incentivos positivos y negativos (Zattoni & Cuomo, 2008). Tal política, que parece ser más liberal y realista, toma el nombre de “Convergencia Funcional”. De este modo, la investigación del presente trabajo comenzó con preguntarse hasta qué punto se deberían dirigir esfuerzos hacia el fortalecimiento del marco normativo colombiano y para qué tipo de empresas debería aplicarse.

Para contestar a la segunda y tercera pregunta se trató detalladamente un tema menos profundizado por la academia (Trujillo & Guzmán, 2018, p. 294), correspondiente al cuadro normativo obligatorio que aplica para las empresas de capital cerrado. El impacto de las leyes sobre el cumplimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo por parte de las empresas que no cotizan en las bolsas de valores, constituye el foco central de esta investigación.

Más del 99% de las compañías en América Latina, como en los Estados Unidos, son pequeñas y medianas empresas que no cotizan en las bolsas de valores (J.P. Morgan Chase, 2016). Dichas compañías son fundamentales ya que generan empleo y cumplen con sus deberes fiscales. De hecho, las empresas de capital cerrado bien manejadas contribuyen “al incremento en el recaudo de impuestos y el desarrollo económico de Colombia en general” (Trujillo & Guzmán, 2018, p. 295). Por otra parte,

“en el caso colombiano, según cifras del Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, las micro, pequeñas y medianas empresas, representan el 99.9% de los establecimientos productivos, contribuyen con el 80% del empleo en el país y aportan el 40% del Producto Interno Bruto nacional” (Elempleo.com, 2018). Por lo anterior, es de vital importancia que estas empresas lleguen a ser caracterizadas por altos niveles de cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo.

Con el objetivo de ofrecer recomendaciones eficaces para fortalecer el cuadro normativo colombiano (o de otros países que se rigen en el “derecho civil”), se decidió analizar específicamente el sistema legal italiano por dos razones. En primer lugar, este se puede considerar parecido al colombiano, pues ambos se caracterizan por basarse en el *civil law*<sup>9</sup>; en segundo lugar, en Italia existen requerimientos legales de gobierno corporativo que aplican para las empresas de capital cerrado al contrario de lo que pasa en Colombia. Esto hizo posible medir el impacto de la legislación sobre el comportamiento de dichas empresas. A través del estudio de las normas italianas dirigidas hacia las empresas de capital cerrado, se pudo entender cuáles son los requerimientos legales que, en detalle, aplican para dicha clase de compañías en este país y estudiar su impacto real.

Finalmente, en el presente trabajo se quiso demostrar que la existencia de unos mínimos requerimientos legales para cumplir prácticas de gobierno corporativo, puede causar el efecto de instruir y estimular a las empresas de capital cerrado a cumplir con un mayor número de “buenas prácticas”, adicionales a las estipuladas por ley.

### **1.1 Pregunta de investigación**

¿Cómo el establecimiento de requerimientos legales mínimos, en términos de gobierno corporativo, impacta sobre la decisión de adoptar y reportar buenas prácticas en empresas italianas de capital cerrado?

---

<sup>9</sup> *Civil law* o “derecho civil” se refiere a un conjunto de procedimientos y costumbres legales que encuentran sus raíces en el antiguo sistema jurídico romano. Este sistema legal es difundido entre los países latinos y se considera generalmente opuesto a otro sistema jurídico, llamado *common law* o “derecho común”, más aplicado en los países anglosajones.

## **1.2 Objetivo general**

El objetivo general de la investigación consiste en validar la hipótesis según la cual, cuando existen requerimientos legales mínimos de gobierno corporativo, hay una tendencia hacia que las empresas de capital cerrado decidan voluntariamente cumplir con un mayor número de buenas prácticas de las que están estrictamente requeridas por la ley.

## **1.3 Objetivos específicos**

- Determinar los requerimientos normativos de Gobierno Corporativo para las empresas de capital cerrado en Italia.
- Tipificar los requerimientos normativos encontrados de acuerdo con los componentes principales de gobierno corporativo (juntas directivas, ambiente de control, revelación de información) y catalogar dichos requerimientos según las clases de empresas más comunes entre las compañías de capital cerrado.
- Analizar todos los reportes y documentos oficiales disponibles que directa e indirectamente involucran al gobierno corporativo de un grupo de empresas italianas, de capital abierto y cerrado, definidas según el punto anterior con el fin de medir el nivel de cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo recomendadas por los códigos.
- Proveer recomendaciones para fortalecer el marco normativo general en los países con sistemas legales caracterizados por “ley civil” en relación con el gobierno corporativo para las empresas de capital cerrado.

## **2. Estado del arte**

En el presente trabajo, se hace una revisión exhaustiva de la bibliografía existente en los temas de definición de gobierno corporativo, Convergencia Legal, Convergencia Funcional, así

como también, se hace la revisión de estudios inherentes a las sociedades abiertas y cerradas en Italia y su marco normativo en tema de gobierno corporativo.

La revisión e investigación de la bibliografía toma como guía y referencia las fuentes de información aprovechadas por Trujillo & Guzmán en el libro *Revelación de información y valor de las empresas en América Latina* (2018), a su vez que, las complementa con distintos autores que parten de diferentes puntos de vista y acercamientos respecto a los conceptos a desarrollar en este trabajo. El texto mencionado, aunque está enfocado en la realidad suramericana, ayuda a explorar las dinámicas comunes entre países que se rigen bajo un sistema legal de derecho civil, entre los cuales se encuentra Italia.

Por lo general, se puede definir el gobierno corporativo como un conjunto de principios, prácticas, políticas y modelos de organización empresarial que tienen el objetivo de mitigar los problemas de agencia (Caldwell y Karri, 2005). De acuerdo con las investigaciones realizadas en esta área, se resaltan otras dos definiciones importantes y antitéticas en esta disciplina del estudio. La primera de ellas, referente a un punto de vista tradicional, indica que son los accionistas, es decir, los dueños de una empresa, quienes deben de gozar de la mayor parte del resultado empresarial. Dicho punto de vista se basa en las teorías de Milton Friedman que consideraba que las empresas deberían ser dirigidas en el interés exclusivo de los accionistas (Friedman, 1970). Por lo tanto, autores como Shleifer y Vishny, adhiriéndose a este marco teórico, definen al Gobierno Corporativo como “las maneras en que los proveedores financieros de las empresas se aseguran a sí mismos el retorno sobre su inversión” (Shleifer & Vishny, 1997, p. 737).

Por otro lado, como segunda definición, se encuentra una visión más moderna de empresa, la cual no la ve exclusivamente como una fuente de recursos para uso y consumo de sus

accionistas, sino más bien, como el centro de muchos intereses que involucran a varios grupos de sujetos llamados grupos de interés (*stakeholders* en inglés). Se trata de un enfoque más progresista, que se basa en una famosa obra de Freeman (1984), quien es considerado el padre de la teoría de los grupos de interés, que considera que las empresas deberían ser manejadas, teniendo en cuenta las diversas necesidades de muchos *stakeholders* (Freeman, 1984). Se puede representar dicha visión por la siguiente definición de Gobierno Corporativo: “[...] el diseño de las normas que inducen u obligan a la gerencia a trabajar por el bienestar de los grupos de interés” (Tirole, 2001, p. 4).

De este modo, dependiendo de si un estado decide adoptar la primera o la segunda definición, anteriormente mencionadas, se determinará, de manera considerable, la importancia que llegue a tomar el gobierno corporativo en la agenda pública. En el primer caso, es más probable que el asunto se considere privado, en cuanto regula dinámicas que interesan exclusivamente a los accionistas. En contraposición, si se considera políticamente válida la segunda definición, la posición cambiaría radicalmente, volviéndose la empresa sujeto de interés social y no solo económico, lo que lleva a un mayor involucramiento de los legisladores nacionales. Trujillo & Guzmán (2018) explican que donde se considere el Gobierno Corporativo un asunto de relevancia pública, surgen automáticamente varios conflictos de interés entre los diferentes *stakeholders*, como por ejemplo, entre los accionistas y los trabajadores.

Por lo tanto, “estos problemas, que emergen de los conflictos de intereses entre los diferentes grupos alrededor de una empresa, demandan soluciones que pueden surgir a nivel país o a nivel empresa.” (Trujillo Dávila & Guzmán Vásquez, 2018, p. 286). Es así como se ve necesaria la definición de conceptos base como la Convergencia Legal y la Convergencia Funcional. Estos van ligados a la necesidad de soluciones respectivas a nivel país y empresa. Por

consiguiente, la llamada Convergencia Legal nace de la voluntad (o exigencia) de crear marcos regulatorios que puedan uniformar las leyes de varios países, o a uniformarlas al interior de un mismo país: “[...]el término de Convergencia Legal hace referencia a la adopción de una normatividad similar por los diferentes países en el ámbito internacional, para brindar protección a los inversionistas.” (Trujillo Dávila & Guzmán Vásquez, 2018, p. 286).

Ahora bien, existen varios estudios donde se puede compaginar el estado de arte sobre la Convergencia Legal dentro del gobierno corporativo. Es por ello, que cuando hablamos de Convergencia Legal, se debe comenzar con el trabajo de Coffee, *The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications* (1999), el cual muestra un análisis de las grandes empresas en Estados Unidos, encontrando que una parte relevante de ellas presenta una estructura de capital disperso. Se puede decir que esto depende de un cierto exceso de regulación sobre los intermediarios financieros. Por otro lado, se considera un éxito de la ley misma que logra defender el estatus de accionista minoritario, ya que un gran número de inversionistas acepta este estatus en los EE. UU. (Coffee, 1999).

Otra razón que explica el éxito de estructuras de capital dispersas en los EE.UU. es, según Coffee (1999), el sistema legal llamado *common law* (ley común en español), que logra proteger a los accionistas minoritarios mucho más de lo que los protege la llamada *civil law* (ley civil en español). Según el autor, gracias al hecho que en los sistemas de ley común el precedente jurídico es legalmente relevante mientras no lo es en los sistemas de ley civil, la única forma para prevenir realmente un aprovechamiento no contractual de la posición de un accionista mayoritario, en el sistema de ley civil, es la de documentar en detalle, todos los posibles comportamientos indeseados, en un contrato formal. Dicha práctica es muy difícil y compleja de llevar a cabo.

Sin embargo, en un sistema de ley común, un jurado puede reconocer y sancionar un comportamiento incorrecto y de facto ilícito, aunque este no sea explícitamente contemplado en los contratos. La consecuencia directa de lo que se acaba de mencionar, conlleva a facilitar el desarrollo de mercados de capitales eficientes y prósperos, donde haya sistemas legales dominados por la ley común. El resultado de esta teoría política, es que la Convergencia Legal entre distintos países, aunque deseable, es muy difícil de obtener a través de cambios legislativos ya que, implícitamente, significaría cambios radicales en la raíz de los sistemas legales mismos. Otra teoría mencionada, es la llamada “teoría legal” que afirma que, existiendo sistemas legales más eficientes que otros en el largo plazo, el mundo debería converger hacia el mejor sistema legal por el resultado de la presión de los mercados (Coffee, 1999).

Sin embargo, este autor explica que no se tienen evidencias sobre el hecho de que esto vaya a pasar en algún momento. El mismo Coffee propone una perspectiva supuestamente más fácil a realizar que se llama Convergencia Funcional, la cual podría adelantarse a través de una armonización de las prácticas empresariales. Esta podría ser impulsada a través de reglas obligatorias para las empresas de cualquier país que quieran listarse en EE.UU. y su efecto, podría ser casi inmediato; al contrario de lo que pasaría si se esperase por una amplia Convergencia Legal a nivel internacional.

Cuando se reconoce la dificultad de desarrollar una convergencia a través de reformas de *hard law*, es decir, del marco normativo de los países, se observan esencialmente dos posibilidades:

- a) Impulsar la convergencia a través de obligaciones solicitadas por las entidades regulatorias de las bolsas.
- b) Tratar, a través de esfuerzos nacionales y transnacionales, de promover cambios a nivel voluntario, gracias a la adopción de códigos de gobierno corporativos.

No todos en la academia están de acuerdo con Coffee, respecto al hecho de que las entidades de bolsa deberían obligar a las empresas, que quieren enlistarse, a conformarse con el sistema legal estadounidense. Una teoría fascinante al respecto se puede leer en “*Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation*” (Choi & Guzman, 1999), en la que los autores afirman la idea de permitir a las empresas extranjeras el poder enlistarse en las bolsas de EE.UU., pese a que estas solo declaren para respetar las leyes de sus países de origen. Esencialmente, esta idea nace de la convicción de apoyar una competencia internacional entre sistemas legales, que llevaría tarde o temprano a una Convergencia Legal, estimulada por la presión del mercado hacia un sistema legal específico para su mayor eficiencia.

Es ampliamente demostrado el hecho de que en los países donde rigen sistemas legales más débiles, en cuanto a la protección a inversionistas, se encuentra también mayor concentración de capital en las empresas. Un autor clave para llegar a conclusiones inequívocas sobre el tema es Luigi Zingales, quien en su trabajo, *What Determines the Value of Corporate Votes* (Zingales, 1995), muestra cómo cuando hay un sistema legal más débil para proteger a accionistas minoritarios (ley civil), los inversionistas esperan retornos más altos de las cuotas de control de una compañía, comparados con los de las demás acciones. Esto se explica, según Zingales, por el conocimiento implícito de las partes sobre las ventajas particulares obtenidas a favor del accionista controlante.

Otro estudio importante citado por Coffee es *Corporate Ownership Around the World* (La Porta et al., 1999), el cual, a través de un análisis de datos en 27 países, logra demostrar que, por lo general, se encuentra una fuerte concentración de la propiedad en los países que no ofrecen adecuada protección legal a los accionistas. La Porta et al, interpretan el resultado como una reacción defensiva por parte de los inversionistas frente a la falta de protección normativa.

Un artículo muy citado en este campo sobre la importancia de la protección legal y la concentración del capital de los inversionistas es *A Survey of Corporate Governance* (Shleifer & Vishny, 1997), en el que los autores no creen en la viabilidad de la teoría legal citada por Coffee (1999):

*“While we agree that product market competition is probably the most powerful force toward economic efficiency in the world, we are skeptical that it alone can solve the problem of corporate governance<sup>10</sup>”* (Shleifer & Vishny, 1997, p. 738).

Otro artículo, “*Law and Finance*” (La Porta et al., 1998), muy citado por los académicos de gobierno corporativo, trae hallazgos que demuestran cómo en los países donde existe un sistema legal de ley civil, los inversionistas resultan menos protegidos. A través del estudio de 49 países, los autores confirman la superioridad del sistema legal de ley común en proteger los intereses tanto de los inversionistas como de los acreedores. Otro hallazgo importante de La Porta et al. (1998), es la correlación negativa entre la concentración de la propiedad y la protección de los inversionistas.

Sin embargo, bajo la teoría política, de la cual habla Coffee (1999), las empresas deberían preferir un capital disperso, permitiendo así, el desarrollo del potencial que nace de la separación real entre *principal* y *agent*. No obstante, parte de la academia, celebra algunas ventajas de las empresas de capital concentrado. En resumen, se afirma que un accionista controlante puede ejercer una efectiva función de control sobre la gerencia mejor que cualquier grupo de accionistas.

---

<sup>10</sup> Mientras consideramos que la competencia en el mercado es probablemente la fuerza más poderosa que impulsa la eficiencia de la economía en el mundo, somos escépticos de que solamente esto pueda solucionar el problema del gobierno corporativo. Traducción del autor.

Existe un estudio sobre las empresas en Suramérica titulado *Corporate Governance in Latin American Firms* (Chong & Lopez-de-Silanes, 2007), el cual, a través de una muestra de 595 empresas listadas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, demuestra que un control ejercido por accionistas mayoritarios puede ser efectivo y tener un impacto positivo sobre el desempeño de la empresa.

Sin embargo, existe otro estudio muy interesante, titulado *Corporate Governance: One American's Perspective in Corporate Governance Today* (Macey, 1998), en el que el autor abarca el tema de las empresas familiares italianas y demuestra que hay entornos donde los accionistas minoritarios podrían enfrentar lo peor de ambos escenarios al mismo tiempo tanto el de las empresas concentradas como el de las empresas dominadas por la gerencia. Esto haría que las barreras entre las barreras entre *principal* y *agent* lleguen a ser, de hecho, inexistentes.

Un estudio que se dedica a entender las interacciones o combinaciones entre Convergencia Funcional y Convergencia Legal es el de Ronald Gilson (2001) llamado *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, el cual, después de analizar cinco combinaciones de posibles convergencias, llega a la conclusión de que es imposible predecir exactamente si una combinación específica dominará a futuro las prácticas de gobierno corporativo alrededor del mundo.

La Convergencia Legal a nivel internacional, aunque puede parecer la solución más sencilla a muchos problemas en la circulación del capital (haciendo más fácil la inversión), es todo lo contrario, pues no es fácil de lograr. En contextos donde teóricamente se debería tener una visión de largo plazo común sobre el desarrollo económico, por lo general, las reformas legales pueden enfrentar obstáculos insuperables. Un estudio del Profesor Terence Blackburn, *The Societas Europea: The Evolving European Corporation Statute*, analiza, por ejemplo,

muchos intentos que se llevaron a cabo en los años 80's para tratar de llegar a normas comunes en tema de *takeovers*, los cuales resultaron siendo todo un fracaso (Blackburn, 1993).

Hay otros estudios sobre el tema de la convergencia de los modelos de gobiernos corporativos a nivel internacional, uno de ellos es *Convergence in European Corporate Governance: the Audit committee concept* (Collier & Mahbub, 2005), que afirma que a pesar de la presión por adaptarse al modelo anglo-americano, por lo general, la divergencia domina el entorno internacional.

Con base en los estudios anteriormente citados, se puede afirmar que es poco probable la posibilidad de que ocurra una convergencia de tipo legal de manera natural, ya sea bien bajo la presión competitiva del mercado u otras fuerzas. De este modo, esta conclusión guiaría a su vez a la necesidad de profundizar más en el concepto de “Convergencia Funcional”, la cual resulta ser la única alternativa válida para que se pueda lograr algún tipo de convergencia en los sistemas de gobiernos corporativos alrededor del mundo (Coffee, 1999). Este autor indica que la convergencia llamada “funcional”, es la única alternativa viable a los cambios legislativos que una convergencia de tipo legal implicaría.

Además, Coffee (1999) aclara que empíricamente se ve, por lo menos en su época, una tendencia creciente en el número de empresas que estaban dispuestas a enfrentar los altos costos legales con el fin de poder listarse en EE.UU., aceptando así también, la adopción de los estándares de este país en términos de revelación de información y otras prácticas. Por esta razón, el autor ve a las bolsas de Estados Unidos como un armonizador internacional de facto, mucho más efectivo que cualquier otro intento de Convergencia Legal. Explica esta tendencia (entre otros factores) como un intento, por parte de muchas empresas, de ofrecer garantías a los accionistas minoritarios, en contra de la expropiación de valor, al adoptar los estrictos estándares

de EE.UU. Por estas razones, se considera que la regulación interna de los mercados de valores y su armonización internacional constituye la vía más sencilla hacia la convergencia.

A lo largo de los años, el término “Convergencia Funcional” se ha vuelto una representación de la voluntad por parte de muchas empresas de ir más allá de los requerimientos legales de gobierno corporativos e ir en la búsqueda de altos estándares. Adoptando reglas estrictas y de alta calidad, las empresas esperan principalmente mitigar problemas de agencia y de bajar el costo de financiación, volviéndose así más creíbles en el mercado (Healy & Palepu, 2001). Este último propósito, se logra a través de varias prácticas, entre las cuales, resalta la creación de juntas directivas que respeten ciertas condiciones, esquemas específicos de compensación gerencial, políticas de pago de dividendos y de endeudamiento transparentes, así como prácticas constantes y sólidas de revelación de información (Trujillo & Guzmán, 2018).

A continuación, se especifican las principales prácticas, objeto de las políticas de Convergencia Funcional. El órgano funcional probablemente más importante al interior de una empresa es la junta directiva, quien lleva a cabo principalmente dos categorías de funciones: control y/o acompañamiento de la gerencia (Fama, 1980). No todas las empresas están obligadas por ley a tener una junta directiva, hay casos, como por ejemplo, las empresas a capital cerrado de modesto tamaño, en las que es opcional. Por otro lado, hay estudios que indagan a fondo las razones que podrían llevar a las empresas a decidir si tener o no una junta, como por ejemplo, el trabajo de Villalonga et al (2019), en el cual los autores encuentran que en las empresas de capital cerrado las probabilidades de tener una junta directiva, crecen con el número de los accionistas y de las empresas familiares (Villalonga et al., 2019).

Para profundizar en los lineamientos generales del funcionamiento de las juntas directivas y de los sistemas de control, se recomienda un estudio que hace énfasis sobre los problemas de la

agencia que las juntas deberían llegar a mitigar (Fama & Jensen, 1983). La compensación gerencial y los varios esquemas que podrían caracterizarla son ampliamente estudiados y constituyen un componente de las prácticas asimilables con los esfuerzos de Convergencia Funcional. Desde hace mucho tiempo se considera posible alinear los intereses de la gerencia con los de la propiedad, a través de incentivos puntuales contenidos en los esquemas de compensación (Jensen & Meckling, 1976). Una de las herramientas más usadas en este sentido, consiste en otorgar *stock options* a los gerentes, volviéndolos dueños de una participación de la empresa (Murphy, 1985). Además, se cree que hay una relación positiva entre la compensación de los gerentes y el desempeño de una empresa (Murphy, 1985), esto, exceptuando el hecho de que no se le otorgue un nivel de participación que haga que el gerente resulte un accionista mayoritario (Stulz, 1988).

Parte importante de los esfuerzos por cumplir con las buenas prácticas hoy en día, están enfocados en hacer que se vuelva más difícil, para los accionistas mayoritarios, generar beneficios privados del control (Barclay & Holderness, 1989). Sustancialmente se trata de la posibilidad, por parte de los controlantes, de aprovechar su posición en una gran variedad de formas. Es conocida la existencia de dichos beneficios privados de control por vía directa e indirecta. Además, se puede citar un estudio que demuestra cómo las cuotas mayoritarias (o de control) de una empresa, son valoradas por el mercado, en promedio, un 20% más que las acciones minoritarias (Barclay & Holderness, 1989). Dicha valoración no tiene otra explicación sino el hecho de que los adquirientes reconocen la posibilidad de aprovechar potencialmente la posición de control en algún momento y están dispuestos a pagar un premio para gozar de esta oportunidad.

De este modo, lo que hacen las empresas para señalar el hecho de que están en contra de potenciales comportamientos oportunistas por parte de los accionistas mayoritarios y generar una buena reputación es crear una junta directiva bajo ciertos criterios, como por ejemplo, el de la presencia de directores independientes (Trujillo & Guzmán, 2017). Sin embargo, hay otras políticas que ayudan fuertemente a construir una reputación positiva como una política clara de distribución de dividendos y de endeudamiento.

Sobre el tema de las políticas de pago de dividendos, es muy relevante el trabajo de Easterbrook (1984), en el que el autor se pregunta cuáles son los efectos reales de una sólida política de pago de dividendos y por qué varias empresas exitosas siguen pagando dividendos, aun cuando tendrían oportunidades de inversión ventajosas a nivel interno. La realidad hallada por el investigador se describe evidentemente como “señalización” (Easterbrook, 1984), esto es, que muchas empresas quieren señalar a sus inversionistas que la gerencia no desgasta, en ningún caso, el flujo de caja libre, ya que no está en condiciones de hacerlo porque, sencillamente, lo distribuyen entre los accionistas en forma de dividendos.

Ahora bien, respecto al endeudamiento, otros investigadores demuestran que esto puede ser positivo y usan, sustancialmente, los mismos argumentos descritos sobre las políticas de pago de dividendos. Un ejemplo de esto es el estudio que muestra que los gerentes de las empresas endeudadas trabajan más duro y están obligados a usar los recursos de manera más atenta, principalmente, porque saben que el banco está monitoreando sus operaciones y tienen temor de quedar impactados a nivel reputacional (McCall, 1982).

La revelación de información es uno de los principales temas a tratar cuando se habla de Convergencia Funcional y buenas prácticas. Se trata de tener una buena política de publicación regular de información sobre la gestión, los resultados y la estrategia corporativa. Hay muchos

estudios, incluyendo libros, sobre las políticas de revelación. Por ejemplo, está *Revelación de información y valor de las empresas en América Latina* (Trujillo & Guzmán, 2018), en el que los autores, para explicar la importancia del asunto, citan a Akerlof (1970) y su famoso problema de la señalización. Asimismo, Healey y Palepu (2001), tratan de aterrizar conceptos elaborados por Akerlof sobre el mercado de las inversiones, explicando que una política de revelación de información seria y constante, señala a inversionistas y a bancos que una cierta empresa es confiable, facilitando así, la obtención de recursos (en forma de inversiones o deudas) al precio justo.

Las buenas prácticas que se acaban de mencionar en las teorías citadas son resumidas en consejos prácticos que se les dan a las empresas por medio de Códigos, que son, esencialmente, documentos donde se encuentran recomendaciones de gobierno corporativo.

Aunque se sabe que el primer código habría sido emitido por *Business Roundtable* en 1978, este era un primer intento que no llegaba a proponer soluciones tan precisas (Padgett, 2011, p. 137). Por esta razón, se considera el *Cadbury Report* de 1992 como el primer verdadero código, entendido como el conjunto de recomendaciones prácticas hecho hacia las empresas británicas. En el *Cadbury Report*, por ejemplo, se llegan a plantear proporciones específicas de miembros independientes en las juntas directivas, así como en los comités de auditoría y compensación.

Desde entonces, los códigos han ganado importancia, detalles y difusión en muchos países, ayudados a su vez, por el hecho de ser muchas veces integrados en las reglas de las bolsas, haciendo que las empresas listadas, deban cumplir o explicar por qué no cumplieron con una recomendación específica (Zattoni & Cuomo, 2008).

En la revisión de la literatura sobre los códigos, el presente estado del arte se guiará por Cuomo et al (2016) que en su *Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda* se enfoca sobre estos en profundidad. Cuomo et al (2016), citando trabajos previos importantes como *Codes of Good Governance* (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009), explica que los códigos internacionales emitidos por entidades, como por ejemplo el Banco Mundial o la OCDE, tuvieron un efecto positivo en términos de convergencia sobre los códigos nacionales de gobierno corporativo.

Por lo general, estos códigos no son obligatorios, sino más bien, funcionan a través de un mecanismo basado en el cumplimiento o en la explicación: las empresas tienen que cumplir o explicar obligatoriamente por qué no acataron una recomendación, contenida en un código específico, adoptado en su país. Entonces, ¿por qué una empresa debería decidir cumplir con las amplias recomendaciones de un código de gobierno corporativo? Zattoni & Cuomo (2008), demuestran en su artículo *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives* que, por lo menos en países de ley civil, esto pasa para incrementar la legitimización frente a los inversionistas, así como genuinamente, intentar tratar de mejorar la efectividad de sus sistemas de gobierno corporativos.

El estudio *Corporate Governance in the Netherlands: an overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004*, comprueba cómo las empresas, a medida que el tiempo pasa, cumplen cada vez más con las recomendaciones incluidas en los códigos nacionales. Al parecer, esto es debido a una presión creciente en el mercado para que lo hagan, volviéndose más eficientes y confiables (Akkermans et al, 2007).

A pesar del hecho de que la cultura empresarial cambia sensiblemente entre continentes, el autor del presente documento está convencido de que el trabajo, *Are East Asian companies*

*benefiting from Western boardpractices?* (Nowland, 2008), demuestra algo que no pasa solamente en Asia sino en todo el mundo. Esto es que las pequeñas empresas familiares tienden a cumplir menos con esta clase de códigos voluntarios.

Sin embargo, no hay pruebas concluyentes de que dichos códigos mejoren el desempeño de las empresas. Debido a la cantidad de variables que podrían influenciar los resultados, muchos estudios encuentran hallazgos opuestos (Cuomo et al., 2016).

Según lo anteriormente mencionado, la Convergencia Funcional constituye una respuesta voluntaria o semi-voluntaria a nivel de empresa frente a la necesidad de uniformar los ambientes de negocios. Según lo resumido por Trujillo & Guzmán (2018), las empresas mismas, pueden voluntariamente implementar distintas medidas para mitigar costos de agencia, atraer inversionistas u otros proveedores financieros o diferenciarse frente a sus competidores; sin que esto nazca de una intervención del legislador.

En contraposición, tras la revisión realizada, se puede decir que no se encuentran muchos estudios respecto al gobierno corporativo de las sociedades a capital cerrado en general. Además de que los pocos encontrados, como *Recomendaciones a la guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia* (Martínez Mackenzie et al., 2018), están enfocados en los códigos y la aceptación voluntaria de recomendaciones.

Por último, otro estudio interesante a mencionar sobre las empresas a capital cerrado, y que igualmente, abarca el tema desde un punto de vista de la voluntariedad, es el de *What Are Boards For? Evidence from Closely Held Firms in Colombia* (Villalonga et al, 2019), en el que los autores, usando una amplia base de datos, presentan hallazgos que demuestran cómo la probabilidad de tener un consejo de administración, en dicha clase de empresas, aumenta con el número de accionistas y en empresas familiares.

### 3. Marco teórico

Los temas profundizados y analizados en la presente investigación pertenecen a la disciplina del gobierno corporativo, por lo tanto, es necesario definir propiamente de donde viene esta materia y cómo ha evolucionado a lo largo de la historia.

Se puede afirmar que el gobierno corporativo nació junto al así llamado “problema de agencia” entre agente y principal (Guzmán, Trujillo et al., 2019). Cuando las empresas empezaron a surgir y a desarrollarse empezó la práctica de contratar gerentes para que ayudaran los dueños a manejar sus compañías (Fama, 1980). Sin embargo, esto ha causado a menudo ineficiencias y conflictos como los mencionados por Smith quien ya en 1776 escribía que consideraba imposible esperarse que los que administran las riquezas de otras personas puedan desempeñar sus funciones al igual de bien que los dueños (Smith, 1776). Dicho argumento fue confirmado por Jensen y Meckling (1976) que notaron que si ambos, principal y agente, tratan de optimizar su bienestar, no es posible imaginarse que los agentes actúen siempre en el mejor interés de los principales.

Por todo lo anterior, se puede definir el gobierno corporativo como un conjunto de principios, prácticas, políticas y modelos de organización empresarial que tratan de mitigar los problemas de agencia como la amenaza del oportunismo de los empleados y la racionalidad limitada (Caldwell y Karri, 2005). La forma de constituir las juntas directivas, de escribir los estatutos y la decisión de nombrar comités de control sobre algunos aspectos clave de las compañías son todos ejemplos de políticas de gobierno corporativo (Guzmán & Trujillo, 2012). Entre todas las políticas posibles, hay algunas que son consideradas específicamente recomendables por parte de académicos, instituciones o entidades de control; estas se definen generalmente como “buenas prácticas” y son recomendadas de forma general o específica a

través de principios publicados en documentos llamados “códigos de gobierno corporativo” (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2009).

El objetivo y la razón de ser de las políticas y prácticas citadas anteriormente han cambiado a lo largo de las últimas décadas, especialmente en lo que tiene que ver con el rol de los grupos de interés; son ejemplos de grupos de interés los accionistas y los acreedores, que siempre han sido considerados centrales al momento de definir la gestión de las empresas. Sin embargo, también los empleados, los proveedores y la sociedad en general son considerados grupos de interés y han venido ganando mucha importancia en los últimos años (Guzmán, Trujillo et al., 2019).

El capitalismo clásico basa su visión en las teorías de Adam Smith que consideraba las espontáneas fuerzas que mueven el mercado como las únicas capaces de autorregular cualquier asunto económico optimizando el bienestar general de la sociedad (Smith, 1776). Bajo esta perspectiva, Milton Friedman consideraba que las empresas deberían ser manejadas en el interés exclusivo de los accionistas (Friedman, 1970). Según este autor, cualquier actividad de Responsabilidad Social Corporativa o en favor de otros grupos de interés, por fuera de los accionistas, debería considerarse como un inútil desgaste de recursos. Dicho pensamiento que ha sido dominante por décadas se reflejaba en la forma de definir el gobierno corporativo, al punto que autores como Shleifer y Vishny (1997) hablaban de esta disciplina como la manera en la que los proveedores financieros de las empresas, es decir acreedores y accionistas, se aseguraban el retorno sobre su inversión.

Sin embargo, gracias a las contribuciones de varios autores, entre los cuales sobresale Edward Freeman, el enfoque ha evolucionado sensiblemente hasta llegar a la formulación de la que hoy en día se llama popularmente teoría de los grupos de interés, en inglés *stakeholders*’

*theory*. Freeman con su obra *Strategic Management: A Stakeholder Approach* es considerado el padre de esta teoría, que sustancialmente establece que las empresas no deberían ser manejadas en el interés exclusivo de un único grupo de interés, sino teniendo en cuenta las necesidades de muchos de estos, con el objetivo de maximizar el bienestar de la sociedad (Freeman, 1984). Este nuevo enfoque, últimamente ha sido reconocido como válido, incluso por las empresas más grandes e influyentes del mundo que, por medio de más de ciento ochenta gerentes generales y presidentes, firmaron una histórica declaración sobre el propósito de las compañías, la cual termina con la siguiente aclaración: “cada uno de nuestros grupos de interés es esencial. Nos comprometemos a entregar valor a cada uno de ellos, por el éxito futuro de nuestras compañías, comunidades y países” (Business Roundtable, 2019, p.1). Dicho punto de vista es compartido por el autor del presente documento que define la investigación del problema a partir de una visión de empresa considerada como el centro de muchos intereses que involucran varios grupos de interés o *stakeholders*.

El cambio de enfoque que se acaba de describir se vio reflejado en el gobierno corporativo, que el premio Nobel Jean Tirole ya en el 2001 definía como “... el diseño de las normas que inducen u obligan a la gerencia a trabajar por el bienestar de los grupos de interés. [...] El establecimiento de incentivos gerenciales y el diseño de una estructura de control debe tener en cuenta el impacto sobre las utilidades de todos los grupos de interés” (p. 4).

Claramente, manejar una empresa en el interés de muchos grupos de interés, balanceando las exigencias de cada uno de ellos de una forma aceptable, tanto para la empresa en sí como para la sociedad en general, no es una tarea sencilla. A esto se refieren Trujillo & Guzman (2018) cuando mencionan que los “problemas, que emergen de los conflictos de intereses entre los diferentes grupos alrededor de una empresa, demandan soluciones que pueden surgir a nivel

país o a nivel empresa” (Trujillo Dávila & Guzmán Vásquez, 2018, p. 286). La frase anterior constituye el fundamento mismo del presente trabajo. El Gobierno Corporativo es un asunto de importancia pública y los conflictos que se generan en el marco de este son políticamente relevantes; sin embargo, ha habido debate sobre quien entre Estado y empresa debería encargarse del asunto.

Sustancialmente, este problema puede ser solucionado (nacional o internacionalmente) a partir de dos enfoques alternativos que toman el nombre de “Convergencia Legal” o “Convergencia Funcional”. El primero se basa en la convicción de que se puedan imponer las mejores prácticas de gobierno corporativo por ley, mientras la segunda, que se debería estimular alguna forma de autorregulación que sea aceptable para la sociedad. Sobre el tema de la Convergencia Legal y funcional se considera el trabajo de Coffee, *The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications* (1999) como la base para la discusión. Igualmente, se comparten sus conclusiones sobre el hecho de que la imposibilidad en un futuro próximo de avanzar en el tema de Convergencia Legal impone considerar la “Convergencia Funcional” como la mejor respuesta al asunto. No obstante, el presente trabajo se ha enfocado en el marco legal; no solamente porque la ley es importante en un contexto donde muchos resultados podrían depender de la vía previamente escogida (*path dependency*) por las instituciones legislativas (La Porta et al., 2008), sino también porque se quiso demostrar que algunas leyes pueden fomentar directamente una forma de autorregulación que sea positiva para la sociedad.

A lo largo del presente estudio se hará a menudo referencia a dos clases de empresas, “de capital cerrado” y “de capital abierto”. La primera categoría hace referencia las empresas cuyo capital es cerrado a las inversiones externas, en el sentido que no cotizan en las bolsas de valores

(Guzmán & Trujillo, 2012). A esta clase de empresas pertenecen el 99% de las compañías americanas (J.P. Morgan Chase, 2016) e incluye por definición todas las pymes; por lo general, no están sujetas a muchos requerimientos de gobierno corporativo. La segunda, se refiere a las empresas cuyo capital es abierto a las inversiones de cualquiera, en el sentido que cotizan en las bolsas de valores (Guzmán & Trujillo, 2012). Las compañías que pertenecen a esta categoría son generalmente grandes y son sujetas a más requerimientos legales de gobierno corporativo (Martínez Mackenzie et al., 2018).

Ya que la validez de cualquier herramienta de investigación depende principalmente de los datos utilizados y que, según lo explicado en el capítulo sobre la metodología, se usaron fuentes públicas pues es necesario entender bajo qué marco teórico se puede considerar válida la información reportada públicamente por las empresas. Se considera como punto de referencia en este tema el libro *Revelación de información y valor de las empresas* (Trujillo & Guzmán, 2018). Los autores explican en detalle la importancia para las empresas de la revelación de información y de la transparencia, explicando la diferencia entre los dos términos. Se define la primera como el cumplimiento con los requerimientos mínimos en términos de reportes impuestos por la ley. Por transparencia se alude a un esfuerzo realizado por las compañías “por hacer que la información que se revela sea útil para la toma de decisiones, por lo que debe ser relevante y comunicarse de manera sencilla y fácil de entender. Por lo tanto, la transparencia va más allá de las exigencias legales” (Trujillo & Guzmán, 2018, p. 305). Muchas de las proposiciones y teorías mencionadas en este libro confirman pues el hecho de que, a la mayoría de las empresas, les conviene reportar públicamente cuando cumplen buenas prácticas de gobierno corporativo. Esto se debe principalmente al hecho que el cumplimiento de buenas prácticas genera confianza entre los grupos de interés (Trujillo & Guzmán, 2018). Por esta misma razón se puede considerar

improbable que una empresa decida cumplir con buenas prácticas sin divulgar dicha información.

Uno de los objetivos de la presente investigación consiste en el entender qué efecto pueden tener algunas leyes sobre la decisión por parte de las empresas de cumplir con principios de gobierno corporativo. Específicamente, en la parte del presente trabajo que intenta encontrar similitudes y convergencias entre la existencia de requerimientos legales mínimos y cumplimiento voluntario de buenas prácticas de gobierno corporativo, se hará uso de indicadores contruidos a la medida por la exigencia específica. Teóricamente se hará referencia al trabajo *Corporate Governance Indexes: The Confounding Effects of Using Different Measures* (Alimehmeti & Paletta, 2014) y al estudio *Convergence, Legal Origins, and Transplants in Comparative Corporate Law: A Case-Based and Quantitative Analysis* (Cabrelli & Siems, 2015). El primer estudio se enfoca explícitamente en la construcción de indicadores en cuanto al gobierno corporativo; aunque en el presente documento, se procedió a desarrollar un indicador mucho más simple que los usados en Alimehmeti y Paletta (2014), se comparten las mismas asunciones teóricas y conclusiones. En el citado estudio se considera cierto que, por lo general, un buen gobierno corporativo influencia positivamente el valor de una compañía; además, los autores confirman que los indicadores desarrollados para medir las disposiciones de gobierno corporativo son eficaces para medir los resultados de buen gobierno. El segundo estudio de Cabrelli y Siems (2015) puede ser fundamental como referencia, siendo un trabajo que consolida el uso en conjunto, tanto de indicadores de gobierno corporativo como el método del análisis de caso, aplicado al estudio comparativo de marcos jurídicos. Estos autores comparan los sistemas legales relacionados con el gobierno corporativo en varios países europeos, Estados Unidos y Japón. Muestran resultados interesantes para el presente trabajo como, por ejemplo, que no hay

evidencia que lleve a pensar que un proceso de Convergencia Legal a nivel global esté efectivamente ocurriendo. Además, este estudio sustenta la proposición teórica según la cual los sistemas de derecho civil, como el italiano y el colombiano, pueden ofrecer una fuerte protección a los accionistas minoritarios frente a los intereses de los accionistas mayoritarios. Esto ocurre mucho más de lo que se creía, y en contra de la teoría dominante (Coffee, 1999), que sustancialmente considera los sistemas de derecho común como el de EE.UU, los únicos que pueden garantizar realmente cierta protección a los accionistas minoritarios.

Finalmente, *Recomendaciones a la guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia* (Martínez Mackenzie et al., 2018) pudo constituir una guía teórica a las recomendaciones más establecidas entre empresas de capital cerrado, para averiguar si algunas de ellas hacen parte de los requerimientos legales mínimos para dicho tipo de empresas en este país. Además, como los mismos autores explican en las conclusiones del documento, esta clase de guías ayudan a crear consciencia acerca de la importancia de las recomendaciones resumidas en los códigos de gobierno corporativo. El concepto es central en la presente investigación ya que la discusión sobre las buenas prácticas tiene sentido solo en la medida en que los empresarios entiendan que las leyes son imperfectas, y por lo tanto, conviene capacitarse en ser flexibles a la hora de decidir si implementar unas buenas prácticas que tienen, más allá de lo ordenado por la ley, el potencial de proteger grandes patrimonios como la economía de los países.

A continuación, se profundizará, tanto en las nociones históricas como en las definiciones clave sobre el marco normativo italiano.

### 3.1 Marco legal italiano: evolución histórica <sup>11</sup>

Tras analizar el marco legal italiano se han encontrado evidencias de la obligatoriedad de unos requerimientos legales mínimos de gobierno corporativo para las empresas de capital cerrado que cumplen ciertas condiciones. ¿Como ha evolucionado históricamente el cuadro normativo en este país?

El autor del presente trabajo está convencido que una profundización cronológica de los hechos y cambios normativos a lo largo del tiempo puede contribuir a comprender las motivaciones del legislador y por ende las reacciones de las empresas.

Además, se considera útil una rápida introducción al sistema legislativo italiano para entender plenamente el asunto.

#### 3.1.1 *El sistema legal italiano: conceptos básicos*

Posterior a la época del *Regno* (reino), que duró desde 1861 a 1946 (*Senato della Rep. Ita.*, 2020), llegó el sistema de la República Parlamentaria a Italia, sistema vigente hasta el día de hoy, y que se constituye con un sistema legislativo bicameral (*Costituz. della Rep. Ita.*, 1947, art. 55), que exige que una ley sea aprobada tanto por la *Camera dei Deputati* (Cámara baja) como por el *Senato* (Cámara alta o Senado) (*Costituz. della Rep. Ita.*, 1947, artt. 55 y 70). La exigencia de la aprobación por parte de ambas cámaras, hace que el proceso legislativo sea generalmente complejo, ya que una modificación sobre cualquier proyecto de ley realizada por cierta rama del parlamento, requeriría la revisión y aprobación por parte de la otra (*Costituz. della Rep. Ita.*, 1947, art. 70). Este método democrático, lleva entonces a que sea inevitable que los aspectos prácticos de implementación de las normas, no sean tratados por las leyes en sí, sino más bien, estudiados y reglamentados por los ministerios a través de los “*decreti attuativi*” (*Costituz. della*

---

<sup>11</sup> Todas las leyes citadas en el presente trabajo corresponden a la República Italiana.

*Rep. Ita.*, 1947, artt.77 y 95), los cuales ayudan a interpretar y complementar los principios de forma explícita.

En algunos casos, el Parlamento toma la decisión, a través de una votación por parte de ambas cámaras, de delegar el poder legislativo respecto a un tema específico al gobierno ejecutivo. Esta situación lleva a un escenario particularmente complejo, llamado en italiano “*Legge Delega*” (República Italiana, *Costituz. della Rep. Ita.*, 1947, artt. 72, 76 y 77), donde hay un liderazgo político gubernamental.

El *Codice Civile* italiano es el Código Civil de Italia, una colección de normas que regulan el derecho privado (Parlamento de la República Italiana, 2020). Fue aprobado y publicado por primera vez en 1942, bajo el reinado de Vittorio Emanuele III (Parlamento de la República Italiana, 1942), y firmado simbólicamente el 21 de abril del mismo año (fecha convencional de la fundación de Roma), siendo el derecho romano la base de la tradición jurídica italiana. El *Codice Civile* sobrevivió el paso de Italia a una República y sigue evolucionando constantemente a la vez que van cambiando las leyes. En el *Codice Civile* se encuentran todos los principios generales y específicos que marcan los derechos y los deberes de las empresas frente al Estado Italiano y la sociedad civil (Parlamento de la República Italiana, 2020).

La *Società a Responsabilità Limitata* o *S.r.l.* hace referencia a una clase de empresas italianas creadas a partir de 1942 (*Parlamento de la República Italiana*, 1942, art. 2472). Hoy en día, se trata de un tipo de compañías híbridas con aspectos jurídicos típicos de las sociedades de personas y con otros aspectos de las sociedades por acciones (Parlamento de la República Italiana, 2020, art. 2463). Las *S.r.l.* no pueden emitir acciones, las aportaciones de los socios son cada una representadas por cuotas unitarias de capital (Parlamento de la República Italiana, 2020, art. 2464).

Hablando de las estructuras de gobierno corporativo de las empresas, El *Collegio Sindacale* es un consejo independiente encargado de vigilar las cuentas y la estructura organizativa de algunas clases de empresas, con el objetivo de asesorar la administración y prevenir las crisis (Parlamento de la República Italiana, 2020, art. 2403). Su traducción literal al castellano podría ser Junta de Auditores Legales o Consejo de Revisores Fiscales. Sin embargo, su traducción se hizo con base en su función y en castellano será llamada Consejo de Supervisión.

### **3.1.2 Los primeros requerimientos mínimos de gobierno corporativo (1942)**

Investigando la raíz de las leyes italianas, en materia de derecho societario, se puede descubrir que las primeras disposiciones de gobierno corporativo se encuentran en el *Codice Civile* del 1942, que es el conjunto de leyes aprobadas durante la época del Reino de Italia (Parlamento de la República Italiana, 1942).

Leyendo el *Codice Civile* originario se puede notar que ya para 1942, existía una de las prácticas que hoy en día sigue siendo considerada por la OCDE como una buena práctica de gobierno corporativo (OCDE, 2016, Principios 9c y 9d). En el Art. 2328 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 1942), donde se regula la forma de redactar el Acta de Constitución de una Sociedad por Acciones, se especifica en el inciso 10 que se tenía que nombrar un *Collegio Sindacale* (Consejo de Supervisión formado por revisores fiscales).

En el Art. 2397 del *Codice* se detalla que este Consejo tenía que componerse alternativamente por tres (3) o cinco (5) miembros y constar con dos (2) suplentes con anticipación (Parlamento de la República Italiana, 1942). En este mismo artículo, se establece que no cualquiera podía ser miembro de este Consejo, solo podrían ser los revisores fiscales que exclusivamente cumplieran con los requerimientos del Ministerio de Justicia. En el Art. 2399 se

especificaba claramente que dichos revisores fiscales no podían ser cónyuges o parientes de los administradores, lo que confirma la intención del legislador de garantizar una cierta independencia de dicho órgano de control (Parlamento de la República Italiana, 1942).

Sin embargo, estas normas se aplicaban exclusivamente a empresas muy grandes; el Art. 2327 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 1942) establecía como capital mínimo, para crear una Sociedad por Acciones, la suma de 200 millones de liras italianas, una suma que equivaldría a los 111 millones de euros hoy en día según el calculador del diario económico *Il Sole 24 Ore* (Tremolada, 2015).

A partir de esta misma época, aparece otra forma jurídica relacionada a la creación de empresas de tamaño más modesto, que limitaba la responsabilidad patrimonial de los socios sin hacer uso de las acciones. En el art. 2472 del *Codice Civile* del 1942 se definió por primera vez la *Società a Responsabilità Limitata (S.r.l)*, referente a una clase de empresas de capitales cerrados, cuyo patrimonio no se debía representar a través de acciones (Parlamento de la República Italiana, 1942). Con el art. 2474 del mismo *Codice Civile* se estableció que dichas empresas podrían ser constituidas con un capital mínimo de 20 millones de liras italianas, es decir, un equivalente a unos 17 millones de euros hoy en día (Tremolada, 2015). Las S.r.l no estaban en la obligación de nombrar un *Collegio Sindacale*, a menos de que el capital social llegase a ser por lo menos igual al de una Sociedad Por Acciones (Parlamento de la República Italiana, 1942, art. 2488). El nombramiento de un Consejo de Supervisión o *Collegio Sindacale* se volvía obligatorio también en el caso en que se superaran 2 de los 3 límites establecidos por el art. 2435 bis. por dos años consecutivos (Parlamento de la República Italiana, 1942).

El art. 2435 bis, establecía esencialmente límites de tamaño en términos de activos, ventas y número de empleados (Parlamento de la República Italiana, 1942). Una vez superados

estos límites, empezaba también la obligación de presentar los balances con base en un formato más complejo y completo que favoreciera la transparencia (Parlamento de la República Italiana, 1942).

### **3.1.3 Modernización de los requerimientos (1998- 2008)**

Desde 1942 hasta 1998, la estructura fundamental de las normas del derecho privado italiano no ha cambiado, se ha mantenido fiel a los conceptos fundamentales aprobados en 1942 (Parlamento de la República Italiana, 1942 y 1998). Los artículos del *Codice Civile*, en principio, no han tenido cambios sustanciales, pero sí han tenido actualizaciones de algunos parámetros expresados en unidades monetarias, debido a la inflación y al paso de la lira italiana al euro (Parlamento de la República Italiana, 1942 y 1998).

A la vez que la Unión Europea avanzaba en el proceso de integración de los Estados Miembro, se hizo cada vez más necesario adelantar un proceso de Convergencia Legal y de renovación de algunos conceptos jurídicos (Unión Europea, 2020).

Con la ley (en este caso *Decreto Legislativo*) n. 58 de 1998, llamada también la *Legge Draghi* (titulada así en referencia al presidente del Comité que trabajó sobre ella, Mario Draghi, posterior presidente de la BCE y actual Primer Ministro de Italia), se trató de hacer una modernización mediante la introducción de más mecanismos de control y reglas, para proteger a clientes, inversionistas y accionistas minoritarios de institutos de crédito, intermediarios financieros y empresas públicas (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 58*, 1998).

Los principios de la *Legge Draghi* inspiraron, pocos años después, a una reforma del derecho societario, que involucraba también a las empresas de capital cerrado, y que pudo llevarse a cabo junto a la *Legge Delega* n. 366 del 3 de octubre del 2001 (Parlamento de la

República Italiana, 2001) y los decretos n. 5 y 6 del 17 de enero del 2003 (Gobierno italiano, *Decreti Legislativi* n. 5 y 6 del 2003).

Con esta reforma, se redujo el capital mínimo necesario a 120.000 euros para constituir una Sociedad por Acciones (Parlamento de la República Italiana, 2003. art. 2327); ya 10.000 euros para constituir una *Società a Responsabilità Limitata* (Parlamento de la República Italiana 2003, art.2463). Se hicieron aclaraciones importantes sobre la responsabilidad civil de los administradores, tanto de las Sociedades por Acciones (Parlamento de la República Italiana, 2003, art. 2392) como de las *Società a Responsabilità Limitata* (Parlamento de la República Italiana 2003, art.2476). Por ejemplo, se especificó que, si en dado caso un administrador dejaba constatado previamente en las actas tomadas, su desacuerdo frente a alguna decisión, y si esta decisión terminaba causando un daño a la empresa, el administrador quedaría inmune a cualquier solicitud de indemnización por parte de la misma (Parlamento de la República Italiana, 2003, art. 2476).

Con el Art. 2399 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2003) se agregaron y especificaron nuevos requerimientos para el nombramiento de los miembros del *Collegio dei Sindaci* o Consejo de Supervisión (Parlamento de la República Italiana, 2003, art.2399), y buscar así también, potenciar la independencia de este órgano. Se confirmó cuanto previamente establecido en materia de obligatoriedad de dicho comité para las *Società a Responsabilità Limitata* y se actualizaron los límites del art. 2435 bis (Parlamento de la República Italiana, 2003).

Se aclaró entonces que si el capital suscrito y pagado de una S.r.l. alcanzaba el límite mínimo de capital necesario para constituir una Sociedad por Acciones, el Consejo de Supervisión se volvería obligatorio (Parlamento de la República Italiana, 2003, art. 2477).

También, se aclaró que si el capital de la S.r.l no alcanzaba el mínimo necesario para la constitución de una Sociedad por Acciones, la superación de dos de los siguientes límites (aclarados por el nuevo art. 2435bis), por dos años consecutivos, haría que se volviera de igual manera obligatorio el nombramiento de dicho Consejo de Supervisión (Parlamento de la República Italiana, 2003, art. 2435bis):

- 1) Total del Activo del Balance: 3.125.000 euros
- 2) Ventas: 6.250.000 euros
- 3) Empleados promedios: 50.

El mismo artículo 2435 bis estableció que, en caso de superación de dos de los tres límites, citados anteriormente, por dos años seguidos, llevaría al cambio de la forma de presentación de los balances, obligando a los administradores a ofrecer más detalles y explicaciones sobre las cuentas de la empresa (Parlamento de la República Italiana, 2003).

Con la ley (*Decreto Legislativo*) del 3 de noviembre n. 173 del 2008 (Gobierno italiano, 2008). los límites establecidos en el art. 2435bis fueron ampliados sustancialmente para lograr incidir sobre las empresas de tamaño más significativo (Parlamento de la República Italiana, 2008):

- 1) Total del Activo del Balance: 4.400.000 euros
- 2) Ventas: 8.800.000 euros
- 3) Empleados promedios: 50

### ***3.1.4 Una reforma del código penal cambia las reglas del juego (2001)***

Aunque la presente investigación no profundiza los aspectos penales que puedan potencialmente derivar de un sistema falaz de gobierno corporativo, se hace necesario citar unos cambios normativos que cambiaron de forma radical las reglas del juego para las empresas

italianas. En el contexto de una reforma del *Codice Penale* (el código italiano que disciplina los crimines) se aprobó el *Decreto Legislativo* No. 231 del 2001 (Gobierno italiano, 2001). Dicho decreto introduce la responsabilidad legal de las empresas (y sus administradores) con respecto a los delitos que se cometan por interés o cualquier beneficio de las mismas. En particular, se establece que todas las empresas (y por ende sus administradores) serían responsables de cualquier acto ilegal que se realice por beneficio de estas a menos que no se haya instituido un modelo organizativo que pueda prevenir y de alguna forma desincentivar comportamientos en contra de la ley (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo* n. 231, art. 6). Esta norma superó definitivamente el antiguo dogma jurídico resumible con la famosa frase latina “*societas delinquere non potest*” (traducido al castellano “las empresas no pueden delinquir”) que sustentaba, en los manuales de Derecho, que no se puede perseguir penalmente una empresa, por cuanto es una entidad con personería jurídica particular (Von Liszt, 1881).

Las consecuencias que esta ley tuvo sobre la autorregulación, los códigos de conducta y ética de las empresas objeto de este estudio hacen que valga la pena resaltar el fragmento del Decreto que se puede considerar más relevante en términos de impacto para el gobierno corporativo. Se presenta inicialmente la traducción al castellano realizada por el autor de la presente investigación y posteriormente se agrega el texto original en italiano:

Art. 6.1. Si el delito<sup>12</sup> ha sido cometido [...] la empresa no responde por este delito si demuestra que:

---

<sup>12</sup> Se habla de delitos cometidos por terceros a beneficio de una empresa, entre los cuales están sobornos, estafas, etc.

- a) El órgano gerencial ha realizado y efectivamente ejecutado, antes de la comisión del hecho, modelos organizativos y de gestión adecuados a prevenir delitos de la misma clase de lo ocurrido.
- b) La tarea de vigilar sobre el funcionamiento y el respeto de los modelos, de encargarse de su actualización ha sido encargada a un órgano debidamente facultado de los poderes autónomos de iniciativa y control.
- c) Las personas han cometido los delitos<sup>13</sup>, eludiendo por medio de fraude, los modelos de organización y gestión.
- d) El órgano de control ha vigilado correcta y suficientemente [...] <sup>14\*</sup>

Art. 6.2. En relación con la extensión de los poderes delegados y con el riesgo de comisión de delitos, los modelos (organizativos) de los que habla el numeral a, del artículo 6.1, deben responder a las siguientes exigencias:

- a) Identificar las actividades en el marco de las cuales pueden cometerse delitos.
- b) Instituir protocolos que prevean la planeación de la formación y actuación de las decisiones de la sociedad en relación con los delitos por prevenir.
- c) Identificar modalidades de gestión de los recursos financieros que sean adecuadas para impedir la comisión de delitos.
- d) Establecer obligaciones sobre el deber de informar al órgano encargado de vigilar el funcionamiento y observancia de los modelos.

---

<sup>13</sup> Se quiere decir que una condición es que estos delitos hayan sido cometidos eludiendo las reglas disciplinarias de la empresa por medio de la estafa.

<sup>14</sup> Se quiere decir que una condición es que el órgano de vigilancia y control cumplió con sus deberes.

e) Establecer un sistema disciplinario idóneo para sancionar el incumplimiento de las medidas indicadas en el modelo organizativo.

A continuación, se muestra el texto de los artículos originales en italiano:

*“Art. 6.1. Se il reato e' stato commesso [...] l'ente non risponde se prova che:*

*a) L'organo dirigente ha adottato ed efficacemente attuato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi;*

*b) Il compito di vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli, di curare il loro aggiornamento e' stato affidato a un organismo dell'ente dotato di autonomi poteri di iniziativa e di controllo;*

*c) Le persone hanno commesso il reato eludendo fraudolentemente i modelli di organizzazione e di gestione;*

*d) Non vi e' stata omessa o insufficiente vigilanza da parte dell'organismo [...]*

*Art..6.2. In relazione all'estensione dei poteri delegati e al rischio di commissione dei reati, i modelli di cui alla lettera a), del comma 1, devono rispondere alle seguenti esigenze:*

*a) Individuare le attività nel cui ambito possono essere commessi reati;*

*b) Prevedere specifici protocolli diretti a programmare la formazione e l'attuazione delle decisioni dell'ente in relazione ai reati da prevenire;*

*c) Individuare modalità di gestione delle risorse finanziarie idonee ad impedire la commissione dei reati;*

*d) Prevedere obblighi di informazione nei confronti dell'organismo deputato a vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli;”*

*e) Introdurre un sistema disciplinare idoneo a sanzionare il mancato rispetto delle misure indicate nel modello [...]”*

Como se indicó anteriormente en los artículos 6.1 y 6.2 (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 231*, 2001), la única forma que tienen los administradores para protegerse a ellos mismos y a la empresa, de las consecuencias penales de eventuales actos delictivos por parte de terceros, es el establecimiento de reglas claras que puedan prevenir dichos actos.

### ***3.1.5 Cambios radicales de los requerimientos mínimos y responsabilidad civil (2017-2019)***

Con el Decreto Legislativo n. 14 del 2019 (Gobierno italiano, 2019) se volvió realidad una reforma ya aprobada en el 2017 (Es decir la *Legge n.155*, 2017), que derivó en la publicación del Código de la crisis empresarial e insolvencia (*Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza*). Se trata de un conjunto de leyes, principios y modificaciones al Codice Civile (Parlamento de la República Italiana, 2020), que intenta prevenir las crisis de las empresas y manejar con eficacia las situaciones de insolvencia.

La relación entre este Código, que trata la insolvencia, y el gobierno corporativo, se explica a razón de la apuesta de los legisladores italianos por esta disciplina y la importancia fundamental que vieron en la necesidad de establecer, mediante esta reforma, unos principios destinados a revolucionar el derecho societario italiano en materia de organización empresarial y responsabilidad civil de los administradores (Camera dei Deputati, 2017).

La primera modificación al *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020), que es relevante destacar, es la que involucra al Art. 2086, y se muestra a continuación la traducción elaborada por el autor de esta investigación:

El empresario es el jefe de la empresa, de él dependen jerárquicamente sus colaboradores.

El empresario que opere de forma societaria o colectiva tiene el deber de instituir una estructura organizativa, administrativa y contable apropiada a la naturaleza y tamaño de la empresa, para la identificación rápida de la crisis empresarial y de la pérdida de continuidad de la compañía, así como activarse sin retraso y adoptar las herramientas permitidas por la ley para la superación de la crisis y la recuperación de la continuidad empresarial (art. 2086)<sup>15</sup>.

En este sentido, este artículo se aplica a toda clase de empresas. Al leerlo, queda claro que hay extraordinarias implicaciones y consecuencias de este artículo para el gobierno corporativo de las empresas italianas. La primera frase del artículo sirve para evitar cualquier malentendido sobre el conducto regular de mando y aclara que el empresario es “el jefe de sus colaboradores”, a menos que, sea claramente establecido que sean terceros en administrar la empresa (Parlamento de la República Italiana, 2020, art. 2475).

Ahora bien, en referencia al apartado donde se afirma que “el empresario [...] tiene el deber de instituir una estructura organizativa, administrativa y contable apropiada a la naturaleza y tamaño de la empresa ...” (Parlamento de la República Italiana, 2020, art. 2475), es importante señalar las implicación que conlleva: en caso de que ocurra una crisis empresarial, que llegue a perjudicar a cualquier sujeto interno o externo a la compañía, si el empresario no logra llegar demostrar que ha organizado de manera óptima la empresa, en relación a la forma

---

<sup>15</sup> “L'imprenditore è il capo dell'impresa e da lui dipendono gerarchicamente i suoi collaboratori. L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale” (Texto original del art. 2086, Codice Civile, 2020)

apropiada al tamaño ya su naturaleza, puede llegar a ser demandado y a responder civilmente (económicamente) por los hechos.

En el art. 14 del Código de la crisis empresarial e insolvencia (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 14*, 2019), se extiende dicha responsabilidad al Collegio Sindacale o Consejo de Supervisión, al Revisor Fiscal y donde sea el caso, a la sociedad de auditoría. Se establece explícitamente en el art. 14 (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 14*, 2019) que los cargos previamente mencionados, cada uno desde la perspectiva de su específica función, tienen el deber de vigilar que la estructura organizativa sea la apropiada para la empresa. Asimismo, se aclara que la única forma de ser exonerado de la responsabilidad civil y protegerse de demandas de reparación, es la de notificar rápidamente a los administradores cualquier duda sobre la organización empresarial y los indicios de crisis (Gobierno italiano, 2019).

El legislador decidió que los requerimientos mínimos existentes (Codice Civile, 2020, art. 2435 bis) para que fuera obligatorio el nombramiento de un Consejo de Supervisión, eran demasiados laxos y no lograban garantizar la plena aplicación del art. 14 del Código de la crisis empresarial a un número suficiente de empresas (Gobierno italiano, 2019). Por lo tanto, se cambió radicalmente el artículo 2477 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020) y se bajaron sustancialmente los límites de ventas anuales, de activos del balance y el número de empleados, para posteriormente, volver obligatorio el nombramiento del ya citado organismo de control. Para aclarar el tamaño del cambio, vale la pena reportar los nuevos límites:

- 1) Total del activo del balance: 4 millones de euros (antes eran 4.400.000 euros)
- 2) Ventas: 4 millones de euros (antes eran 8.800.000 de euros);
- 3) Empleados promedios: 20 personas (antes era 50 personas).

Además, antes de esta reforma, el nombramiento del Consejo de Supervisión era obligatorio para las empresas que superaran dos de los límites por dos años seguidos. A partir de la nueva reforma los requerimientos son más estrictos pues es obligatoria la formación del Consejo con solo el alcance de uno de los límite por dos años consecutivos (Parlamento de la República Italiana, 2020, art. 2477).

### **3.2. Requerimientos mínimos legales vigentes de gobierno corporativo en Italia**

De acuerdo con los objetivos específicos de la presente investigación, se quiere tipificar los requerimientos normativos encontrados, de acuerdo con los componentes principales de gobierno corporativo y la categoría de empresas hacia la cual están dirigidos. Se resumen a continuación los aspectos más relevantes que aplican a las distintas sociedades de capital cerrado.

#### ***3.2.1 Sociedades por acciones de capital cerrado: junta directiva***

A partir de lo afirmado en el art. 2086 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020), el empresario y/o los administradores de cualquier empresa son obligados a definir una estructura organizativa apropiada al tamaño y a la naturaleza de la compañía. En el caso de las sociedades por acciones de capital cerrado, es decir, las que no cotizan en las bolsas de valores, no están especificados los detalles sobre la composición de la junta directiva; con excepción, de lo establecido por el art. 2382 (Parlamento de la República Italiana, 2020), que aclara que no pueden ser nombrados en el consejo de administración o junta directiva de dichas compañías, personas con antecedentes judiciales específicos. Sin embargo, el art. 2086 hace responsable a los administradores por estructuras administrativas que eventualmente sean consideradas deficitarias en caso de juicio (Parlamento de la República Italiana, 2020).

### ***3.2.2 Sociedades por acciones de capital cerrado: ambiente de control***

Según lo especificado en el art. 2400 del Codice Civile (Parlamento de la República Italiana, 2020) cualquier sociedad por acciones tiene que nombrar un Collegio Sindacale o consejo de supervisión independiente de los administradores, formado por revisores o auditores profesionales, según lo especificado por el art. 2397 (Parlamento de la República Italiana, 2020). El Art. 2403 establece claramente las responsabilidades directas de los miembros de dicho consejo, las cuales, desde 2019, han estado centradas en asegurarse que la estructura organizativa de la empresa sea apropiada para su tamaño y naturaleza; además de concentrarse en vigilar las cuentas, los reportes financieros y el cumplimiento de los estatutos (Parlamento de la República Italiana, 2020).

Existen también normas claras sobre la composición de dicho órgano, que puede ser compuesto por tres o cinco miembros que pueden ser escogidos entre los socios, solamente si, entre otras reglas, no son parientes o cónyuges de los administradores (Parlamento de la República Italiana 2020, art. 2399). Según lo establecido por el artículo 2407 del Codice Civile (Parlamento de la República Italiana, 2020) los miembros del *Collegio Sindacale* son responsables civilmente junto con los administradores, de cumplir con las obligaciones de asesorar a la administración y señalar de forma temprana indicios de crisis o fallas en la estructura organizativa de la empresa.

### ***3.2.3 Sociedades por acciones de capital cerrado: revelación de información***

La única disposición relevante encontrada, en términos de revelación de información, involucra el balance. En el art. 2423 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020) se especifica que, además de reflejar correctamente la realidad económica de la empresa, en el caso de que la ley vigente no cumpla con el propósito de hacer que la información se presente de

forma suficientemente clara, los administradores deberán presentar notas informativas completas que cumplan con ese objetivo.

Se establece además en el artículo 2435 bis del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020) que, donde una sociedad por acciones supere por dos años seguidos, dos de los tres límites listados a continuación, tendría que presentar los balances, incluyendo más rubros (especificados de formas explícita en el artículo de la ley) para garantizar más transparencia sobre su condición:

- 1) Total del activo del balance: 4.400.000 de euros.
- 2) Ventas: 8.800.000 de euros.
- 3) Empleados promedios: 50 personas.

### ***3.2.4 Società a Responsabilità Limitata: junta direttiva***

Según lo afirmado en el art. 2086 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020) el empresario y/o los administradores de cualquier empresa son obligados a definir una estructura organizativa apropiada al tamaño y a la naturaleza de la compañía. En el caso de las *Società a Responsabilità Limitata* no están especificados detalles sobre la composición de la Junta Directiva. Sin embargo, el art. 2086 (Parlamento de la República Italiana, 2020) igual a lo mencionado en tema de Sociedades por Acciones, dice claramente que los administradores son responsables por estructuras administrativas eventualmente consideradas deficitarias en caso de juicio.

### ***3.2.5 Società a Responsabilità Limitata: ambiente de control***

No todas las empresas pertenecientes a esta clase tienen que nombrar un *Collegio Sindacale* o Consejo de Supervisión. El artículo 2477 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020) especifica que las *Società a Responsabilità Limitata* deben nombrar

dicho comité solo si, por dos años seguidos, la compañía supera por lo menos uno de los siguientes límites:

- 1) Total del activo del balance: 4 millones de euros.
- 2) Ventas: 4 millones de euro de euros.
- 3) Empleados promedios: 20 personas.

El *Collegio Sindacale* o Consejo de Supervisión, cuando es nombrado, tiene que ser independiente de los administradores, conformado por revisores o auditores profesionales, según lo especificado por el art. 2397 (Parlamento de la República Italiana, 2020). El art. 2403 aclara de forma explícita cuáles son los deberes directos de los miembros de dicho Consejo. A partir del año 2019, se enfocan en asegurarse que la estructura organizativa de la compañía sea apropiada para su tamaño y la naturaleza; además de vigilar las cuentas, reportes financieros y cumplimiento de los estatutos (Parlamento de la República Italiana, 2020, art. 2403).

Existen también normas explícitas sobre la composición de dicho órgano, sin embargo, si se comparan con las Sociedades por Acciones, existe la posibilidad de nombrar un solo miembro del *Collegio Sindacale* o Consejo de Supervisión, que puede ser seleccionado entre los socios pero solamente si, entre otras normas, no es un pariente cercano o conyugue de los administradores (Parlamento de la República Italiana, 2020, art. 2399). Según lo aclarado por el artículo 2407 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020), los miembros de dicho comité son responsables solidariamente, junto a los administradores, en el caso de que no cumplan con sus deberes de asesorar de forma eficaz a la administración y señalar de forma temprana acerca de posibles crisis o problemas en la estructura organizativa de la compañía.

### **3.2.6 Società a Responsabilità Limitata: revelación de información**

La única disposición relevante en términos de revelación de información para este tipo de sociedades (S.r.l.) involucra el balance. El art. 2423 del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020) aplica también a este tipo de sociedades y especifica que, además de reflejar correctamente la realidad económica de la empresa, en el caso en que la ley vigente no cumpla con el propósito de hacer que la información se presente de forma suficientemente clara, los administradores deberán presentar notas informativas completas que cumplan con el objetivo. Se establece además en el artículo 2435 bis del *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020) que cuando una *Società a Responsabilità Limitata* supere por dos años seguidos dos de los tres límites listados tiene que presentar los balances, incluyendo más rubros (especificados de forma explícita en el artículo) para garantizar más transparencia sobre su condición. A continuación, se muestran los límites establecidos en dicho artículo:

- 1) Total del activo del balance: 4.400.000 de euros.
- 2) Ventas: 8.800.000 de euros.
- 3) Empleados promedios: 50 personas.

## **4. Metodología**

Este trabajo se basa en la metodología de estudio de casos. Se trató de aportar al debate académico, generando una proposición teórica al abordar el cuestionamiento: ¿Cómo el establecimiento de requerimientos legales mínimos, en términos de gobierno corporativo, impacta sobre la decisión de adoptar y reportar buenas prácticas de gobierno en empresas italianas de capital cerrado? En conexión con la revisión de la literatura relacionada a la Convergencia Legal, Convergencia Funcional y códigos de gobierno corporativo, se revisó el derecho privado italiano en tema de gobierno corporativo relacionado con las empresas de

capital cerrado. El fin de esta revisión constó de dos puntos principales. El primero fue confirmar el hecho de que, en Italia, varias empresas de capital cerrado están sujetas a distintos requerimientos legales mínimos de gobierno corporativo. El segundo consistió en identificar las medidas, por ejemplo el nivel de facturado y número de empleados, que delimitan las categorías en las cuales se engloban dichas empresas.

Para cumplir con el propósito de revisión comparativa de las normas, en primer lugar se consultaron las distintas fuentes normativas italianas, comenzando por el *Codice Civile* (Parlamento de la República Italiana, 2020). El *Codice Civile* italiano es el código civil de Italia, una colección de normas que regulan el derecho privado (Parlamento de la República Italiana, 2020).

En segundo lugar, se construyó una muestra de empresas italianas que fueron analizadas a través de una adaptación a la “entrevista en profundidad” utilizada en el estudio de casos (Yin, 2003) al cual se le llamará “diagnóstico”. Para esto, se usó el conjunto de documentos e información disponible en los sitios web institucionales de las empresas pertenecientes a la muestra. El fin de este análisis fue entender si las empresas de capital cerrado, sujetas a requerimientos mínimos legales de gobierno corporativos, deciden voluntariamente cumplir con buenas prácticas, más allá de lo mandado por la ley.

Compartiendo el marco teórico del libro *Revelación de información y valor de las empresas en América Latina* (Trujillo & Guzmán, 2018) se cree muy improbable que en el caso de que una empresa de capital cerrado decida cumplir con buenas prácticas reconocidas de gobierno corporativo, pueda decidir de no reportarlo en su sitio web. Por ende, se considera válido tanto el método del “diagnostico” como la herramienta informativa, es decir los sitios web institucionales, para el caso de investigación específico.

De acuerdo con la metodología usada en *Gobierno Corporativo en las Instituciones de Educación Superior en Colombia*:

... una preocupación común relacionada con la metodología de estudio de casos es que esta provee pocas bases para la generalización científica, ¿Cómo generalizar a partir de un caso en particular?, es una pregunta común que suele plantearse [...] Sin embargo la respuesta corta es que el estudio de casos, igual que los experimentos, son generalizables a proposiciones teóricas y no a poblaciones o universos. En este sentido, el estudio de caso representa una “muestra” antes que un objetivo claro relacionado con expandir y generalizar teorías (generalización analítica) y no la enumeración de frecuencias (generalización estadística)... (Yin, 2003, citado en Restrepo et al., 2012, p. 31).

Según este autor, un estudio de caso es una “indagación empírica que investiga un fenómeno contemporáneo al interior de un contexto real propio” (Yin, 2003, citado en Restrepo et al., 2012, p. 31). De la misma manera “El método de recolección primaria de datos involucra entrevistas cualitativas complementadas por una observación participante y una revisión de los documentos...”(Howorth y Ali, 2001, citado en Restrepo et al., 2012, p. 31).

En este trabajo se llevó a cabo una revisión del cuadro normativo italiano mediante un proceso de análisis principalmente cualitativo. Sin embargo, se evaluó cuantitativamente qué proporción de recomendaciones incluidas en los principales códigos italianos de gobierno corporativo, han sido cumplidas voluntariamente por las empresas objeto de estudio. Para tratar de contestar a la pregunta de investigación se construyó un indicador numérico, guiado teóricamente, como se explicó en el marco teórico, por dos trabajos: *Corporate Governance Indexes: The Confounding Effects of Using Different Measures* (Alimehmeti & Paletta, 2014), *Convergence, Legal Origins, and Transplants in Comparative Corporate Law: A Case-Based*

*and Quantitative Analysis* (Cabrelli & Siems, 2015). Sin embargo, se quiere resaltar que la información cuantitativa empleada en el presente estudio es descriptiva antes que inferencial, para identificar el comportamiento de las empresas que hacen parte de la muestra seleccionada.

Como base para la metodología de investigación se considera fundamental el trabajo de Yin (2003) que en su exitoso libro *Case Study Research: Design and Methods*, describe y valora en detalle el método de análisis de caso. Basado en los métodos explicados por Yin (2003), se construyó la muestra de empresas que hicieron parte del caso de estudio. Se creó una muestra de tres grandes empresas de capital cerrado y de gran importancia para la economía italiana. En relación con el tamaño en términos de facturado y número de empleados, estas empresas están sujetas a unos requerimientos legales mínimos de gobierno corporativo mandados por la ley italiana.

Se crearon dos muestras más que sirvieron como grupo de control y *benchmark*. Para tal fin se seleccionaron tres empresas grandes listadas en la bolsa italiana y tres empresas de capital cerrado que pueden ser consideradas pequeñas, de acuerdo con las medidas que establece la ley italiana, en el sentido de no estar sujetas a ningún requerimiento legal de gobierno corporativo.

En concreto, se crearon dos indicadores, uno para medir el grado de cumplimiento de los principios encontrados en código de gobierno corporativo más popular en Italia por parte de las empresas seleccionadas y otro para validar si las empresas publican un código de ética y para qué lo usan.

En el primer caso se creó un *check list* o lista de verificación de los 20 principios enunciados en el *Codice* (Borsa Italiana, 2020) y se averiguó qué criterios cumple cada empresa seleccionada de acuerdo a su categoría. Se diseñó un indicador descriptivo de los resultados. Se sumó 1 punto por cada criterio cumplido, 0 puntos por cada criterio incumplido y se penalizó con

-0,1 puntos cada empresa que no compartió directa o indirectamente información sobre el cumplimiento de un cierto principio. Se convirtieron los resultados finales en porcentajes, que se muestran más adelante en la *Tabla n. 1* que se encuentra en el subtítulo 5.1.

En el segundo caso, para el estudio en profundidad de los códigos de ética de las empresas, se encontraron trece temas recurrentes que no tienen nada que ver con la ley que obliga indirectamente a las grandes empresas a publicar un código de ética (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 231, 2001*). Se creó entonces una lista de verificación *ad hoc* que incluyera todos los temas encontrados en los códigos que no tuvieran nada que ver con dicha norma.

Para desarrollar el indicador que sintetiza los resultados de la lista de verificación citada, se identificaron primariamente los cinco asuntos centrales de la ley n.231 del 2001 que se agregaron al principio de la lista de verificación (puntos 1,2,3,4,5 de la *Tabla n. 2* que se encuentra en subtítulo 5.2).

Se incluyó entonces en la lista de verificación un total de dieciocho temas, de los cuales cinco son aspectos centrales de la ley n.231 del 2001 y trece constituyen todos los otros temas encontrados en los códigos, es decir, los temas que no tienen nada que ver con la norma analizada. Se convirtieron los resultados finales en un indicador expresado en porcentaje, siendo 18/18 el puntaje máximo obtenible reportado como 100%. Los resultados fueron constituidos sumando 1 punto por cada tema tocado a profundidad, 0,5 puntos por cada tema tocado superficialmente y son visibles en la *Tabla n. 2* del subtítulo 5.2.

Consciente del hecho de que la validez de la convergencia medida, según lo relacionado en los párrafos anteriores, podría ser impactada negativamente por muchas variables, el autor considera que el resultado final podría no ser robusto desde un punto de vista cuantitativo. Es

importante aclarar que, en la metodología escogida, el análisis de caso, no se trata de proveer ninguna prueba cuantitativamente robusta. El propósito es validar conceptualmente una idea a través de casos, para generar una proposición teórica que puede ser investigada y profundizada por otros autores.

#### 4.1 La muestra y las fuentes

Conforme a lo indicado en la metodología y según el método de estudio de casos, se seleccionó una muestra de empresas italianas de acuerdo con los siguientes criterios:

##### A - Criterios

- 1) Se escogieron 3 grandes empresas italianas de capital cerrado, objeto principal del estudio.
- 2) Se escogieron 3 grandes empresas italianas de capital abierto, es decir, que cotizan en la *Borsa italiana* de Milán en calidad de *benchmark* o grupo de control primario.
- 3) Se escogieron 3 empresas italianas pequeñas con menos de 50 empleados e ingresos inferiores a cualquier criterio previsto por las leyes italianas citadas en las páginas anteriores, en calidad de *benchmark* o grupo de control secundario.
- 4) Se seleccionaron exclusivamente empresas pertenecientes al mismo sector (*food & beverage*) para buscar una cierta homogeneidad de *forma mentis* y facilitar la comparación de los resultados.

##### B- Empresas seleccionadas

- 1) Las grandes empresas de capital cerrado seleccionadas fueron Ferrero Spa (chocolates), Barilla SpA (pasta), Giuseppe Citterio SpA (charcutería).

- 2) Las grandes empresas de capital abierto seleccionadas fueron Davide Campari SpA (bebidas alcohólicas), La Doria SpA (tomates en lata), Valsoia SpA (alimentos saludables).
- 3) Las pequeñas empresas de capital cerrado seleccionadas fueron Pralina Srl (encurtidos gourmet), Pharmaxima Srl (ciencia de los alimentos), Demus SpA (café descafeinado).

Todos los datos y documentos usados en la investigación sobre las nueve empresas han sido encontrados en los sitios web oficiales de las compañías. Los códigos de ética analizados en profundidad fueron respetivamente:

*Codice Etico Ferrero (2010), Codice Etico Barilla (2019), Codice di Condotta di Citterio (2016), Codice Etico del Gruppo Campari (2018), Codice Etico di La Doria (2019), Codice Etico 231 Valsoia (2019).*

## 5. Resultados

### 5.1 Diagnóstico: cumplimiento del código de la Borsa Italiana

Se realizó un análisis minucioso de todos los documentos encontrados en los sitios web oficiales de las nueve compañías que hacen parte de la muestra. El propósito de dicho esfuerzo ha sido entender el grado de cumplimiento de comunes principios de gobierno corporativo por parte de las empresas seleccionadas.

En la presente investigación se validó primariamente el grado de cumplimiento de los principios enunciados en *Codice di Corporate Governance della Borsa Italiana 2020 (Borsa Italiana, 2020)*. Todas las empresas que cotizan en la *Borsa Italiana*, la bolsa de valores de Milán, tienen la obligación de cumplir con cada principio del *Codice* o explicar porque no lo hacen, según el modelo tradicional del *comply or explain* (cumpla o explique). De igual forma se averiguó el comportamiento de las grandes empresas de capital cerrado frente a dicho código y el nivel de cumplimiento de las empresas de menor tamaño.

Los resultados son visibles en la *Tabla n. 1*. y los detalles del método usado para desarrollar el indicador son explicados en el capítulo “Metodología” del presente estudio. De acuerdo con la tabla, las empresas de capital abierto cumplen con la gran mayoría de los principios, obteniendo un indicador del 94,65% es decir casi 19 sobre 20.

Las grandes empresas de capital cerrado cumplen en promedio con un número más modesto de principios del *Código*, obteniendo un indicador del 32,50% es decir 6,5 sobre 20 en

promedio. Sin embargo, se considera que un dato numérico de síntesis como la media aritmética o la media ponderada por ingresos no resumen estos datos de forma exhaustiva dado el tamaño reducido de la muestra. Se estableció la existencia de una amplia variabilidad de filosofías frente al gobierno corporativo que conllevó a una elevada variedad de niveles de cumplimiento. A título de ejemplo se destaca la empresa de capital cerrado Barilla SpA que decidió cumplir con muchos principios del código (12,5/20), mientras otra compañía de capital cerrado, Ferrero SpA, a pesar de tener ingresos tres veces superiores a la anterior cumplió con tan solo siete principios mientras la tercera sencillamente no cumplió con ninguno. Llama la atención que las empresas pequeñas no cumplieron con los principios del código ni los citaron en sus sitios institucionales; desde el punto de vista de la presente investigación y según lo previamente sustentado se considera cierto que efectivamente no cumplieron con ningún principio, obteniendo así un indicador del 0%.

En la hoja siguiente se muestra la *Tabla 1*.

**Tabla 1 - Diagnostico cumplimiento principios del código de gobierno corporativo de la "Borsa Italiana"**

	Empresas grandes de capital abierto			Empresas grandes de capital cerrado			Pequeñas empresas				
	Davide Campari Milano SpA	La Doria SpA	Valsola SpA	Ferrero SpA	Barilla SpA	Giuseppe Citterio SpA	Pralina Srl	Pharmaxima Srl	Demus SpA		
<b>Article 1. Role of the board of directors (principles)</b>											
I. The board of directors leads the company by pursuing its sustainable success.	1	1	1	1	1	-0,1	0	0	0		
II. The board of directors defines the strategies of the company and the group it heads in accordance with principle I and monitors its implementation.	1	1	1	1	1	-0,1	0	0	0		
III. The board of directors defines the corporate governance system that is most functional for carrying out the company's business and pursuing its strategies, taking into account the flexibility offered by the legal framework. If necessary, the board of directors evaluates and promotes the appropriate changes and submit them to the shareholders' meeting when such changes are necessarily subject to the shareholders' vote.	1	1	1	1	1	-0,1	0	0	0		
IV. The board of directors promotes dialogue with shareholders and other stakeholders which are relevant for the company, in the most appropriate way.	1	1	1	1	1	-0,1	0	0	0		
<b>Article 2. Composition of the corporate bodies (principles)</b>											
V. The board of directors is comprised of executive and non-executive directors. All directors ensure professional skills and competence that are appropriate to their tasks.	1	1	1	1	1	-0,1	0	0	0		
VI. The number and skills of non-executive directors ensure significant influence in the decision-making process of the board and guarantee an effective monitoring of management. A significant number of non-executive directors is independent.	1	1	1	-0,1	0	-0,1	0	0	0		
VII. The company applies diversity criteria, including gender ones, to the composition of the board of directors, ensuring the primary objective of adequate competence and professionalism of its members.	1	1	1	0	1	-0,1	0	0	0		
VIII. The control body's composition is appropriate for ensuring the independence and professionalism of its function.	1	1	1	-0,1	1	-0,1	0	0	0		
<b>Article 3. Functioning of the board of directors and the role of the chair (principles)</b>											
IX. The board of directors defines the rules and procedures for its functioning, ensuring an efficient flow of information to directors.	1	1	1	1	1	-0,1	0	0	0		
X. The chair of the board of directors plays a liaison role between executive and non-executive directors and ensures the effective functioning of the board.	1	1	1	1	1	-0,1	0	0	0		
XI. The board of directors ensures an adequate division of its functions and establishes board committees with preliminary, propositional and consultative functions.	1	1	1	1	1	-0,1	0	0	0		
XII. Each director ensures adequate time commitment for the fulfilment of their board responsibilities.	-0,1	-0,1	1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0	0		
<b>Article 4. Appointment of directors and board evaluation (principles)</b>											
XIII. The board of directors ensures, within its competence, that the process of appointment and succession of directors is transparent and functional to achieve the optimal composition of the board according to the principles set forth in Article 2.	1	1	1	0	0	-0,1	0	0	0		
XIV. The board of directors periodically evaluates, through formalised procedures, its effectiveness and the contribution made by individual directors. The implementation of the board evaluation procedures is supervised by the board itself.	1	1	0	-0,1	-0,1	-0,1	0	0	0		
<b>Article 5. Remuneration (principles)</b>											
XV. The remuneration policy for directors, members of the control body and the top management contributes to the pursuit of the company's sustainable success and takes into account the need to have, retain and motivate people with the competence and professionalism deemed adequate for their role.	1	1	1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0	0		
XVI. The remuneration policy is developed by the board of directors through a transparent procedure.	1	1	1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0	0		
XVII. The board of directors ensures that the remuneration paid and accrued is consistent with the principles and criteria defined in the policy, considering the results achieved and any other circumstances relevant for its implementation.	1	1	1	-0,1	-0,1	-0,1	0	0	0		
<b>Article 6. Internal control and risk management system (principles)</b>											
XVIII. The internal control and risk management system consists of a set of rules, procedures and organisational structures for an effective and efficient identification, measurement, management and monitoring of the main risks, aimed at contributing to the sustainable success of the company.	1	1	1	-0,1	1	-0,1	0	0	0		
XIX. The board of directors defines the guidelines of the internal control and risk management system in accordance with the company's strategies and annually assesses its adequacy and effectiveness.	1	1	1	-0,1	1	-0,1	0	0	0		
XX. The board of directors defines the principles concerning the coordination and the flow of information among the parties involved in the internal control and risk management system. Such principles aim at maximising the effectiveness of the system itself, reducing the duplication of activities and ensuring the successful performance of the duties of the control body.	1	1	1	-0,1	1	-0,1	0	0	0		
	<b>Total indicador (rango 0-20)</b>			<b>18,9/20</b>	<b>18,9/20</b>	<b>19/20</b>	<b>7/20</b>	<b>12,5/20</b>	<b>0/20</b>	<b>0/20</b>	<b>0/20</b>
	<b>Ingresos 2019 (millones de euros)</b>			<b>1.842 €</b>	<b>717 €</b>	<b>75 €</b>	<b>11.370 €</b>	<b>3.627 €</b>	<b>306 €</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>
	<b>Promedio indicador por categoria</b>			<b>94,65% (18,93/20)</b>			<b>32,50% (6,50/20)</b>			<b>0% (0/20)</b>	

Nota. Elaboración propia. Puntajes asignados de la siguiente forma:

1 = Se cumple; 0 = No se cumple; -0,1 = Información faltante;  
Puntaje máximo = 100 % (20/20); Puntaje mínimo = 0% (0/20).

## 5.2 Diagnóstico: los códigos de ética

Durante el análisis de los documentos publicados por las empresas seleccionadas resultó evidente que todas las grandes compañías publicaron un código de ética. Es por ello que se quiso averiguar, en primer lugar, las razones por las cuales publicaron un código de ética y, en segundo lugar, cuáles eran las políticas declaradas en dichos códigos.

A la luz del *Decreto Legislativo* n. 231 del 2001 (Gobierno italiano, 2001) sobre la responsabilidad penal de las empresas y sus administradores, se entendió inesperadamente que la razón primaria que había llevado a la publicación de un código de ética era la de defenderse frente a potenciales riesgos legales en que podrían incurrir. Es necesario manifestar que, para el caso de una compañía, el número identificativo de la ley hace parte del título del código de ética “*Codice Etico 231 Valsoia*” (Valsoia, 2019), lo que demuestra explícitamente la relación de causalidad previamente expresada en este caso. Las otras grandes empresas declararon de forma explícita no solamente que dicha ley es la razón a la base de la publicación de un código de ética (comprobando la relación de causalidad) sino también que vieron otras oportunidades en estos documentos.

A pesar de que el *Decreto Legislativo* n. 231 del 2001 hable específicamente solo de ciertos asuntos de tipo reglamentario y disciplinario, todos los códigos encontrados son bastante extensos y tratan de muchos temas.

La convergencia entre la decisión de formalizar las políticas sobre cuestiones que van más allá de la norma y la ley misma es fácilmente observable. Se puede afirmar lo anterior porque cinco de las seis grandes empresas analizadas han aclarado de forma literal en los mismos códigos querer “aprovechar” la oportunidad ofrecida por la ley (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo* n. 231, 2001) para formalizar valores y actitudes importantes para dichas compañías.

Tal declaración constituye una clara evidencia de la existencia de una relación de causalidad directa entre la citada ley y la decisión de publicar un código de ética. La misma declaración una relación de causalidad directa entre la misma ley y la decisión de abarcar en dichos códigos más temas de lo que hubiera sido necesario desde un punto de vista estrictamente legal.

Se pudo validar que los códigos encontrados, tanto de empresas de capital cerrado como abierto, respondían a todos los asuntos centrales de dicha ley. Esto comprueba claramente que las empresas consideraron extremadamente importante cumplir con la ley antes de cubrir cualquier otra exigencia.

Se pudo también verificar que dichos códigos establecían, entre todos, políticas sobre un total de trece temas que no tenían nada que ver con la norma. Se creó una lista de verificación y un indicador para entender qué tanto las empresas decidieron aprovechar de dichos documentos para establecer políticas que no tenían relevancia desde el punto de vista de la ley. Los detalles sobre el método usado para desarrollar el indicador se encuentran en el capítulo “metodología” del presente estudio y los resultados en detalle se pueden visualizar en la tabla n.2 que se encuentra en la hoja siguiente.

Se pudo entender que los códigos publicados por las empresas de capital cerrado tocaban en promedio 14,83/18 temas llegando a obtener el 82,39% en la lista de verificación; temas de los cuales cinco son relacionados con la ley n. 231 y 10 temas son ajenos a esta norma (*Tabla n.2*). De igual forma se estableció que las empresas de capital abierto tocaban en promedio 12,33/18 temas (entre los 5 relacionados con la ley y 7 ajenos a la norma) llegando a obtener el 68,50% en la lista de verificación.

Aunque no haya una forma confiable para entender porque los códigos de las empresas de capital abierto tocaron menos temas de los de las empresas de capital cerrado, esto puede

deberse a que las compañías que cotizan en la bolsa de valores no aprovechan el código de ética en la misma medida para formalizar sus políticas y valores, ya que están obligadas a publicar otros reportes sobre el mismo tema.

En cuanto a las empresas pequeñas, y según lo aclarado en el marco teórico y metodología del presente estudio, se considera cierto que, por no haber publicado un código de ética, seguramente no habían realizado ningún código de ética.

**Tabla 2 - Temas tratados por los códigos de ética más allá de los enunciados por el Decreto Legislativo n. 231,2001**

Exigencias principales de los modelos organizativos recomendados según el Decreto Legislativo italiano n.231 del 2001:	Empresas grandes de capital cerrado			Empresas grandes de capital abierto			Pequeñas empresas		
	Ferrero SpA	Barilla SpA	Giuseppe Citterio SpA	Davide Campari Milano SpA	La Doria SpA	Valsoia SpA	Pralina Srl	Pharmaxim a Srl	Demus SpA
1) Identificar las actividades en cuyo marco pueden ser cometidos delitos;	1	1	1	1	1	1	0	0	0
2) Instituir protocolos que prevean la planeación de la formación y actuación de las decisiones de la sociedad en relación con los delitos por prevenir;	1	1	1	1	1	1	0	0	0
3) Identificar modalidades de gestión de los recursos financieros que sean adecuadas para impedir la comisión de delitos;	1	1	1	1	1	1	0	0	0
4) Establecer obligaciones sobre el deber de información frente al órgano encargado de vigilar sobre el funcionamiento y observancia de los modelos;	1	1	1	1	1	1	0	0	0
5) Establecer un sistema disciplinario idóneo a sancionar el incumplimiento de las medidas indicadas en el modelo [...]”	1	1	1	1	1	1	0	0	0
<b>Otros aspectos contenidos en los codigos de ética analizados, más allá de lo requerido por el decreto:</b>									
6) Declaración de principios morales	1	1	1	1	1	0,5	ND	ND	ND
7) Declaración en contra de las discriminaciones	1	1	1	1	1	1	ND	ND	ND
8) Protección de los consumidores	1	1	1	1	1	0,5	ND	ND	ND
9) Protección de la marca	1	0	1	0	0	1	ND	ND	ND
10) Protección del medio ambiente	1	1	1	1	1	1	ND	ND	ND
11) Protección de los trabajadores y del trabajo en sí	1	1	0,5	0,5	0,5	1	ND	ND	ND
12) Investigación y innovación (quali fonti di buone pratiche)	1	0,5	0	0	0	0	ND	ND	ND
13) La selección del personal	1	0	0,5	0	1	0,5	ND	ND	ND
14) Posición hacia las drogas	1	0	1	0	0	0	ND	ND	ND
15) Selección proveedores	1	1	1	0,5	1	0,5	ND	ND	ND
16) Respeto hacia la competencia (en el sentido de antitrust)	1	1	0	1	0,5	1	ND	ND	ND
17) Bienestar de los animales	0	1	0	0	0	1	ND	ND	ND
18) Publicidad responsable	1	1	0	1	0	0	ND	ND	ND
<b>Total indicador (rango 0-18)</b>	<b>17/18</b>	<b>14,5/18</b>	<b>13/18</b>	<b>12/18</b>	<b>12/18</b>	<b>13/18</b>	<b>0/18</b>	<b>0/18</b>	<b>0/18</b>
<b>Ingresos 2019 (millones de euros)</b>	11.370 €	3.627 €	306 €	1.842 €	717 €	75 €	ND	ND	ND
<b>Promedio indicador por categoría</b>	<b>82,39 % (14,83/18)</b>			<b>68,50 % (12,33/18)</b>			<b>0% (0/18)</b>		

Nota. Elaboración propia. Puntajes asignados de la siguiente forma:

1 = Se menciona el tema; 0 = No se menciona tema;  
0,5 = Información parcial; ND = Información no disponible;  
Puntaje máximo = 100 % (18/18); Puntaje mínimo = 0% (0/18).

### 5.3 Hallazgos

El resultado de la revisión del marco normativo italiano muestra claramente que la voluntad del legislador de este país es la de incentivar las buenas prácticas del gobierno corporativo. Existen prácticas que se vuelven obligatorias cuando las empresas cumplan con ciertas condiciones. Hay varios criterios (según facturado, número de empleados y valor del activo del balance) a partir de los cuales unas buenas prácticas se vuelven obligatorias; estos límites cambian según la clase de empresa a la cual una compañía pertenece (*SpA* o *Srl* entre otras). El hecho de que estos criterios, diferencien además las empresas según su tamaño, demuestra que el legislador quiso hacer un intento por flexibilizar las normas (y sus consiguientes costos para las empresas) para que estas se adaptaran a diferentes situaciones reales.

No se encontró suficiente evidencia de que las normas que obligan a las empresas a cumplir con buenas prácticas específicas, fomenten el cumplimiento de otros principios de gobierno corporativo más allá de lo establecido por la ley; se encontró una extrema variabilidad de resultados, es decir una falta de consistencia que hubiera sido *conditio sine qua non* de una proposición teórica al respecto. Un ejemplo de este efecto se evidenció en el caso de la compañía Ferrero, que cumplió con poco más de la mitad de los principios considerados importantes por la compañía Barilla, a pesar de contar con un facturado mucho mayor.

Sin embargo, se encontraron evidencias que sugieren que algunas leyes de carácter general, es decir que no obligan a cumplir específicamente con ningún principio de gobierno corporativo, aunque asignan responsabilidades generales, pueden demostrar un mayor impacto universal sobre esta disciplina, más de lo que logran hacer muchas normas puntuales. La afirmación anterior deriva del hecho de que, en el desarrollo de la presente investigación, se

encontraron evidencias de que una ley sobre la responsabilidad legal de los administradores (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 231*, 2001), analizada detalladamente en la pág. 36 del presente documento, logró incentivar el uso de los códigos de ética para propósitos que no están mencionados en el texto de la misma.

El *Decreto Legislativo n. 231* del 2001 introdujo la responsabilidad legal de las empresas (y sus administradores) con respecto a los delitos que se realicen por cualquier beneficio de estas, a menos que se haya instituido un modelo organizativo que pueda prevenir, y de alguna forma desincentivar, comportamientos en contra de la ley. Estudiando la implementación de esta ley, se encontró que las empresas escogieron los códigos de ética como herramienta para protegerse. Lo esperado hubiera sido encontrar solamente disposiciones para prevenir riesgos legales para los administradores y empresas. Sin embargo, dicha ley tuvo también el efecto inesperado de estimular el uso de los códigos de ética para definir, y hacer públicas, las políticas corporativas frente a aspectos que van más allá de lo establecido explícitamente en el decreto.

De hecho, dentro de los códigos de ética se encuentran asuntos concernientes a la responsabilidad social, tales como el medio ambiente, la competencia, el bienestar animal, la diversidad racial y sexual, entre otros. Los anteriores temas no son mencionados en la norma (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 231*, 2001), ni están contemplados por dicha ley; no obstante, están presentes en dichos códigos, tanto de las grandes empresas de capital cerrado, como de las que cotizan en la bolsa de valores de Milán.

Para analizar casos reales y validar los asuntos citados se creó una muestra de nueve empresas de la cuales tres grandes compañías de capital abierto, tres grandes de capital cerrado y tres pequeñas empresas. Se validó el grado de cumplimiento de los principios enunciados en *Codice di Corporate Governance della Borsa Italiana 2020* (Borsa Italiana, 2020); las empresas

que cotizan en la bolsa de valores de Milán, tienen la obligación de cumplir con cada principio o explicar porque no lo hacen, según el modelo tradicional del *comply or explain*. De acuerdo con esto, se encontró que las tres grandes empresas de capital abierto que hacían parte de la muestra demostraron un alto grado de cumplimiento (94,65%), mientras las tres grandes empresas de capital cerrado analizadas cumplieron mucho menos (32,50%). Finalmente, se pudo validar que las tres empresas pequeñas analizadas no cumplieron con ningún principio (0%) enunciado en el *código (Borsa Italiana, 2020)*.

Respecto al uso de los códigos de ética por parte de las nueve empresas, se evidenció que todas las grandes compañías realizan y publican un código de ética. Se encontró evidencia directa de que la razón por la cual las empresas de capital cerrado lo hacen es efectivamente normativa, es decir, constituye primariamente una respuesta a los riesgos legales causados por la citada ley (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 231, 2001*). El diagnóstico realizado por el autor del presente documento pudo demostrar que las empresas de capital cerrado no solamente publican un código de ética para cumplir con la norma, sino también aprovechan este para establecer más políticas de tipo social, ambiental y laboral; mucho más allá de lo que sería estrictamente necesario para cumplir con la ley. Tal es el caso de la compañía Ferrero que toca en su código de ética doce temas más de los que sería estrictamente necesario por ley.

Se pudo observar que las tres empresas que cotizan en la bolsa de valores de Milán, a pesar de demostrar la validez de esta convergencia, aprovechan menos los códigos de ética para formalizar políticas, debido probablemente al hecho que publican reportes de CSR por separado. Finalmente, se encontró que las tres empresas pequeñas no consideraron necesario publicar un código de ética.

Respecto la revisión del marco legal y específicamente con los mínimos requerimientos legales que aplican para las empresas de capital cerrado, se pudo notar que en Italia existen límites claros, que al ser alcanzados por parte de una compañía, hacen que ciertos requerimientos de gobierno corporativo se vuelvan obligatorios. Por ejemplo, como se describió detalladamente en los subtítulos 3.2.2. y 3.2.5. de la presente investigación, existen reglas claras en temas de ambiente de control que especifican cuándo las empresas de capital cerrado tienen que nombrar un Consejo de Supervisión y algunos requerimientos sobre su composición. Según lo que se expuso en los subtítulos 3.2.3 y 3.2.6 existen también normas explícitas sobre la revelación de información por parte de las empresas de capital cerrado que involucran principalmente el tamaño de la empresa. En tema de juntas directivas se encontró que existen normas que prohíben el nombramiento de ciertas clases de personas en dichas juntas, como las que tienen ciertos antecedentes judiciales, según lo profundizado en los subtítulos 3.2.1 y 3.2.4.

Finalmente, se encontró una ley (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 14*, 2019) que hace que el empresario y/o los administradores de cualquier empresa sean obligados a definir una estructura organizativa apropiada al tamaño y a la naturaleza de la compañía. Dicha norma, analizada detalladamente en la pág. 39 del presente trabajo, aunque haya sido aprobada en forma definitiva, todavía no ha entrado en vigor.

## **6. Conclusiones**

Este estudio tuvo el objetivo general de entender si en presencia de requerimientos legales mínimos de gobierno corporativo, hay una tendencia hacia que las empresas de capital cerrado decidan voluntariamente cumplir con un mayor número de buenas prácticas de las que están estrictamente requeridas por la ley. Al respecto, se determinó una clara convergencia entre

leyes que obligan al cumplimiento de prácticas puntuales de gobierno corporativo y el cumplimiento de buenas prácticas, adicionales a las estipuladas por la ley. Se pudo observar que existen requerimientos legales que pueden fomentar la autorregulación de forma inesperada.

Así mismo, se pudo notar una clara convergencia entre el Decreto Legislativo n. 231 del 2001 (Gobierno italiano, 2001) del código penal y la decisión de publicar un código de ética por parte de las grandes empresas, aunque la ley en sí no obliga directamente a hacerlo. Dicha norma trata la responsabilidad penal de los administradores en caso algunas clases de ilícitos y fue analizada en detalle en la pág. 36 del presente estudio. La decisión colectiva de publicar un código de ética, por parte de las empresas italianas, puede haber sido motivada por la recomendación de las asociaciones gremiales, como *Confindustria*, a sus asociados, de tratar de cubrirse jurídicamente antes riesgos legales.

Sin embargo, se pudo observar que las grandes empresas analizadas decidieron aprovechar dichos códigos de ética para abarcar muchos más temas de los que hubieran sido estrictamente necesarios desde un punto de vista legal. Las grandes empresas estudiadas han aclarado de forma literal en los mismos códigos querer “aprovechar” la oportunidad ofrecida por dicha norma, para formalizar valores y actitudes importantes para dichas compañías. Específicamente, las grandes empresas de capital cerrado estudiadas, decidieron aprovechar la ocasión dada por la citada ley, para formalizar en los códigos de ética, varias políticas, en su mayoría pertenecientes a la categoría de la Responsabilidad Social Corporativa. Dicha declaración constituye una clara evidencia de la existencia de una relación de causalidad directa, tanto entre la citada ley y la decisión de publicar un código de ética, como entre la misma ley y la decisión de abarcar, en dichos códigos, más temas de lo que hubiera sido legalmente necesario.

Las pequeñas empresas analizadas no cumplieron con nada más allá de lo estrictamente obligatorio por ley. Se supone que la razón se encuentra esencialmente en los costos, proporcionalmente elevados, que estas compañías enfrentarían si decidieran cumplir voluntariamente con buenas prácticas de gobierno corporativo.

Todo lo previamente expuesto sugiere que algunas leyes de carácter general, es decir que no obligan a cumplir principios puntuales de gobierno corporativo, aunque implican responsabilidades generales para empresas y administradores, pueden demostrar un mayor impacto universal sobre esta disciplina; más de lo que logran hacer muchas normas puntuales que establecen mínimos legales de gobierno corporativo.

Se cree que otras leyes que establecen responsabilidades personales para los administradores, como el *Decreto Legislativo* n. 14 del 2019 (analizado detalladamente en la pág. 40), tendrán un efecto parecido a lo observado con los códigos de ética. Se considera probable que dicha norma (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 14, 2019*) en especial, podrá demostrar a futuro su eficacia en incentivar el cumplimiento voluntario de más principios de gobierno corporativo, como los contenidos en el código de la *Borsa Italiana* (2020). Este *Decreto* establece la existencia de una responsabilidad solidaria de los administradores por los perjuicios causados por estructuras organizativas inapropiadas y podría tener un impacto muy importante sobre la adopción general de los principios internacionales del *Gobierno Corporativo* en Italia. Vale la pena mencionar que la citada norma extiende dicha responsabilidad al Consejo de Supervisión, al Revisor Fiscal y donde sea el caso, a la sociedad de auditoría. Aunque esta ley dejará a los administradores libertad para escoger la estructura administrativa que mejor se adapta a las empresas, es muy probable que la forma escogida para defenderse de riesgos legales

consistirá en adoptar voluntariamente un cierto número de principios de gobierno corporativos internacionalmente reconocidos.

Actualmente, no es posible investigar este fenómeno ya que, a causa de la crisis del Covid 19, los efectos legales del decreto no entrarán en vigor *de iure y de facto*<sup>16</sup> antes del 2022 por decisión del Gobierno Italiano, que con el *Decreto “Rilancio”* decidió posponer varias nuevas obligaciones para las empresas (Gobierno italiano, *Decreto Legislativo n. 34*, 2020).

Por lo anteriormente expuesto, se cree que cuando los efectos del *Decreto Legislativo n. 14* del 2019 entren en vigor, los administradores italianos decidirán cumplir voluntariamente con los principios generales del gobierno corporativo, más allá de los que son obligatorios por ley. Esto, con el propósito de protegerse legalmente y al mismo tiempo aprovechar para mejorar sus políticas internas y externas frente a los ojos del mercado y grupos de interés.

Finalmente, como se resumió al principio de este capítulo, no se pudo establecer claramente si existen similitudes y convergencias entre el establecimiento de normas que hacen obligatorio cumplir con prácticas específicas de gobierno corporativo y la decisión de las empresas de adoptar buenas prácticas más allá de lo legalmente necesario. Se pudo observar en este sentido, una variedad de comportamientos frente al cumplimiento del código principal de gobierno corporativo en Italia (*Borsa Italiana*, 2020). Probablemente las distintas actitudes observadas reflejan las convicciones profesionales de los gerentes y propietarios de las empresas analizadas, más que un efecto de los requerimientos mínimos de gobierno corporativo establecidos en ese país. Una posible explicación de la actitud de estos puede deberse a cursos de capacitación que les haya cambiado su perspectiva acerca de este aspecto.

---

<sup>16</sup> “De iure y de facto” es una expresión jurídica que indica que no solamente un cierto asunto es regulado por ley, sino también que tal regulación tiene efecto real en la sociedad civil.

## 6.1 Recomendaciones para la legislación colombiana

Sobre la base de los hallazgos del presente trabajo y según lo que se pudo observar en el caso italiano, se recomienda a los legisladores colombianos aprobar leyes que fomenten una autorregulación responsable por parte de cualquier empresa de tamaño relevante, sin importar que cotice o no en la bolsa de valores.

Es posible que el Estado colombiano esté interesado en obligar a ciertas clases de empresas a cumplir con principios específicos de gobierno corporativo, para proteger un cierto interés público o garantizar las relaciones entre los grupos de interés que tienen contactos con las compañías. Sin embargo, el mismo Estado puede estar también interesado en un enfoque más general que garantice el desarrollo a mediano y largo plazo de los actores principales de su sistema económico, es decir las empresas. Desde el punto de vista que se acaba de plantear, puede existir la necesidad de educar a los administradores de las empresas para que manejen sus compañías de forma adecuada, mediante el conocimiento y cumplimiento eficaz de buenas prácticas internacionalmente reconocidas. En este último caso, el interés dominante no es que las empresas cumplan con una norma específica sino más bien que sean conscientes de los riesgos que implica la falta de buenas prácticas a la hora de garantizar la estabilidad económico-financiera de una empresa.

Por todo lo anterior, se recomienda a los legisladores colombianos considerar el *Decreto Legislativo* italiano n. 14 del 2019 (Gobierno italiano, 2019) como referencia para el posible fortalecimiento del marco normativo colombiano. Dicha ley, aún sin establecer obligaciones puntuales en tema de gobierno corporativo, hace que los administradores sean considerados solidariamente responsables por estructuras organizativas inapropiadas, en caso de quiebra y liquidación. Dicha responsabilidad fomentaría, en primer lugar, la necesidad de asesorarse por

parte de los administradores y propietarios. En segundo lugar, llevaría al natural cumplimiento de principios de gobierno corporativos apropiados al tamaño de cada compañía y al contexto donde se lleva a cabo su operación.

Dicha recomendación puede constituir un avance en el marco de lo delineado en la introducción del código de gobierno corporativo más importante de Colombia, el Código País. Este señala que las buenas prácticas relacionadas con dicha disciplina deben ser entendidas como los medios fundamentales para garantizar que las compañías se doten de procesos administrativos y de control a la altura de las expectativas e intereses de la sociedad. Finalmente, las recomendaciones que se acaban de exponer en este capítulo confirman la validez del espíritu y postura, en cuanto a autorregulación, de los autores del Código País y proponen un enfoque pragmático frente al tema de la autorregulación de las empresas de capital cerrado.

## Referencias

- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of Good Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376–387.
- Alimehmeti, G., & Paletta, A. (2014). Corporate Governance Indexes: The Confounding Effects of Using Different Measures. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 4 (1), 64–79
- Akkermans, D., van Ees, H., Hermes, N., Hooghiemstra, R., Van der Laan, G., Postma, T., & van Witteloostuijn, A. (2007). Corporate Governance in the Netherlands: an overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6), 1106-1118.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 371–395.
- Barilla SpA. (2020). *Sitio oficial del Gruppo Barilla*.  
<https://www.barillagroup.com/>
- Barilla SpA. (2019). *Codice Etico Ferrero*.
- Blackburn, T. (1993). The Societas Europea: The Evolving European Corporation Statute. *Fordham Law Review*, 61(4), 697–719.
- Borsa Italiana. (2020). *Codice di Corporate Governance della Borsa Italiana*  
<http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/homepage/homepage.htm>
- Cabrelli, D., & Siems, M. (2015). Convergence, Legal Origins, and Transplants in Comparative Corporate Law: A Case-Based and Quantitative Analysis. *American Journal of*

*Comparative Law*, 63, 109–153.

Caldwell, C., & Karri, R. (2005). Organizational governance and ethical systems: A covenantal approach to building trust. *Journal of Business Ethics*, 58 (1-3), 249-259.

Camera dei Deputati. (19 de febrero de 2019). “Riforma delle procedure di insolvenza”. *Sitio oficial de la Camera dei Deputati*.

[https://temi.camera.it/leg18/temi/tl18\\_diritto\\_fallimentare.html](https://temi.camera.it/leg18/temi/tl18_diritto_fallimentare.html)

Choi, S. J., & Guzman, A. T. (1999). Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation. *Southern California Law Review*, 71 (1), 903-951.

Chong, A. & López de Silanes, F. (2007). Corporate governance in Latin America. Inter-America Development Bank. Working Paper n. 591.

<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/51483/1/585535175.pdf>

Citterio SpA. (2020). *Sitio oficial de la compañía Citterio SpA*.

<https://citterio.com/>

Citterio SpA. (2016). *Codice di Condotta di Citterio*.

[https://citterio.com/website/img/docs/codice\\_di\\_condotta\\_citterio\\_2016.pdf](https://citterio.com/website/img/docs/codice_di_condotta_citterio_2016.pdf)

Coffee, J. C. (1999). The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93 (3), 641–707.

Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016). Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24 (3), 222-241.

Davide Campari SpA (2020). *Sitio oficial de la compañía Davide Campari SpA*.

<https://camparigroup.com>

Davide Campari SpA (2018). *Codice Etico del Gruppo Campari*.

[https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/Governance/codice\\_etico\\_gruppo\\_campari\\_v.\\_8.05.2018\\_0.pdf](https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/Governance/codice_etico_gruppo_campari_v._8.05.2018_0.pdf)

Deloitte. (2020). *Sitio oficial de la consultora Deloitte*.

<https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>

Demus Spa (2020). *Sitio oficial de la compañía Demus SpA*.

<https://www.demus.it>

Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.

Elempleo.com. (2021). *Sitio Oficial del portal Elempleo.com*.

<https://www.eempleo.com/co/noticias/investigacion-laboral/pymes-la-base-del-mercado-laboral-5510>

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-326.

Ferrero SpA. (2020). *Sitio Oficial de Corporate Social Responsibility de la compañía Ferrero*.

<https://www.ferrerocsr.com>

Ferrero SpA. (2010). *Codice Etico Ferrero*.

<https://www.static.ferrero.com/globalcms/documenti/1675.pdf>

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman

Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *Corporate Ethics and Corporate Governance*, 173-178.

Gilson, R. J. (2001). Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function. *The American Journal of Comparative Law*, 49(2), 329-357.

Gobierno italiano. (26 de marzo de 1988). Decreto Legislativo n. 58/1988. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Gobierno Italiano. (19 de junio de 2001). Decreto Legislativo n. 231/2001. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Gobierno Italiano.(22 de enero de 2003). Decreto Legislativo n. 5/2003. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Gobierno Italiano. (22 de enero de 2003). Decreto Legislativo n. 6/2003. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Gobierno Italiano. (6 de noviembre de 2008). Decreto Legislativo n. 173/2008. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Gobierno Italiano. (14 de febrero de 2019). Decreto Legislativo n. 14/2019. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Gobierno Italiano. (19 de mayo de 2020). Decreto Legislativo n. 34/2019. *Gazzetta Ufficiale*

*della Repubblica Italiana.*

Guzmán, A., & Trujillo, M. A. (2012). *Hacia la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en sociedades cerradas*. Editorial CESA.

Guzmán, A., Trujillo, M. A., Guzmán, D., & Rueda, M. A. (2019). *Gestión de grupos de interés estratégicos: Gobierno Corporativo y empleados*. Editorial CESA.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405–440.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360

Jones, I., & Pollitt, M. (2004). Understanding How Issues in Corporate Governance Develop: Cadbury Report to Higgs Review. *Corporate Governance: An International Review*, 12(2), 162–171.

J.P. Morgan Chase. *Sitio Oficial de J.O. Morgan Chase*.

<https://www.jpmorganchase.com/institute/research/small-business/small-business-dashboard/economic-activity>

La Doria SpA. (2020). *Sitio Oficial de La Doria SpA*.

<http://www.gruppoloria.it>

La Doria SpA (2019). *Codice Etico di La Doria*.

[https://www.gruppoladoria.it/assets/documents/CodiceEticoIT\\_LaDoria.pdf](https://www.gruppoladoria.it/assets/documents/CodiceEticoIT_LaDoria.pdf)

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Shleifer, A., Lopez-de-Silanes, F., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), 285-332.
- Lepore, L., Pisano, S., Di Vaio, A., & Alvino, F. (2018). The myth of the “good governance code”: an analysis of the relationship between ownership structure and the comply-or-explain disclosure. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(5), 809–838.
- Macey, J. (1998). Italian Corporate Governance: One American’s Perspective. *Columbia Business Law Review*, 1998, 121–144.
- Martínez Mackenzie, S., Ochoa Granados, M. C., Visbal Loewy, I., Grass Bacci, I., & Lafaurie, M. A. (2018). Recomendaciones a la guía colombiana de gobierno corporativo para sociedades cerradas y de familia: informe del semillero de investigación. *Colegio de Estudios Superiores de Administración- CESA*.
- McCall, J. (1982). *The Economics of information and uncertainty*. University of Chicago Press.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis. *Journal of Accounting & Economics*, 7(1/2/3), 11–42.

Nowland, J. (2008). Are East Asian Companies Benefiting from Western Board Practices?.

*Journal of Business Ethics*, 79(1/2), 133-150.

OCDE. (2016). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. *Éditions OCDE*.

Padgett, C. (2011). Corporate Governance: Theory and Practice. *Macmillan International Higher Education*.

Parlamento de la República Italiana. (2020) Codice Civile. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Parlamento de la República Italiana. (2017) Codice Civile. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Parlamento de la República Italiana. (2003) Codice Civile. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Parlamento de la República Italiana. (1998) Codice Civile. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Parlamento de la República Italiana. (1942) Codice Civile. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Parlamento de la República Italiana. (30 de octubre de 2017). Legge n. 155/2017. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Parlamento de la República Italiana. (8 de octubre de 2001). Legge delega n. 366/2001. *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*.

Pharmaxima Srl. (2020) *Sitio oficial de la compañía Pharmaxima Srl*.

<http://pharmaxima.it>

Pralina Srl. (2020). *Sitio oficial de la compañía Pralina Srl.*

<https://www.pralinasrl.it>

República Italiana. (1947). *Costituzione de Repubblica Italiana. Gazzetta della Repubblica.*

Restrepo, J. M., Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2012). *Gobierno Corporativo en las Instituciones de Educación Superior en Colombia. Editorial CESA.*

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), 25–54.

Senato della Repubblica. (17 de julio de 2020). La storia del Senato. *Sitio oficial del Senato della Repubblica Italiana.* <http://www.senato.it/1022#>

Smith, A. (1776). *The wealth of nations. Cannan Edition. The Modern Library: New York.*

Superfinanciera. (2014). *Código País de Colombia. Bogotá.*

Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69 (1), 1-35.

Tremolada, L. (14 de abril de 2015). “Se potessi avere...” Calcola il potere d’acquisto in lire ed euro con la macchina del tempo. *Il Sole 24 Ore.*

<https://www.infodata.ilsole24ore.com/2015/04/14/se-potessi-avere-calcola-il-potere-dacquisto-in-lire-ed-euro-con-la-macchina-del-tempo/>

Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2017). *Emisores de valores & gobierno corporativo. Editorial CESA*

Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2018). Revelación de información y valor de las empresas en América Latina. *Editorial CESA*.

Yin, R. (2003). Case Study Research: Design and Methods (3rd edition). *Thousand Oaks, Calif. : Sage Publications*.

Unión Europea. (27 de julio de 2020). The history of the European Union.

[https://europa.eu/european-union/about-eu/history\\_en](https://europa.eu/european-union/about-eu/history_en)

Valsoia SpA (2020). *Sitio Oficial de la compañía Valsoia SpA*.

<https://www.valsoiaspa.com/>

Valsoia SpA (2019). *Codice Etico 231 Valsoia*.

<https://www.valsoiaspa.com/files/documenti/corporate-governance/codice-etico/codice-etico.pdf>

Villalonga, B., Trujillo, M., Guzmán, A., & Cáceres, N. (2019). What Are Boards For? Evidence from Closely Held Firms in Colombia. *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 48 (2), 537-573.

Von Liszt, F. (1881). *Das deutsche Reichsstrafrecht* (1st edition), Berlín, Alemania: Guttentag.

Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1-15.

Zingales, L. (1995). What Determines the Value of Corporate Votes?. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(4), 1047-173.