



Vigilada Mineducación

Contraponiendo intereses: maximización del valor de los accionistas versus utilidad de otros grupos de interés. Análisis de la jurisprudencia societaria bajo una metodología y enfoque de análisis económico del derecho orientada al concepto de agencia.

Santiago Carmona Botero

Tesis de Maestría

Asesor

Juan Antonio Gaviria Gil

Universidad EAFIT

Escuela de Derecho

Maestría en Derecho

Medellín

2023

Tabla de Contenido

Introducción	9
Delimitación conceptual	21
Stakeholder, interesados, terceros interesados, intervinientes o grupos de interés.....	22
Shareholder, stockholder, shareowners y accionista.....	24
ESG o ASG.....	26
Sociedades comerciales.....	30
Sociedad Anónima.....	35
Orígenes en el derecho continental.....	35
Orígenes en el derecho anglosajón.....	38
Estándar de Delaware.....	41
Contemporaneidad en Colombia.....	43
Sociedad por acciones simplificada.....	45
Inspiración en la estructura de la compañía de responsabilidad limitada o LLC.....	46
Generación de riqueza.....	47
Sociedades de beneficio e interés colectivo.....	49
El propósito fundamental de las sociedades comerciales: ¿A quiénes deben beneficiar?....	51
Teoría de la maximización del valor para los accionistas y su primacía.....	53
Los inicios de la teoría con Adam Smith.....	54
Berle y Means.....	57

Posner y el análisis económico del derecho.....	59
El argumento de Milton Friedman.....	62
Jensen, Meckling y Murphy.....	64
El consenso de Kraakman y Hansmann.....	65
Actualidad.....	68
Hipotético de Bainbridge.....	68
Las investigaciones de Tallarita y Bebchuck.....	70
Teoría de la maximización del valor de las partes interesadas.....	73
Antecedentes.....	77
La génesis y el resurgimiento en el derecho de sociedades.....	81
Critica a la eficiencia.....	87
El problema de agencia.....	90
Relación entre la maximización de los beneficios para los accionistas y el beneficio de los grupos de interés.....	92
Perspectiva de los teóricos de los terceros interesados.....	93
Perspectiva de los teóricos de los accionistas.....	94
Ámbito de aplicación de las teorías de los accionistas y los grupos de interés en las sentencias y laudos arbitrales en Colombia.....	96
Panorama actual en Colombia.....	96
Excepciones al derecho de sociedades.....	97
Implementación de las teorías en las estructuras societarias en Colombia.....	100
¿Cuál es el deber de los administradores?.....	102

Análisis de sentencias y laudos arbitrales.....	103
Casos significativos	103
Metodología investigativa.....	112
Resultados	114
Bibliografía	121
Anexos	127
Anexo No. 1 Procesos judiciales examinados en la Delegatura para Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades.	127
Anexo No. 2 Laudos arbitrales del Centro de Conciliación y Arbitraje de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia.....	127
Anexo No. 3 Laudos arbitrales del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá.	127

Lista de Tablas

Tabla 1	74
---------------	----

Lista de Figuras

Figura 1. Análisis de Sentencias de la Delegatura Mercantil de la Superintendencia de Sociedades	114
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----

Figura 2. Análisis de Laudos Arbitrales del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá	115
Figura 3. Análisis de Laudos Arbitrales del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia	116
Figura 4. Análisis Integral de Sentencias y Laudos Arbitrales	117

Resumen

En 1970, Milton Friedman, un eminente profesor de la Universidad de Chicago y quien luego ganaría el Premio Nobel de Economía, publicó un influyente ensayo que afirmaba que la única responsabilidad social de las empresas es maximizar sus beneficios con apego a la ley y a la ética, reavivando un antiguo debate. Sin embargo, desde entonces, eventos como desastres ambientales, crisis financieras y escándalos corporativos, y también un mayor interés en temas ambientales, sociales y de gobierno corporativo han provocado un replanteamiento de las concepciones de Friedman. Esto ha dado lugar a un enérgico debate sobre si las compañías deben centrarse exclusivamente en maximizar los beneficios para los accionistas, en línea con la teoría de los accionistas, o si deben considerar el beneficio de todas las partes interesadas, incluyendo aspectos sociales, ambientales y de gobierno, como propone la teoría de terceros interesados. El conflicto central en este contexto puede ser interpretado como un problema de agencia, en la cual los intereses de los accionistas pueden entrar en conflicto con los de otras partes de interés, debido a la existencia de asimetrías de información, acciones y conductas. En el ámbito colombiano, la discusión sobre este asunto se halla en constante desarrollo, y la presente investigación se enfoca en el análisis de la jurisprudencia societaria emitida por la Superintendencia de Sociedades, así como por los Centros de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Medellín y la Cámara de Comercio de Bogotá, desde el año 2012. Con el propósito de comprender cuál de las teorías, ya sea la de los accionistas o la de los terceros interesados, prevalece en la práctica legal y judicial de Colombia.

Objetivos

Objetivo General

Examinar, dentro del ámbito de la jurisprudencia societaria durante los últimos once años, si las sentencias dictadas por los tribunales y los laudos arbitrales indican una inclinación hacia la maximización de los beneficios de los accionistas o hacia la optimización de los intereses de los terceros involucrados.

Objetivos Específicos

Recopilar una muestra representativa de decisiones judiciales y arbitrales emitidas por la (i) Superintendencia de Sociedades, (ii) el Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia y (iii) el Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá, con el propósito de discernir una posible inclinación a favor de la teoría de la maximización del valor de los accionistas o al enfoque de incremento de la utilidad de los terceros interesados; desde el año 2012 hasta septiembre de 2023, coincidiendo con la instauración del tribunal societario en la Superintendencia de Sociedades, así como los arbitrajes más destacados de los Centros de Conciliación y Arbitraje, en comparación con aquellos de menor incidencia y relevancia en términos de casos.

Realizar un análisis comparativo de las decisiones recopiladas de los órganos judiciales y arbitrales señalados, enmarcado en un enfoque de análisis económico del derecho bajo el concepto de problemas de agencia. Identificando si estas decisiones reflejan una tendencia hacia la maximización del valor de los accionistas o hacia el incremento de la utilidad de los terceros interesados.

Exponer los resultados derivados del análisis comparativo para contribuir con información relevante que nutra la discusión y el progreso normativo dentro del ámbito del derecho societario.

Introducción

El 7 de febrero de 1919, la Corte Suprema de Michigan, en los Estados Unidos, dictó un fallo que se convertiría en un antecedente crucial en el ámbito del derecho de sociedades. Este caso se centraba en la disputa legal entre los hermanos John Francis Dodge y Horace Elgin Dodge y la Ford Motor Company. La demanda fue presentada debido a la reticencia del presidente de la compañía a distribuir dividendos especiales, a pesar de contar con un excedente de capital de 60 millones de dólares, equivalente a aproximadamente 1.800 millones de dólares¹ actuales. Los hermanos Dodge eran accionistas minoritarios en la Ford Motor Company y en conjunto poseían el 10% del capital total de la sociedad, representado por 2.000 acciones. Desde 1914, John y Horace Dodge habían alegado ser tratados injustamente como accionistas minoritarios. Se encontraban en desacuerdo con la gestión de la compañía y se sentían excluidos de la toma de decisiones. John F. Dodge había renunciado a la vicepresidencia de la Ford Motor Co. y los hermanos no tenían representación en la junta directiva, la cual estaba completamente compuesta y controlada por Henry Ford, el accionista mayoritario que poseía el 58% de las participaciones y ejercía la presidencia de la Ford Motor Company.

En 1916, H. Ford emitió una declaración pública que, en apariencia, establecía la política de la compañía abstenerse de pagar dividendos especiales en el futuro, optando por reinvertir todas las ganancias de la compañía para el negocio y sus perspectivas futuras, disminuir el precio de venta de sus carros para expandir sus ventas y aumentar los salarios pagados, excluyendo el

¹ El valor actualizado ha sido determinado de acuerdo con la calculadora de inflación del U.S. Bureau of Labor Statistics.

dividendo ordinario del 5% ya estipulado. Ante los medios de comunicación de la ciudad de Detroit y en todo Estados Unidos, Ford hizo la siguiente declaración:

“My ambition, declared Mr. Ford, is to employ still more men; to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes. To do this, we are putting the greatest share of our profits back into the business.” [Mi ambición, declaró el Sr. Ford, es emplear aún más hombres; difundir los beneficios de este sistema industrial al mayor número posible, para ayudarlos a construir sus vidas y sus hogares. Para esto, estamos poniendo la mayor parte de nuestras ganancias en el negocio. – traducción del autor] (Supreme Court of Michigan, 1919)

En el fondo de la disputa se hallaba un complejo conflicto intrasocietario que impactaba a la Ford Motor Co. Por un lado, se encontraba Henry Ford, con el deseo de ampliar su poder de mercado y su conglomerado mediante la adquisición de varias operaciones mineras, la construcción de siderúrgicas y el desarrollo de un complejo industrial a lo largo del River Rouge, en Dearborn, Michigan, contando con un superávit de 60 millones de dólares. En contraparte, los hermanos Dodge cuestionaban la prudencia de este plan de expansión. El Sr. Ford también albergaba dudas y sospechas acerca de la competencia de sus socios, los hermanos Dodge, a quienes consideraba usuarios de los dividendos de la Ford Motor Company para fortalecer una compañía de automóviles competidora. La presión sobre los hermanos Dodge era tal que habían optado por suspender su principal contrato de suministro de autopartes con la Ford Motor Co.

Además, la Dodge Brothers Company había lanzado en 1914 un automóvil que competía con el principal modelo de Ford, integrando todas las mejoras de ingeniería sugeridas por los hermanos Dodge a Ford, sugerencias que, al parecer, no habían sido consideradas. En consecuencia, Henry Ford, al reducir el precio de venta de sus vehículos, recortar costos, incrementar salarios, aumentar la cantidad de empleados y reducir los dividendos de la Ford

Motor Co., planeaba consolidar su poder en el mercado automotor. Aspiraba así a integrar verticalmente la operación para solucionar problemas con los sindicatos y, simultáneamente, limitar el crecimiento empresarial de John y Horace Dodge. Estos hechos, en conjunto, configuraron la base de la demanda.

La Corte Suprema de Michigan, al emitir en 1919 su fallo sobre el caso de los hermanos Dodge, estableció que Henry Ford debía dirigir la Ford Motor Company exclusivamente en beneficio de sus accionistas, evitando enfoques caritativos o filantrópicos en favor de empleados o clientes. Este veredicto concedió al Sr. Ford un amplio margen de discrecionalidad para la gestión de su compañía. El dictamen identificó dos principios legales para resolver la disputa en Dodge v. Ford. El primero, conocido como principio de primacía de los accionistas o *shareholder primacy*, subrayó la necesidad de administrar la Ford Motor Co. con una prioridad absoluta en los intereses de los accionistas. El segundo, la regla de la discrecionalidad o *business judgment rule*, indicó la incapacidad de la Corte para cuestionar las decisiones comerciales tomadas por Henry Ford, salvo en caso de incumplimiento de sus deberes fiduciarios como representante legal y accionista. En consecuencia, se eximiría de revisar decisiones comerciales siempre y cuando fueran tomadas de buena fe, por un empresario avezado, y en interés de la sociedad.

El fallo, que subrayó la preeminencia de los accionistas, se ha mantenido como un estándar legal duradero en el tiempo. A pesar de que el caso Dodge v. Ford no posea actualmente una sólida jurisprudencia vigente, dado que bajo la regla de la discrecionalidad los tribunales en Estados Unidos raramente anulan decisiones corporativas de no distribuir dividendos, sí marcó un hito en términos de la orientación que se espera de una sociedad comercial en relación con su objetivo final.

El debate en torno al propósito de una sociedad comercial es tan antiguo como la misma institución de las sociedades. Este debate ha sido continuo a lo largo del tiempo y no ha estado exento de controversias. En 1970, el distinguido profesor de la Universidad de Chicago y galardonado con el Premio Nobel de Economía en 1976, Milton Friedman, publicó un influyente ensayo que avivó esta discusión. El ensayo, titulado "The social responsibility of business is to increase its profits" ["La responsabilidad social de las empresas es aumentar sus beneficios – traducción del autor"], planteó la premisa de que la responsabilidad fundamental de las compañías es maximizar sus ganancias, siempre y cuando esto se realice **dentro de los límites legales y éticos**, en lugar de inmiscuirse en cuestiones abstractas como la responsabilidad social corporativa y sus objetivos sociales deseados. Friedman argumentó que las responsabilidades y obligaciones recaen en las personas a nivel individual y no en las entidades empresariales. Según su perspectiva, son los empresarios, administradores y ejecutivos, en su calidad de individuos, quienes asumen diversas responsabilidades y obligaciones, ya sea por imperativos legales o por elección personal. Estas responsabilidades pueden incluir deberes hacia sus familias, comunidades religiosas, clubes, ciudades o naciones, entre otros. A pesar de que los ejecutivos pueden sentirse moralmente obligados por estas responsabilidades sociales, desde un punto de vista empresarial están actuando en su capacidad individual y no como agentes de la compañía. En este contexto, están utilizando su propio tiempo, recursos personales y energía en lugar de los recursos de los accionistas e inversionistas, a quienes, por contrato, se les ha comprometido a dedicar esos recursos al logro de los objetivos empresariales. (Friedman, M., 1970)

La idea de Friedman resume de manera concisa el concepto de la primacía de los accionistas, consolidándose como un principio fundamental en el ámbito del derecho de sociedades desde la histórica decisión de 1919 que otorgó prioridad a los intereses de los

accionistas en todas las determinaciones corporativas. No obstante, el panorama mundial ha experimentado cambios significativos desde aquel fallo de la Suprema Corte de Michigan y la presentación del argumento del profesor Milton Friedman en 1970, especialmente debido a los sucesos resultantes de las acciones emprendidas por compañías que han operado con una prioridad exclusiva hacia los accionistas. Así por ejemplo en el año 1984 en la ciudad de Bhopal, India, se presentó un escape toxico de una planta de pesticidas propiedad de Union Carbide Corporation, que ocasionó la muerte de 12.000 personas derivada de la mala administración y negligencia de la compañía, ante una drástica reducción de costos. (The New York Times, 1984) Otro ejemplo es la plataforma petrolífera Piper Alpha, ubicada en el mar del norte propiedad de la Occidental Petroleum Corporation, que en el año 1988 una sufrió una explosión por la falta de mantenimiento y negligencia en los procedimientos de seguridad, que ocasiono la muerte de 167 vidas. (The Sun, 2018)

En el año 1989, el buque petrolero Exxon Valdez propiedad de ExxonMobil Corporation, encalló en un arrecife de coral en el entrante del golfo de Alaska, AK, EE. UU., causando un derrame de 10,8 millones de galones de petróleo crudo y produciendo la contaminación marina de la Península de Kenai. El accidente fue resultado de un capitán intoxicado y un buque petrolero monocasco, más propenso a sufrir daños y provocar vertimientos, pero de coste inferior para la compañía. (The Washington Post, 2017) Muy similar al accidente del buque petrolero Prestige en el año 2002 en las costas de Galicia, España. (El País, 2003) En el año 2010, la plataforma petrolífera Deepwater Horizon propiedad de British Petroleum, sufrió un accidente que suscito un derrame de crudo de 210 millones de galones de petróleo y la muerte de 11 personas. El accidente se derivó de la mala administración y la negligencia de la compañía ante una excesiva política de reducción de costos. (CNN, 2015)

En el año 2001, Enron, una compañía energética entró en bancarrota y suscitó la pérdida de 21.000 empleos, la distracción de los planes de ahorro y jubilación de muchos más trabajadores, además, de un detrimento de \$23 mil millones de dólares para sus acreedores. Todo por la actuación de los administradores contraria a la ley y la ética, que se beneficiaron de una práctica irregular en la contabilidad. En colusión con sus auditores Arthur Andersen, los ejecutivos obtenían importantes pagos y bonificaciones ante el incremento del valor de las acciones. (The Economist, 2002a)

Otro importante caso, es la quiebra de WorldCom en 2002: algunos ejecutivos habían modificado los estados contables de la compañía con ayuda de sus auditores, realizando ingresos contables fraudulentos por valor de \$3.800 millones de dólares en sus libros contables generando posteriormente como resultado la pérdida de \$180 mil millones de dólares para sus accionistas y el despido de 20.000 trabajadores, mientras sus ejecutivos recibían jugosas bonificaciones por el reporte de cuantiosos ingresos. (The Economist, 2002b)

En el año 2008, se desencadenó una crisis financiera como consecuencia del colapso de una burbuja inmobiliaria. Esta crisis surgió a raíz de la acumulación de hipotecas de alto riesgo, respaldadas en bonos inmobiliarios que ofrecían a los inversionistas altos rendimientos con bajo riesgo. A través de múltiples externalidades, se generó una súbita caída de los principales bancos de Wall Street, incluido Lehman Brothers. Este banco, caracterizado por su estructura altamente apalancada, contaba con activos valorados en \$680.000 millones de dólares respaldados por tan solo \$22.500 millones en capital, lo que culminó en la quiebra de la institución financiera. (The Economist, 2013b) Pero mientras esto ocurría los ejecutivos del Banco recibían cuantiosos pagos y bonificaciones por su resultado. En igual sentido, Merrill Lynch había realizado malas inversiones y entrado en impagos ante la tenencia de \$51.800 millones de dólares en activos

tóxicos de hipotecas *subprime*, aquellas con alto riesgo crediticio. La consecuencia para Merrill fue la venta al Bank of America por la mitad de su precio, con un descuento del 61% del valor real afectando a sus accionistas y empleados. (The Economist, 2010) La conclusión de ambas actuaciones fue un pánico bursátil generalizado y una crisis que afectó todas las economías del mundo. De ahí que otro banco Bear Stearns Companies, Inc., quebrara como consecuencia de un actuar análogo a sus pares de Wall Street, al poseer una estructura altamente apalancada. Derivando en un rescate fallido del FED y su venta al J.P. Morgan Chase a un bajo precio. (The Economist, 2008) Pero mientras los contribuyentes en EE. UU. brindaban rescates de \$700.000 millones de dólares para la compra de activos tóxicos de Wall Street, los directores y ejecutivos de los principales bancos utilizaron estos dineros para continuar sus prácticas riesgosas y pagarse cuantiosas bonificaciones con el dinero de los rescates. (Reuters, 2009)

Otro caso, es el colapso de una edificación de 8 pisos en la ciudad de Daca, Bangladesh, en el año 2013, en el denominado Rana Plaza. Allí la compañía Ether Tex se dedicaban a la manufactura textil para las principales cadenas de moda rápida y de lujo. La edificación presentaba fallas estructurales y debía evacuarse de inmediato, no obstante, los administradores de la compañía afirmaron que era segura y amenazaron a los trabajadores con retener la paga de un mes si no retornaban a sus labores. Por lo que el día siguiente de esta declaración se encontraban laborando 3,122 trabajadores cuando se presentó el desplome. El resultado fue la pérdida de 1.134 vidas. (The Economist, 2013a) Un ejemplo adicional, es el escándalo de emisiones de Volkswagen en 2015, la compañía de automóviles al no encontrar una solución a tiempo ante los controles de emisiones establecidos por la Unión Europea y EE. UU., produjo un software que manipulaba los resultados al detectar las condiciones de realización de una prueba. Los ejecutivos de la compañía aprobaron su implementación y durante 6 años vendieron

vehículos que superaban el límite legal para las emisiones de óxido de nitrógeno, defraudando a clientes y diversas autoridades ambientales en el mundo. (Associated Press Regional State Report, 2022)

En el año 2019, las autoridades aeronáuticas mundiales prohibieron la operación de los aviones Boeing 737 MAX después de dos accidentes aéreos que resultaron en la pérdida de 346 vidas. La causa subyacente de estos incidentes fue la ocultación de un sistema automático de maniobra diseñado para prevenir la pérdida de la aeronave. Este software fue implementado para abordar el desequilibrio estructural provocado por la instalación de nuevos motores en una estructura que había estado en proceso de actualización desde 1967 hasta ese momento. Como consecuencia, la aeronave experimentaba una falta de equilibrio en su distribución de peso, y la ocultación de este sistema se llevó a cabo para evitar costos adicionales de entrenamiento de los pilotos, con el propósito de competir y ganar a su contraparte, el Airbus A320 neo. Lo que resulta sorprendente de la administración de Boeing en este contexto, no es únicamente la ocultación de nuevos sistemas en la aeronave, sino también la actitud de la compañía, que indujo a error a las entidades gubernamentales encargadas de otorgar las licencias. Además, se destaca el conocimiento interno de la compañía sobre la tasa de accidentes que se esperaba para el avión, considerando como razonable la ocurrencia de un par de accidentes por año en función de las decisiones de construcción y diseño de la aeronave. (DW Documentary, 2020)

La sucesión de estos eventos, en conjunto con otros incidentes, ha suscitado interrogantes respecto al rol de las compañías en su entorno social y su efecto, particularmente negativo, en otros grupos de interés como los trabajadores y el medio ambiente, entre otros. Esto resalta la imperiosa necesidad de adoptar prácticas empresariales éticas y responsables. Especialmente, frente al impacto ocasionado al medio ambiente, la sociedad y la economía global, los cuales se

ven afectados en términos generales por la gestión de un agente que exclusivamente y obsesivamente busca maximizar, e incluso no solo optimizar, los intereses de sus accionistas, tal como evidencian los casos mencionados previamente.

Los casos presentados ilustran que el conflicto entre la teoría de los accionistas y la de los grupos de interés no se limita únicamente a grandes accidentes derivados de la reducción de costos con numerosas víctimas. Este debate también se manifiesta en compañías industrialmente seguras, donde tales catástrofes no han ocurrido. Sin embargo, estos casos ejemplifican y cobran gran relevancia al mostrar y contrastar ambas teorías.

Por consiguiente, la teoría de la primacía de los accionistas fue objeto de un replanteamiento, dando lugar a teorías antagónicas que otorgan a la compañía un papel relevante en la sociedad. No solo en la generación de beneficios económicos en interés de sus accionistas, sino también en la contribución al bienestar social y ambiental. De este modo, surgió la responsabilidad social empresarial, que evolucionó hacia la incorporación de criterios ESG (siglas en inglés para Ambiental, Social y Gobernanza) o ASG (siglas en castellano). Estos criterios surgieron en el año 2004 como respuesta a la necesidad de integrar factores no financieros en la toma de decisiones empresariales que no sean de exclusivo beneficio para los accionistas. Estos parámetros miden el rendimiento de una compañía en función de su capacidad para generar valor para todos los involucrados. La adopción de criterios multidimensionales promovió la consolidación de la teoría del *stakeholder* o de grupos de interés, la cual subraya la necesidad de que una compañía considere los intereses de todos sus grupos involucrados al tomar decisiones, en lugar de concentrarse exclusivamente en los accionistas. Esta teoría sugiere que las compañías pueden maximizar su beneficio a largo plazo si logran satisfacer las necesidades de todas las partes involucradas, no solo las de los accionistas en primer lugar.

En el Foro Económico Mundial de 2019, celebrado en Davos, Suiza, líderes económicos y políticos presentaron una serie de iniciativas con un fuerte enfoque en la sostenibilidad. Estas iniciativas resaltaban las inversiones destinadas a promover prácticas empresariales respetuosas del medio ambiente, con un enfoque social y de gobernanza, alineadas con la teoría de los terceros interesados. En un contexto similar, la Business Roundtable, una asociación que reúne a los principales directores ejecutivos de las compañías más prominentes del S&P 500, emitió una declaración en el año 2019, que no eludió las connotaciones políticas. En dicha declaración, manifestaron su intención de alejarse de la primacía de los accionistas, comprometiéndose en cambio con el involucramiento de todas las partes interesadas, abrazando así la teoría de los grupos de interés.

Existe escepticismo sobre la autenticidad de esta declaración debido a las posibles discrepancias entre las compañías y las distintas industrias. Así, surgen interrogantes acerca de si estas compañías están actualmente siendo gestionadas en aras del beneficio de todas las partes interesadas: clientes, empleados, proveedores, comunidades y accionistas. En el contexto de América del Sur, incluyendo Colombia, se plantea la incógnita sobre si las compañías han demostrado un compromiso genuino con las partes interesadas luego de la emisión de la declaración, y si siguen los lineamientos establecidos por los líderes del mercado.

Desde una perspectiva legal, surge el interrogante de cómo los jueces y árbitros interpretan estas nuevas teorías, y si persiste la noción de la primacía de los accionistas, tal como lo propuso el profesor Milton Friedman a principios de la década de los setenta del siglo XX. Estos cuestionamientos poseen una gran relevancia y presentan una complejidad considerable al abordarlos. Por ende, el propósito de la investigación actual es examinar estos criterios en un contexto particular, mediante el análisis de las sentencias del Tribunal Societario, que hace parte

de la Superintendencia de Sociedades, y los laudos arbitrales emitidos por el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia y el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Cámara de Comercio de Bogotá, con un enfoque en asuntos societarios.

Se busca determinar si las decisiones judiciales, además de resolver los problemas jurídicos planteados por la demanda, la contestación y excepciones, mantienen una orientación que privilegia la maximización del valor para los accionistas o si adoptan una perspectiva destinada a maximizar el valor para los grupos de interés. Esta investigación se adentra en un debate de lege data que aún permanece sin resolver, pero que es de suma importancia en la actualidad, considerando el contexto de los cambios sociales, culturales, políticos y económicos característicos de la era contemporánea. El objetivo final de esta investigación es responder a la pregunta fundamental: ¿a quién debe servir y beneficiar una sociedad comercial?

La investigación se centra en analizar la interpretación que jueces y árbitros realizan al resolver conflictos societarios, particularmente cuando se enfrentan a las teorías antagónicas de los accionistas frente a los grupos de interés, planteando la cuestión central sobre el objetivo que debe servir una sociedad. El estudio aborda los fundamentos teóricos y prácticos presentes en las decisiones judiciales, considerando las discrepancias entre accionistas, administradores, empleados, estados, clientes, proveedores y la sociedad civil. Se busca responder a la pregunta fundamental: ¿Los órganos judiciales y arbitrales favorecen la maximización del valor para los accionistas o la utilidad de los participantes?

El enfoque metodológico se basó en el análisis de sentencias y laudos arbitrales. Este análisis se centró en casos que abordaban principalmente cuestiones tales como el abuso del derecho al voto, la desestimación de la personalidad jurídica, decisiones de administradores

afectadas por conflictos de intereses, y la responsabilidad de los administradores, entre otros aspectos. La selección de estos temas se basó en la controversia suscitada en torno a las teorías de los terceros interesados y los accionistas, especialmente cuando se enfrentan a intereses divergentes. Para establecer preferencias hacia una u otra teoría, se aplicaron criterios específicos. Inicialmente, se investigó si se manifestaba explícitamente una preferencia por una teoría sobre la otra; en ausencia de tal manifestación, se examinaron referencias indirectas o tácitas. En casos ambiguos, se analizó a quién beneficiaba la decisión a lo largo del caso, excluyendo errores procesales.

La cronología de estudio se extendió desde 2012 hasta septiembre de 2023, período coincidente con la instauración del tribunal societario que funciona en la Superintendencia de Sociedades. Este marco temporal se aplicó de manera uniforme a los Centros de Conciliación y Arbitraje de las Cámaras de Comercio de Medellín y Bogotá. Es de aclarar que las sentencias de los Tribunales Superiores de Distrito y la Corte Suprema de Justicia no fueron incluidas en el análisis, dada su escasez y también puesto que la mayoría de los casos societarios se tramitan en la instancia especializada de la Superintendencia de Sociedades, que es el enfoque primordial de esta investigación.

El texto continúa con la siguiente secuencia tras las secciones introductorias, inicia con una delimitación conceptual de las teorías y conceptos fundamentales, seguido por un breve análisis histórico de las sociedades comerciales y su tendencia hacia las teorías estudiadas. Luego se sumerge en el problema de la agencia a través del análisis económico del derecho, explorando el marco que abarca las teorías examinadas. Posteriormente, se examina la realidad dentro del contexto jurídico colombiano, finalizando con los resultados de la investigación y las conclusiones derivadas de la misma.

Delimitación conceptual

En esta sección del texto se abordarán definiciones y conceptos fundamentales que resultan esenciales para lograr una comprensión detallada de la investigación en curso. En primer lugar, se explorará el concepto de terceros interesados y se analizará su relevancia en el contexto de la investigación. La comprensión de este concepto es fundamental, ya que permite identificar y examinar las partes externas que pueden tener un interés legítimo en las actividades y resultados de una entidad societaria.

Luego, se realizará un análisis más exhaustivo del concepto de los accionistas, explorando algunas nociones fundamentales asociadas a su participación en las entidades societarias. Los accionistas representan un componente vital en las sociedades comerciales, siendo los propietarios de las acciones y con una serie de derechos y responsabilidades que requieren un análisis detallado. Posteriormente, se examinarán los criterios ambientales, sociales y de gobernanza, ESG o ASG por sus siglas en inglés y español.

Aunque el enfoque principal de la investigación no se dirige específicamente hacia estos criterios, es esencial proporcionar una definición clara y delimitar su alcance dentro del contexto de este estudio. La importancia de estos criterios radica en su impacto en los terceros interesados y su pertinencia en el análisis de la presente investigación. Al profundizar en estas definiciones y conceptos, se sentará una base para avanzar en el estudio y comprender con mayor claridad las interacciones, responsabilidades y dinámicas que involucran a los terceros interesados, los accionistas y los criterios ESG o ASG en el marco de esta investigación.

Stakeholder, interesados, terceros interesados, intervinientes o grupos de interés.

El término *stakeholder* es un vocablo anglosajón que engloba a todas las partes interesadas o involucradas en una compañía, aquellas que podrían verse afectadas por sus acciones o que mantienen un interés legítimo en la misma. Sin embargo, es importante señalar que no existe una traducción precisa de la palabra *stakeholder* al español. Por tanto, para los propósitos de esta investigación, se entenderá que cuando se mencionen términos como "interesados", "terceros interesados", "intervinientes" o "grupos de interés", se está haciendo referencia a los *stakeholders*. Es crucial destacar que definir el alcance de estos grupos de interés, así como su composición y sus límites en términos espaciales, temporales y materiales, es una tarea sumamente compleja. Tal como señala Bainbridge, los terceros interesados constituyen un grupo diverso y ambiguo de individuos y entidades no claramente delimitado. (Bainbridge, 2023) Los teóricos de los grupos de interés consideran que estos actores pueden ejercer influencia en la compañía o ser afectados por las decisiones y operaciones que lleva a cabo.

Según Maria Bonnafouse y Jacob Dahl Rendtorff, el término stakeholder es empleado de diversas maneras tanto por expertos como por el público en general. Desde la perspectiva del público en general, el concepto de "tercero interesado" se asocia con la noción de ciudadanía, mientras que, en el ámbito especializado, se refiere a todas aquellas personas que no son accionistas de una compañía, pero que tienen intereses en sus actividades, intereses que deben ser reconocidos según estos autores. Los autores señalan que el término tercero interesado fue formalmente introducido en 1963 para referirse a grupos necesarios para la coexistencia social. Posteriormente, este concepto fue difundido por R. Edward Freeman, profesor de la Universidad de Virginia, quien lo vinculó más estrechamente con las organizaciones del ámbito privado y

sentó las bases de la teoría de las partes interesadas. Freeman asoció este término a la interacción entre el mundo de los negocios y la esfera pública, identificando intereses opuestos, principalmente en el ámbito ambiental, pero también en aspectos sociales, políticos, culturales y ecológicos. (Jacob Dahl Irendtorr & Maria Bonnafous-Boucher, 2016)

En particular, el profesor R. Edward Freeman propuso conceptualmente una identificación exhaustiva de todos los grupos e individuos que podrían verse afectados o han sido afectados por el cumplimiento del propósito social de una compañía. Dentro de este marco, destacó como grupos de interés a propietarios, defensores de los consumidores, clientes, competidores, medios de comunicación, empleados, defensores del medio ambiente, proveedores, entidades gubernamentales, así como a organizaciones locales o comunidades. (R. Edward Freeman, 1984)

Sin embargo, es imperativo destacar la ambigüedad inherente al concepto de terceros interesados propuesto por Freeman, según lo expuesto por Bainbridge (2023) la definición es tan amplia que carece de sentido; de hecho, Freeman mismo generó rechazo al sugerir que algunas compañías deberían considerar a grupos terroristas como partes interesadas, debido a la amplitud del concepto. Por consiguiente, Bainbridge argumenta que una definición más precisa y, por ende, más útil, identifica a los terceros interesados como aquellos no accionistas cuya relación comercial con la compañía da lugar a reclamaciones implícitas de buena fe y trato justo. A pesar de ello, esta definición más restringida no escapa a la controversia. De acuerdo con lo señalado por Bainbridge, teóricos como Euge Fama afirman que se debe excluir a los proveedores de la categoría de partes interesadas, argumentando que estos pueden proteger sus propios intereses. En un sentido similar, sostiene que se debe excluir a los clientes bajo el argumento de que, en un mercado competitivo, aquel que no logre mantener satisfechos a sus clientes no perdurará. En

síntesis, no existe un consenso sobre quién es un tercero interesado dada su amplitud, y ni siquiera se cuenta con un elemento temporal claro: ¿se consideran las partes interesadas actuales, pasadas o futuras? ¿Quién decide y equilibra los intereses seleccionados? (Bainbridge, 2023)

Efectivamente, incluso al dejar de lado las objeciones presentadas, la definición de quién constituye una parte interesada sigue siendo problemática. Por lo tanto, en concordancia con los planteamientos originales del autor, en el marco de esta investigación se utilizará el término "terceros interesados" con la connotación y significado atribuidos por R. Edward Freeman, sin obviar las consideraciones de ambigüedad y amplitud presentadas por Bainbridge.

Shareholder, stockholder, shareowners y accionista

Los términos *shareholder* y *stockholder* se traducen al español como accionistas. (Dahl, 2004) Es relevante señalar que no existe una distinción sustancial entre ambos términos, sino que su preferencia varía según las distintas regiones de habla inglesa. *Stockholder* es un término más usual en Estados Unidos, sin embargo, su predominancia se determina en gran medida por su empleo en las leyes estatales dentro del país. Cabe recordar que el derecho societario en Estados Unidos se rige principalmente por las normativas de cada estado y ocasionalmente por las regulaciones federales, pero el uso del término también se extiende, en especial, a las sociedades cotizadas en bolsa. Por otro lado, *Shareholder* también se utiliza en Estados Unidos, pero tiene una mayor predominancia en el Reino Unido. Ambos términos se refieren a una persona que posee una participación accionaria de una sociedad de capital y ocasionalmente también se utiliza el término *Shareowners*. Todas ellas se refieren a los propietarios de las acciones de la sociedad. Por tanto, en una sociedad comercial los accionistas son los propietarios de las acciones, que representa el método de división de capital utilizado en la sociedad.

Las acciones “constituyen un método de división de capital utilizado para las sociedades anónimas, por acciones simplificada y comandita por acciones. Se trata de partes de capital de igual valor, representadas en títulos que, bajo principio supletorio, son libremente negociables” (Reyes, 2020, p. 43) En su esencia, los accionistas representan los titulares de participaciones en la propiedad de la compañía y son poseedores de las acciones de la sociedad. Aunque esta definición se ajusta más a la teoría de la primacía de los accionistas, es pertinente considerar también las teorías contractualistas, donde los accionistas se consideran personas o entidades que poseen acciones y aportan un recurso económico como un nexo contractual, es decir, son inversionistas que proveen recursos de capital, mas no son propietarios de la compañía. (Romano, 1993)

Más allá de estas distinciones, en el marco de la presente investigación, se utilizará el término accionistas con la connotación y el significado asociados a los propietarios de acciones, englobando tanto a los *shareholders* como a los *stockholders*. Asimismo, se empleará el término accionistas, y aunque no sea completamente preciso, a lo largo de esta investigación se incluirá también a los socios de sociedades que no son por acciones, como las compañías de responsabilidad limitada, la comandita simple y colectiva.

Las características intrínsecas de los accionistas y las acciones son fundamentales para comprender el contexto de esta investigación. La división del capital en acciones representa una estructura inherente en las sociedades comerciales y conlleva implicaciones clave para los accionistas. Este proceso abarca varias características distintivas. En primer lugar, implica la creación de una entidad jurídica independiente y separada de los individuos propietarios de las acciones. En segundo lugar, establece la responsabilidad limitada de los accionistas, generalmente hasta el monto de su aporte. En tercer lugar, y salvo el derecho de preferencia o

prohibición estatutarias o legales, posibilita la transferencia de las participaciones accionarias al considerarse títulos valores negociables. En cuarto lugar, centraliza la administración a través de una estructura de consejo de administración o junta directiva. Por último, establece la propiedad compartida por los inversionistas en el capital social. (Bainbridge, 2002) Estas características son primordiales para comprender el rol de los accionistas y las acciones en el contexto de las sociedades comerciales. Aunque se profundizará más adelante en estas particularidades en la sección correspondiente del texto, resulta fundamental tener claro el concepto de accionista desde esta introducción.

ESG o ASG

La abreviatura de ambiental, social y gobernanza es una descripción completa de la responsabilidad social corporativa. Esta ha experimentado una evolución significativa en los últimos años, convirtiéndose en un cambio cultural que abarca los objetivos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en las compañías. (Dathe et al., 2022) En definitiva, los criterios ASG son medidas estándar asociadas a los objetivos de desarrollo sostenible y al Acuerdo Climático de París. Estos criterios fueron impulsados como una iniciativa voluntaria por parte de las Naciones Unidas, con el fin de que las compañías adopten prácticas de inversión más responsables y sostenibles. (Câmara & Morais, 2022)

En un sentido más amplio, la integración de criterios ambientales (A), sociales (S) y de gobernanza (G) en las decisiones de inversión se manifiesta como una estrategia que promueve la inversión responsable y sostenible. Aunque la aplicación de ASG se relaciona principalmente con las selecciones de fondos de inversión responsables e inversionistas comprometidos, es importante considerar también otras decisiones financieras en las que los criterios ASG tienen

una relevancia significativa, como el asesoramiento en inversiones, préstamos o suscripciones de acciones. Estas determinaciones, llevadas a cabo por instituciones financieras con énfasis en ASG, establecen un compromiso a largo plazo en las compañías que invierten en otras organizaciones, lo que desencadena un efecto de propagación o influencia, o al menos es el objetivo de los criterios ASG. (Câmara & Morais, 2022)

Según académicos como Sherwood y Pollard (2019), las inversiones éticas poseen un trasfondo histórico tan antiguo que se remonta incluso a los primeros tiempos bíblicos. A lo largo de milenios, las personas de fe han influido en las decisiones de inversión basándose en criterios cualitativos. Un ejemplo ilustrativo es la incorporación de métodos de inversión ética en las leyes proporcionadas por Moisés en el antiguo testamento. Incluso en épocas más recientes, los musulmanes, cristianos y los metodistas tomaron conscientemente la decisión de evitar inversiones en lo que denominaron como "valores del pecado", como el alcohol, el juego, el trabajo y la guerra. Los autores enfatizan que estas elecciones no se fundamentaban en la maximización de la rentabilidad económica, sino en un principio de equidad arraigado en el deseo de adherirse a una serie de valores que trascendían más allá del beneficio económico personal. Estas decisiones se convirtieron en el fundamento experimental para explorar formas de valorar otros objetivos, como los medioambientales, sociales y de gobernanza en el ámbito de la inversión. (Sherwood & Pollard, 2019)

A medida que los grupos religiosos continuaban desarrollando sus criterios para excluir inversiones no deseables, el papel de la compañía privada comenzó a evolucionar en los albores del siglo XX. En este momento, muchos inversionistas comenzaron a reconocer el potencial de las sociedades para generar un impacto positivo. A principios de 1900, surgió un interés creciente por los efectos de la ética empresarial y la responsabilidad social en los resultados

financieros. Estos temas se introdujeron en la literatura académica, como ejemplifican las publicaciones de Albion W. Small, quien afirmaba que la responsabilidad primordial de cualquier compañía privada era servir a la sociedad. Detrás de cada contrato formal, estatuto o institución, subyace una ley no escrita de la civilización que establece que cada ciudadano debe ser un servidor público. (Sherwood & Pollard, 2019)

En aquel período, se evidenció un fenómeno particular que ha sido señalado por algunos académicos, cuando Andrew Carnegie dio inicio a acciones filantrópicas, seguido por J.D. Rockefeller, quien creó la Fundación Rockefeller y donó cientos de millones de dólares. A pesar de ser reconocidos como capitanes de industria o barones ladrones por sus métodos monopolísticos y carentes de escrúpulos para enriquecerse, estas acciones marcaron los primeros pasos hacia la responsabilidad social de las compañías. Esta mentalidad fue adoptada por la generación posterior de empresarios, entre ellos Henry Ford, quien sostenía que una compañía que únicamente busca beneficios económicos carece de integralidad. Ford se distinguió por proporcionar amplios beneficios a sus empleados y buscó desvincularse de la reputación de los llamados barones ladrones.

Durante la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, se amplió el enfoque hacia consideraciones adicionales en la gestión empresarial. Esta evolución se hizo particularmente patente en la Gran Depresión, donde los inversionistas, preocupados por la consolidación de las grandes estructuras corporativas, incorporaron criterios no puramente financieros en la toma de decisiones de inversión. Este cambio impulsó la emergencia de los principios de la responsabilidad social empresarial como una corriente dominante. El desarrollo cultural intenso de las décadas de 1950 y 1960, caracterizado por eventos como la Guerra de Vietnam, los movimientos por los derechos civiles y de la mujer promovidos durante el gobierno de Lyndon

B. Johnson, junto con las preocupaciones relacionadas con la Guerra Fría, incrementó la relevancia de la responsabilidad social, la cual fue considerada tanto por inversionistas como por empresarios. Hacia la década de 1970, la responsabilidad social dejó de ser un tema periférico para convertirse en un objetivo central dentro del entorno empresarial. (Sherwood & Pollard, 2019) a pesar de ser paradójicamente la misma época en la que Milton Friedman publicó su famoso ensayo.

A comienzos de la década de los 90, se introdujo un índice conocido como MSCI KLD 400, el cual contribuyó a evaluar los aspectos sociales y ambientales en las decisiones de inversión. Este sistema marcó el comienzo de la puntuación ESG, proporcionando a las compañías e inversionistas la oportunidad de incorporar las consideraciones medioambientales, sociales y de gobernanza en sus estrategias de inversión. Esto permitió un mayor entendimiento de los riesgos asociados a inversiones que previamente no eran identificados. (Sherwood & Pollard, 2019) Paralelamente, teóricos como Eugene Fama y Kenneth French (1992) llevaron a cabo un estudio titulado "The Cross-Section of Expected Stock Returns". En este trabajo, desarrollaron un modelo de valoración de activos que considera diversos riesgos para prever la distribución de rendimientos de los activos. Introdujeron dos variables fácilmente mensurables, el tamaño y el valor contable a mercado, que se combinan para capturar la variación transversal en los rendimientos promedio asociados con las acciones. El modelo propuesto combina, en la perspectiva de un inversionista en tiempo real, diversas características para obtener una estimación compuesta del rendimiento esperado de la acción, desviándose así de los pronósticos empíricos. (Fama & French, 1992)

Este desarrollo sentó las bases para los Principios para la Inversión Responsable de las Naciones Unidas, conocidos como UNPRI o PRI por sus siglas en inglés. Estos principios

marcaron un punto de inflexión al incorporar los factores ASG en las prácticas de inversión que abarcan una amplia gama de activos. Su creación fue el resultado de la invitación emitida por el entonces secretario general de las Naciones Unidas, Kofi Annan, quien instó a las principales instituciones de inversión a nivel mundial a forjar los cimientos de los PRI que se transformaron en los E.S.G. (Hill, 2020)

Sociedades comerciales

En esta sección del texto, no se llevará a cabo una descripción minuciosa de las sociedades comerciales. En su lugar, se centrará en analizar algunas de sus características primordiales y su desarrollo histórico con el objetivo de evaluar si estas sociedades promueven la teoría de la primacía de los accionistas o la teoría de los terceros interesados. Se otorgará una atención particular a las sociedades de capital, dada su prevalencia en el mercado contemporáneo, con un enfoque específico en los accionistas y las partes interesadas que son objeto de nuestra investigación.

No obstante, previo al estudio detallado de las sociedades específicas, resulta crucial abordar y considerar ciertas características intrínsecas a las sociedades objeto de análisis. Estos rasgos se erigen como fundamentos para el análisis dentro del contexto de la presente investigación. Al comprender y tomar en cuenta estas características clave, se logrará un análisis exhaustivo de las sociedades y sus particularidades, enmarcando de forma integral el estudio en cuestión. Establecer este marco inicial es esencial para asegurar un análisis riguroso de las sociedades involucradas, abarcando la independencia patrimonial, la limitación de responsabilidad, la negociabilidad de las acciones, la administración delegada y la propiedad de los inversionistas.

Al constituir una sociedad, el *patrimonio independiente* surge como la creación de un fondo separado que representa un conjunto de activos distintos de aquellos de los inversionistas, dividiendo así los activos y la propiedad individual de la entidad societaria. (Kraakman et al., 2017) Aunque los propietarios de las acciones poseen derechos, es crucial considerar que los activos pertenecen a la sociedad y no a los propietarios de las acciones. La creación de esta

prerrogativa protegida tiene como objetivo principal la separación del patrimonio, lo que, según Kraakman R. et al., resulta en un blindaje o protección para la entidad societaria. (Kraakman et al., 2017) La existencia de estas reglas implica una serie de disposiciones importantes. En primer lugar, se establece una regla de prioridad que otorga a los acreedores de la sociedad una posición preferente en caso de deudas de la compañía, incluso por encima de los créditos individuales de los propietarios. Este posicionamiento actúa en cierto modo como contraprestación por la limitación o beneficio de la separación patrimonial. En segundo lugar, se aplica una regla de protección en el proceso de liquidación, donde los propietarios individuales de la compañía no pueden disponer de activos a su libre voluntad, dada la integridad del capital y, a su vez, los acreedores no pueden hacer reclamos sobre los activos personales de los accionistas. (Kraakman et al., 2017)

La *responsabilidad limitada* se fundamenta en la premisa de que los acreedores de una entidad societaria únicamente pueden reclamar los activos pertenecientes a la compañía, excluyendo los activos de los propietarios individuales. (Kraakman et al., 2017) Esto significa que los acreedores tienen la facultad de hacer valer sus derechos únicamente sobre los activos de la compañía, quedando al margen los activos a nombre de los accionistas. Este concepto de responsabilidad limitada, que ampara a los propietarios de la compañía de las demandas de terceros, crea un incentivo para asumir riesgos que, de otro modo, serían inasequibles, al establecer un límite al riesgo. (Davies, 2010)

La disposición de la responsabilidad limitada promueve una mayor participación activa en la gestión de las compañías con el propósito de evitar la aversión a las pérdidas, un rasgo inherente a la naturaleza humana. Al establecer un límite definido a las pérdidas que un accionista puede soportar, se le brinda la oportunidad de diversificar sus opciones sin el temor a

perder activos personales que no están vinculados a la sociedad. Esta dinámica opera en ambos sentidos, ya que la responsabilidad limitada resguarda los activos de los accionistas de los reclamos de los acreedores, al mismo tiempo que la protección de la entidad societaria actúa como un elemento de blindaje, salvaguardando a la entidad de las demandas de los acreedores de los accionistas. (Kraakman et al., 2017)

Una característica esencial de la propiedad en una sociedad por acciones es la negociabilidad de las participaciones accionarias. Esta capacidad de transferencia, excepto cuando se aplican prohibiciones establecidas por los estatutos o leyes, posibilita a una compañía mantener sus operaciones y avanzar en su propósito, incluso durante los cambios de accionistas. Esto evita la parálisis o situaciones críticas que pueden ocurrir en sociedades de personas cuando se produce un cambio en la titularidad. (Kraakman et al., 2017) Esta adaptabilidad garantiza la continuidad y el avance de la compañía a lo largo del tiempo en el desarrollo de sus actividades comerciales. La autonomía de la personalidad jurídica desempeña un papel significativo en la libre transmisión de las acciones, posibilitando la transferencia de propiedad de todos los contratos relacionados con la sociedad en su totalidad.

Es relevante considerar que, aunque las acciones puedan ser transferibles en su totalidad, esta condición no asegura que sean plenamente negociables, pues podrían existir ciertas restricciones. (Palmiter, 2015) la libre negociabilidad de las acciones reporta como principal beneficio la maximización de la liquidez y la capacidad de los accionistas para diversificar sus inversiones. Adicionalmente, proporciona a la compañía una flexibilidad óptima para obtener capital. Sin embargo, es crucial reconocer que esta libertad también puede acarrear dificultades en términos de estabilidad y preservación de los acuerdos previamente establecidos. (Kraakman et al., 2017)

La *delegación de la administración* por parte de los accionistas emerge como una consecuencia intrínseca al progreso de las entidades societarias, considerando la inviabilidad de que todos los accionistas acuerden colectivamente la gestión empresarial. En este contexto, los sistemas arraigados en la tradición jurídica continental se fundamentaron en el principio de la representación, permitiendo que los accionistas designaran a individuos para obrar en su nombre y representar sus intereses en la administración de la compañía. (Reyes, 2020) Este procedimiento ha posibilitado la agilidad en la toma de decisiones y una gestión eficiente de la entidad societaria. Ha permitido que los accionistas se centren en sus actividades individuales, delegando en los representantes la responsabilidad de llevar a cabo las labores administrativas.

No obstante, conviene resaltar que esta cesión de facultades de decisión no se aplicaba de manera absoluta en todas las circunstancias. La diferenciación entre administradores y accionistas formalmente delimitó el proceso de toma de decisiones en la compañía, determinando que ciertas decisiones requerían la aprobación de los accionistas, mientras que otras podían ser adoptadas por los directivos contratados por ellos sin necesidad de su autorización. Esta división resultó de vital importancia para asegurar el control de la calidad y la relevancia de las decisiones tomadas dentro de la entidad societaria. (Kraakman et al., 2017)

La *propiedad del inversionista* se sustenta en dos pilares fundamentales: el derecho al control y el derecho a recibir los beneficios. (Kraakman et al., 2017) Los propietarios poseen el derecho de involucrarse en la toma de decisiones, lo que implica ejercer sus derechos políticos, como seleccionar a los miembros de la junta directiva o determinar aspectos cruciales de la operatividad de la compañía. Además, tienen el derecho a percibir las ganancias o beneficios generados por la compañía, de acuerdo con la cantidad de capital aportado. Estos derechos confieren a los accionistas un rol activo en la gestión y en los rendimientos de la sociedad,

estableciendo una conexión directa entre la propiedad y la participación en las decisiones y los resultados económicos. (Kraakman et al., 2017)

Sociedad Anónima

La sociedad de capitales se distingue por poseer rasgos específicos: está integrada por accionistas, posee una existencia continua e imparte a sus dueños una responsabilidad limitada. Además, tiene la capacidad de llevar a cabo operaciones comerciales y obligarse en su propio nombre. (Bainbridge, 2002) Es relevante destacar que este tipo de estructura empresarial ha adoptado distintas denominaciones según la jurisdicción donde se establece, tales como Public Limited Company (PLC) en el Reino Unido, Corporation (Corp., Inc., Co.) en Estados Unidos, Société Anonyme (S.A.) en Francia o Aktiengesellschaften (AG) en Alemania. Según Reyes (2020), la sociedad anónima se considera el modelo prototípico de las sociedades de capital, caracterizándose por la limitación del riesgo de los accionistas y su relativa separación de la gestión de los asuntos empresariales. En esencia, se trata de una entidad societaria establecida por estatutos y reconocida legalmente como una entidad autónoma con responsabilidad limitada. (Reyes, 2020)

Orígenes en el derecho continental

La concepción contemporánea de la sociedad de capitales, influenciada por la tradición jurídica continental, tiene sus raíces en Francia, específicamente con el surgimiento de la *société anonyme* [sociedad anónima]. Aunque sus fundamentos se remontan al Código Civil de Napoleón de 1804, esta forma legal simplemente formalizó una institución mercantil previa que

data del siglo XVII. (Wells, 2018) En aquel período, la sociedad anónima se contaba entre las tres estructuras legales disponibles para la formación de una asociación comercial. Estas opciones incluían la sociedad colectiva, donde los socios asumían una responsabilidad personal e ilimitada; la sociedad en comandita, que segmentaba a los socios en gestores con responsabilidad ilimitada y socios comanditarios que tenían acciones y responsabilidad limitada, sin intervención en la gestión de la compañía; y, por último, la sociedad anónima, que dividía el capital, establecía una responsabilidad limitada y cuya existencia no se vinculaba a sus miembros. (Wells, 2018)

En contraste con las estructuras legales anglosajonas, el factor más distintivo en la sociedad anónima francesa no residía en la existencia de una entidad legal independiente, sino en la limitación de la responsabilidad. En realidad, este tipo de institución adquirió su denominación porque ninguno de los asociados revelaba su nombre ni asumía responsabilidad personal, lo cual se convirtió en el pilar esencial de la sociedad anónima. No obstante, es importante resaltar que esta forma societaria era poco común en aquel período, dado que la noción de crédito estaba asociada a valores morales que requerían confianza, honestidad y seriedad. Por lo tanto, el establecimiento de una asociación en la cual nadie asumiera compromisos personales era algo atípico. (Wells, 2018)

Durante la época de la revolución industrial, la formación de la sociedad anónima surgió como una solución legal a las demandas económicas imperantes, las cuales requerían el fraccionamiento de riesgos y la atracción de capital disperso. A pesar de las reticencias y limitaciones estatales impuestas a través de regulaciones y enfoques morales, la sociedad anónima pudo sortear tales obstáculos y representó un logro en contraposición a un Estado conservador que obstaculizaba el desarrollo del capitalismo. De hecho, se transformó en el

vehículo preferido para la expansión del capitalismo privado a gran escala, gracias a las reformas que se implementaron en su estructura operativa. (Wells, 2018)

A pesar de haber sido significativamente influenciados por los franceses, los alemanes, en el transcurso del siglo XIX, tomaron un rumbo diferente en lo que respecta a las sociedades comerciales. En particular, los prusianos demostraron una actitud más cautelosa hacia la protección de los accionistas y los acreedores en comparación con sus contrapartes anglosajonas. Los debates giraban en torno a si el Estado debería otorgar o dar su consentimiento a los empresarios para establecer una sociedad anónima. Fue después de la promulgación del código comercial uniforme alemán que se desencadenó una transformación que condujo al surgimiento de la sociedad anónima. Uno de los primeros cambios significativos, efectuado en 1843, permitió a la sociedad actuar como una entidad independiente sin la necesidad de un capital mínimo. Además, se introdujo la posibilidad de contar con un consejo de supervisión y, de forma obligatoria, uno de administración. Estas modificaciones, entre otras, estuvieron orientadas a disminuir las restricciones estatales sobre la autorización para constituir una sociedad, lo que posteriormente culminó en la creación de la AG. (Wells, 2018)

Resumiendo, tanto en Alemania como en Francia, se advierte una clara distinción entre las sociedades con fines de lucro y aquellas sin ánimo de lucro. En el caso de Francia, entre 1808 y 1839, aproximadamente la mitad de las compañías en el sector de compañías más importantes consistían en asociaciones sin ánimo de lucro de seguros, muchas de ellas dedicadas a seguros marítimos y agrícolas. En contraste con estas sociedades, en el sector bancario y de ahorro y crédito predominaban las compañías de carácter público. (Wells, 2018) Por consiguiente, la sociedad anónima estaba orientada a generar beneficios para sus accionistas, quienes aportaban el capital necesario para su operación. El propósito de estas sociedades anónimas era crear

riqueza, un concepto promovido por los antiguos mercantilistas que, frente a los desafíos en expansión, se vieron compelidos a asociarse. Por ende, la sociedad anónima se convirtió en un motor de la revolución industrial. No obstante, es de relevancia subrayar que no fue la sociedad anónima la que engendró el capitalismo, sino que fue el capitalismo el que dio forma a la sociedad anónima. (Wells, 2018) Esta institución representó una evolución de las antiguas prácticas mercantiles, adaptándose a las nuevas realidades de la época. Se diferenciaba claramente de las sociedades sin ánimo de lucro que, sin lugar a dudas y bajo la aplicación de teorías contemporáneas, demostraban una clara orientación hacia los grupos de interés.

Orígenes en el derecho anglosajón

En cuanto a su contraparte anglosajona, el origen de la sociedad de capitales puede, sin lugar a dudas, remontarse a la East India Company, una entidad que desempeñó un papel crucial en la expansión del Imperio Británico. (Magnuson, 2022) Sin embargo, si avanzamos hasta principios del siglo XX en Estados Unidos, se evidenció un notable crecimiento en los negocios privados. El incremento de la oferta y la demanda por parte de consumidores y trabajadores, junto con la producción en masa, expandió el capital, posibilitando la creación de grandes compañías cuyo propósito principal era superar a sus competidores en la generación de mayores ingresos para cubrir los altos costos fijos. (Wells, 2018) En ese periodo, la ola de fusiones en la década de 1890, que involucró a gigantes como Standard Oil, Carnegie Steel, New York Central Railroad y J.P. Morgan & Company, atrajo principalmente a inversores de clase media. Estos inversionistas inicialmente se vieron atraídos a comprar bonos y acciones preferentes en lugar de las acciones ordinarias que les conferían un control y dirección directos en la compañía, un modelo más común en ese período. (Magnuson, 2022) Estos cambios en el panorama

empresarial generaron modificaciones significativas en el entorno societario, dando lugar a una nueva clase de accionistas pasivos, lo que erosionó la teoría *ultra vires* que limitaba el alcance de las actividades de las sociedades comerciales. También se reintrodujo el principio de que el poder de la junta directiva era indelegable y se eliminó la facilidad con la que los accionistas podían destituir a los directores. Además, se produjeron cambios en las reglas de votación, como la implementación de la delegación del voto y la adopción de la mayoría simple. (Wells, 2018) Estas adaptaciones en el mercado de valores reflejaron la sincronía existente con las grandes sociedades de capitales y contribuyeron al desarrollo de la economía.

No obstante, los beneficios que estas transformaciones aportaron al mercado, también surgieron consecuencias negativas, como la concentración de poder. Estas dinámicas persistieron hasta el colapso de 1929, momento en el que se reveló una práctica desmedida de especulación y manipulación de información por parte de los administradores. En respuesta, se implementaron regulaciones en el ámbito del derecho societario y financiero para abordar estas problemáticas y proteger a los inversionistas y al mercado en su conjunto. (Wells, 2018) Las regulaciones resultaron en la instauración de la separación entre propiedad y control, una distinción que más adelante evolucionó en la teoría de la empresa o teoría de agencia. Esta base teórica se enfocó en los accionistas como los individuos que influían en el rumbo de una compañía, en oposición a los administradores. Los accionistas se erigieron como los receptores de los derechos asociados a la propiedad de las acciones por encima de otros grupos de interés. (Dennis, 2020) Esto refleja un marcado interés en la teoría de la primacía de los accionistas en las sociedades de capital en los Estados Unidos durante esa época.

En Reino Unido, se observó un desarrollo similar, aunque de manera más temprana. Este país se estableció como el epicentro de la revolución industrial y siempre se distinguió por su

flexibilidad en la creación de sociedades de capital. Si bien los orígenes de este fenómeno se remontan incluso a la época romana, durante el siglo XVI surgieron las "corporations" con una influencia significativa. En aquel entonces, la autorización para la creación de compañías recaía exclusivamente en la Corona. Estas sociedades no contemplaban la noción de acciones o capital; más bien, consistían en la unión de individuos con un interés común: la búsqueda de beneficios económicos. Tras invertir su capital, la expectativa de estos inversionistas residía en obtener un rendimiento económico por su inversión. En lugar de conformar entidades de personas, se establecieron estructuras organizativas, entre las cuales se encontraba la sociedad por acciones, que congregaba un fondo común de capital. Este tipo de sociedad presentaba características distintivas, como la transferibilidad de las acciones, la responsabilidad limitada, si se establecía expresamente, la posesión de personalidad jurídica propia y una estructura jerárquica con un órgano colegiado de administración. Estas sociedades, sin embargo, no tenían una existencia indefinida, ya que estaban sujetas a la renovación de su autorización, siendo una fuente de ingresos para la Corona. Asimismo, muchas de estas compañías de capital mantenían monopolios comerciales con naciones vecinas. Un caso ilustre fue la Compañía de las Indias Orientales, la cual alcanzó dos logros significativos: primero, abrió la inversión al público en general, atrayendo a alrededor de 1000 inversionistas para sus compañías en las Indias; segundo, se convirtió en una entidad permanente y perpetua, lo que permitía tanto la inversión individual como la inversión conjunta a través de acciones, facultando a los inversionistas para reclamar la devolución de todo el capital invertido. (Wells, 2018)

Las características y los hitos previamente mencionados en la historia de la sociedad de capitales tienen una relevancia significativa para la investigación, ya que ayudan a discernir el origen de este modelo y, específicamente, su inclinación hacia la teoría de la primacía de los

accionistas o la teoría de los grupos de interés. Esta influencia, tanto en Reino Unido como en Estados Unidos, tuvo su fundamento en un principio regulador estatal con enfoque de terceros interesados, pero a medida que el capitalismo avanzaba, la atención se centraba exclusivamente en los accionistas, descartando así la importancia de los grupos de interés, como el Estado. Si bien la desregulación se convirtió en la norma, tras el colapso financiero de 1929, a pesar de que las sociedades de capitales abordaron el problema de la agencia entre la administración y los accionistas como un asunto primordial, surgió marginalmente un nuevo enfoque que contemplaba la autorregulación y la consideración de los grupos de interés. Posteriormente, tras la Segunda Guerra Mundial, surgió un resurgimiento del concepto de libertad, pero bajo nuevos marcos teóricos. Este proceso condujo al establecimiento de un estándar uniforme para las sociedades de capitales en la era moderna, y este estándar se centró en el pequeño estado de Delaware en Estados Unidos, mostrando una clara inclinación hacia la teoría de la primacía de los accionistas, aunque sin excluir el cuestionamiento de los teóricos de los grupos de interés.

Estándar de Delaware

Determinar una causa única por la cual la mayoría de las grandes sociedades de capitales en la era moderna optaron por establecerse en Delaware resulta imposible. No obstante, se han propuesto diversas hipótesis que buscan explicar esta tendencia en la elección de jurisdicción societaria. Entre los motivos que llevaron a la mayoría de las compañías listadas en el Fortune 500 a incorporarse en Delaware se encuentran la facilidad en el proceso de constitución y los beneficios fiscales asociados a esta jurisdicción. Además, algunos críticos presumen que la favorable disposición de la Corte del Estado de Delaware en relación a los intereses de los

administradores por sobre los accionistas podría haber ejercido influencia en esta elección.(Pinto & Branson, 2018)

La competencia entre los estados por atraer compañía y fomentar su incorporación bajo sus leyes fue una consecuencia inherente de las circunstancias socioeconómicas. En este contexto, el estado de Delaware se destacó al ser elegido por numerosos agentes económicos como el destino preferido para el establecimiento de sus sociedades, debido a la optimización de su marco legislativo en temas empresariales. A pesar de no ahondar en detalle en esta contienda continua, resulta innegable el papel fundamental que las cortes de Delaware han desempeñado desde la década de 1980, particularmente durante el auge de las adquisiciones hostiles en ese período. (Pinto & Branson, 2018)

Durante ese período, se produjo un desarrollo significativo de teorías y jurisprudencia que marcaron un hito en el ámbito del derecho societario, propulsando una continua evolución en las leyes del estado de Delaware y obteniendo reconocimiento a nivel global en la actualidad. Estos avances han permitido que las leyes y decisiones judiciales de Delaware se erijan como un modelo para la formulación de regulaciones comerciales en otros estados y naciones. La creación de deberes fiduciarios reconocidos por los tribunales de Delaware, que establecen la responsabilidad primordial de los directivos hacia los accionistas, ha sido un elemento de vital importancia y un marcador distintivo de su enfoque primordial hacia los intereses de los accionistas. Actualmente, Delaware destaca por sus leyes comerciales avanzadas y actualizadas, reconocidas por su flexibilidad y su estructura simplificada. Además, posee un sistema judicial ágil y especializado en asuntos societarios y comerciales, manteniéndose como un destino atractivo para la incorporación de compañías. (University of Pennsylvania Carey Law School, 2019) No obstante, y dejando de lado estos elogios, para los propósitos pertinentes de la

investigación, Delaware adoptó la teoría de la primacía de los accionistas y la promovió a nivel global como paradigma en el ámbito del derecho de sociedades.

Las características inherentes a la sociedad de capitales establecida allí han marcado un estándar global, resaltando ciertos atributos distintivos. En primer lugar, se destaca como un modelo societario diseñado para grandes negocios, en contraste con otras entidades comerciales. Su establecimiento se concreta mediante un proceso formal que implica la redacción de un acta constitutiva, donde se especifican los atributos básicos de su identidad, como el nombre, la cantidad de acciones, el domicilio, el representante legal y la dirección del constituyente. Adicionalmente, esta entidad societaria se considera separada de manera total de las personas que la forman, operando con derechos y obligaciones propios, casi a la par de un agente individual. La propiedad de la compañía se halla formalmente desvinculada de su administración y se establece con una duración indefinida. Las acciones se pueden transferir libremente, otorgando mayor flexibilidad en la compra y venta de participaciones. A su vez, se establece un límite en la responsabilidad de los accionistas, proporcionando protección en caso de pérdidas o deudas de la compañía. (Bainbridge, 2002)

Las características fundamentales de la sociedad de capitales se sustentan en la premisa legal y económica de maximizar la riqueza y beneficiar exclusivamente a los accionistas. Esta noción tiene sus raíces en los albores de la sociedad misma, cuando los comerciantes se congregaron y adaptaron sus estructuras al entorno de negocios capitalistas. Desde entonces, la concepción de que los accionistas prevalecen sobre otros grupos de interés se ha arraigado como una norma, persistiendo hasta la actualidad en las sociedades de capitales.

Contemporaneidad en Colombia

La sociedad anónima colombiana comparte las características generales previamente descritas para las sociedades de capitales mencionadas en párrafos anteriores, pero también exhibe particularidades específicas. Por ejemplo, se establece un requisito mínimo de cinco socios, reflejando una práctica legislativa antigua que asociaba el número de socios al tamaño de la compañía. Asimismo, se establece una causa de disolución cuando un único accionista adquiere más del noventa y cinco por ciento de las acciones. Aunque la legislación no detalla las formas de sociedad de capitales, es factible distinguir subcategorías de sociedades anónimas, como las sociedades cerradas y aquellas inscritas en el mercado de valores. (Reyes, 2020)

De acuerdo con Reyes (2020), uno de los derechos fundamentales concedidos a los accionistas de la sociedad anónima y sus distintos subtipos es el derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales. A pesar de que el Código de Comercio lo clasifica como el segundo derecho del accionista, se considera como la prerrogativa esencial y principal otorgada al poseedor de las acciones. Según el autor, el motivo primordial por el cual un individuo se involucra en una sociedad es la obtención de beneficios a partir de las utilidades distribuidas o de las ganancias generadas por la compañía. En el caso específico de la sociedad de capitales colombiana, se establece que la distribución mínima de las utilidades debe ser del cincuenta por ciento o del setenta por ciento si las reservas representan al menos el cien por ciento del capital suscrito, según lo dispuesto en el artículo 155 del decreto 410 de 1971, a menos que una mayoría del setenta y ocho por ciento decida lo contrario. (Reyes, 2020)

Entonces, el derecho a participar en la distribución de utilidades es crucial y representa un elemento fundamental tanto para los accionistas como para la propia sociedad anónima. Basado en el objetivo principal de buscar la rentabilidad a través del desarrollo de una actividad económica, este derecho adquiere una importancia fundamental. La sociedad anónima existe

para el beneficio exclusivo de sus accionistas, y se establece que la primacía absoluta recae en la generación de beneficios para estos, lo que respalda la teoría de la primacía de los accionistas.

Sociedad por acciones simplificada

La sociedad por acciones simplificada o SAS amalgama elementos de la sociedad francesa conocida como *société par actions simplifiée* y rasgos presentes en las compañías de responsabilidad limitada o el LLC de algunos estados de Norteamérica. (Reyes, 2010) En esencia, la SAS francesa, establecida por la Ley 94-1 de 1994, representa una innovación de su época al simplificar la estructura de la sociedad anónima convencional y fusionarla con características propias del derecho anglosajón. Esta fusión da lugar a una entidad societaria con responsabilidad limitada de forma más sencilla. (Mads & Wooldridge, 2009) Su singular combinación se distingue por su regulación flexible y adaptable, convirtiéndola en una herramienta versátil para llevar a cabo negocios de distintas magnitudes. Esta flexibilidad resulta beneficiosa tanto para las compañías familiares como para aquellas de mayor envergadura, ofreciendo un marco idóneo para su funcionamiento de manera efectiva. (Reyes, 2020)

La sociedad por acciones simplificada se caracteriza por una serie de atributos distintivos. En primer lugar, sobresale la responsabilidad limitada, donde se postula, como apunta Reyes (2020), una responsabilidad plena. Asimismo, se evidencia una notoria flexibilidad en cuanto a la administración y representación legal, permitiendo que estas funciones recaigan en una persona natural o jurídica designada. Bajo el marco establecido por la ley SAS, se autoriza regular de manera variable la representación legal, facilitando la gestión de la compañía, ya sea de forma directa o delegada, según la voluntad del accionista en relación al control que pretenda ejercer. (Reyes, 2020)

La sociedad por acciones simplificada sobrepasa a la sociedad de capital en términos de financiamiento al permitir un plazo de dos años para el pago del capital. (Reyes, 2020) Una característica más reciente radica en la autorización legal para que estas sociedades actúen como emisoras de valores, según lo establece la Ley 2294 de 2023, lo que les otorga la posibilidad de negociarlos en el mercado bursátil. No obstante, para los propósitos de esta investigación, destaca el enfoque en la generación de beneficios, el cual incide exclusivamente en los accionistas. Estas particularidades descritas amplían el alcance y las opciones de la sociedad por acciones simplificada, que se orienta hacia la generación de riqueza para sus accionistas, adoptando un claro enfoque basado en la teoría de la primacía de los accionistas.

Inspiración en la estructura de la compañía de responsabilidad limitada o LLC

La compañía de responsabilidad limitada moderna, que sirvió de inspiración para la creación de la SAS, tuvo su origen en Estados Unidos en 1977, específicamente en el estado de Wyoming. Sin embargo, su presencia fue limitada hasta 1988, cuando una reinterpretación fiscal por parte del Internal Revenue Service o IRS impulsó la adopción de este tipo de entidad empresarial. A pesar de haber existido en países con una tradición jurídica romano-germánica durante más de un siglo, recientemente ha ganado aceptación en el sistema legal norteamericano. La compañía de responsabilidad limitada representa una fusión híbrida entre una sociedad de capitales y una sociedad de personas. Este modelo empresarial ha experimentado un crecimiento considerable gracias a los beneficios fiscales que ofrece, así como a su característica distintiva de flexibilidad. (Reyes, 2006)

Según lo indicado por Reyes (2006), la estructura organizativa de la compañía de responsabilidad limitada se distingue por ser un modelo ligero en el que los socios asumen tanto

funciones directivas como administrativas de la entidad. Sin embargo, esta disposición es adaptable y puede ser delegada, aunque el patrón preestablecido es de gestión centralizada. En cuanto a las ganancias, se establece que la participación en estas es directamente proporcional a las contribuciones de capital efectuadas al fondo social. Los socios no están obligados a recibir beneficios en forma de bienes, sino que los rendimientos deben repartirse en efectivo de manera equitativa, siendo este el objetivo primordial de la compañía. (Reyes, 2020)

Es relevante destacar que el objetivo principal de la compañía, derivado de la estructura de sociedades de capital, se enfoca en generar beneficios para sus accionistas sin considerar a otros grupos de interés, siguiendo un enfoque definido por la teoría de la primacía de los accionistas.

Generación de riqueza

Se ha observado que las sociedades de capitales previamente analizadas, de las cuales incluso se han extraído inspiraciones, comparten un objetivo común: generar riqueza que beneficia a sus accionistas, al menos como una norma general. Según resaltan Gaviria & Sanín (2022), la expectativa de recibir beneficios no solo es un elemento esencial del contrato de sociedades, sino también una consideración financiera primordial para cualquier inversionista racional. Sin embargo, existen particularidades en las que ciertas compañías rentables, como Berkshire Hathaway y Amazon, nunca han distribuido dividendos. Los autores indican que la intención de distribuir utilidades no solo se centra en la recuperación del capital invertido, sino también en la obtención de ganancias adicionales. Esta distinción es lo que identifica a las sociedades como entidades con ánimo de lucro. (Gaviria & Sanín, 2022)

La obtención de beneficios por parte de un accionista como resultado de su inversión en una compañía es una consecuencia lógica y esperada. A lo largo de la historia, ha sido ampliamente aceptado que aquellos que aportan capital como medio de producción no buscan solo la recuperación de ese capital, sino que aspiran a obtener un rendimiento adicional. Esta noción se fundamenta en la naturaleza misma, donde las cosas que no aportan algo a cambio no generan un retorno equivalente, mientras que aquellas que se multiplican se espera que produzcan un excedente.

Por ejemplo, en épocas antiguas, cuando se otorgaba un capital en forma de un rebaño de ovejas, no se esperaba recibir una cantidad exactamente igual de animales, ya que las ovejas se reproducen de manera natural y también pueden fallecer. Por lo tanto, la expectativa se centraba en obtener una utilidad adicional en comparación con el capital inicial. Este principio ha sido reconocido y aceptado a lo largo de la historia, desde tiempos antiguos hasta la actualidad. Aquellos que cedían el rebaño anticipaban obtener un beneficio, es decir, un aumento en la cantidad de ovejas que recibían debido a su reproducción natural. Además, comprendían la diferencia entre restitución, que implicaba las mismas ovejas, y el reembolso de aportes, equivalente en valor. Este entendimiento ha perdurado a lo largo de los siglos, estableciendo así una base sólida para el concepto de generación de riqueza a través de la inversión. (Escuela Austriaca, 2017)

De manera similar, al adquirir acciones de una sociedad de capitales, se aguarda que estas proporcionen dividendos o beneficios suplementarios para el poseedor de los derechos asociados a las mismas. Este principio fundamental constituye el fundamento de las relaciones comerciales que hemos examinado. Es relevante destacar que los beneficios están dirigidos al individuo que

ha aportado el capital y no a otras partes interesadas vinculadas a la sociedad, lo que indica una clara inclinación hacia la teoría de la primacía de los accionistas en las sociedades estudiadas.

De acuerdo con lo planteado por Reyes (2020), en Colombia, el marco jurídico ha sido precavido al sostener un enfoque lucrativo como un componente esencial de la sociedad. Esta limitación ha sido establecida por la ley y refinada mediante la doctrina y la jurisprudencia. Históricamente, en Colombia, se había adherido de manera inequívoca al principio de maximizar las ganancias de los accionistas hasta la instauración de la sociedad de beneficio de interés colectivo. (Reyes, 2020)

Sociedades de beneficio e interés colectivo

Las sociedades de beneficio e interés colectivo se presentan como una alternativa a las formas empresariales convencionales, dado que poseen un doble propósito: generar rendimientos para los accionistas y, al mismo tiempo, trabajar en pro del bienestar social. Estas entidades se distancian de sus predecesoras al incorporar la noción de beneficio general para el público en su misión corporativa. Su principal objetivo es impactar positivamente en la sociedad y el entorno ambiental, incorporando estándares de transparencia para alcanzar estos fines. Por consiguiente, buscan equilibrar los intereses económicos con las obligaciones sociales y medioambientales, fomentando un enfoque empresarial más integral y sostenible. (Skafkell & Bruner, 2020)

Además, Delaware se ha sumado a la inclusión de la *Public Benefit Corporation* o sociedad de beneficio público, mediante la implementación de modificaciones al modelo convencional de compañía con propósito benéfico que ya han sido adoptadas en otros estados de los Estados Unidos. (Skafkell & Bruner, 2020)

En Colombia, la Ley 1901 de 2018 introdujo la sociedad de beneficio e interés colectivo mediante un conjunto de tan solo 10 artículos, señalando que esta alternativa no conlleva costos significativos asociados a transacciones. Un aspecto distintivo de la adopción en el contexto colombiano es que este modelo no constituye un tipo de sociedad independiente a las ya establecidas en el Código de Comercio y la Ley SAS; más bien, cualquier sociedad comercial existente o futura tiene la opción de asumir de manera voluntaria el estatus de sociedad de beneficio e interés colectivo. Además, se distingue por la inclusión de un objeto social híbrido. Esta sociedad cuenta con una considerable libertad para realizar acciones en beneficio común, a diferencia de sus contrapartes, las cuales están restringidas a actividades directamente relacionadas con su objeto social de explotación económica. (Reyes, 2020)

Es relevante señalar que las sociedades BIC permanecen bajo el régimen tributario convencional a nivel nacional, departamental y municipal, lo que plantea la preocupación de que puedan ser empleadas como una estrategia para reducir la carga impositiva. A pesar de que estas sociedades disfrutan de ciertos tratos especiales, esto no elimina la posibilidad de generar incentivos adicionales para fomentar su principal objetivo: proporcionar bienestar a las partes involucradas. (Reyes, 2020)

Por otro lado, es de suma importancia destacar que el propósito fundamental de las sociedades de beneficio e interés colectivo va más allá de la mera maximización de beneficios, ya que su objetivo principal es contribuir al bienestar de todas las partes involucradas. (Reyes, 2020) En este contexto, es fundamental comprender el enfoque holístico que promueve el cumplimiento de sus metas sociales y el impacto positivo en la comunidad y el entorno en el que operan. Un ejemplo ilustrativo de esto se refleja en el artículo 2 de la Ley 1901, que enumera los actos y acciones que deben llevar a cabo las compañías de beneficio a favor de sus partes

interesadas. Es importante señalar que este listado no es exhaustivo, sino representativo de actividades beneficiosas, las cuales se enmarcan en dimensiones específicas.

Según Reyes (2020), este enfoque fragmentado engloba aspectos como el bienestar social, la sostenibilidad ambiental, la equidad laboral y la colaboración con la comunidad, entre otros. Como resultado, el propósito último de las sociedades de interés colectivo es generar un impacto positivo y significativo en todas las áreas pertinentes, buscando el beneficio tanto de sus partes interesadas como de la sociedad en general enfocándose en la teoría de los grupos de interés. (Reyes, 2020)

El propósito fundamental de las sociedades comerciales: ¿A quiénes deben beneficiar?

En la mayoría de los sistemas legales occidentales, no se prescribe explícitamente en la legislación la obligación de que los estatutos de una sociedad incluyan el deber de los administradores de maximizar la riqueza de los accionistas o atender a los intereses de terceros involucrados. Por ejemplo, en Estados Unidos, la maximización del valor de los accionistas no está establecida de manera positiva como un deber u obligación de los directores; ningún Estado impone esa obligación, salvo actuar de conformidad con la ley. (Mélon, 2019)

En el contexto colombiano, se observa que el ordenamiento jurídico no establece explícita y directamente un deber u obligación específica para las sociedades, ya sean de personas o de capitales. Aunque existen disposiciones que sugieren la primacía de los accionistas a través de la utilidad y los beneficios, no hay una regulación explícita al respecto. No obstante, esto plantea una pregunta fundamental: ¿a quién debe beneficiar la sociedad comercial?

Durante los últimos 300 años, ha existido una pregunta continua acerca del propósito de las sociedades comerciales, específicamente desde que las sociedades de capital tomaron forma

en su versión moderna. A lo largo de este tiempo, se han propuesto varias teorías y argumentos para abordar esta incógnita. Actualmente, se han destacado dos enfoques predominantes: la teoría de la primacía del valor para los accionistas y la teoría de la maximización del beneficio de las partes interesadas. Esta interrogante de tres siglos resulta de suma importancia en la actualidad, ya que define la dirección y los objetivos esenciales de una compañía. Comprender claramente el propósito de la sociedad contribuye a definir su misión, lo que proporciona una guía definida para la toma de decisiones estratégicas y operativas. Además, permite determinar la responsabilidad de cada uno de los agentes económicos que se relacionan con la sociedad. Si se favorece la teoría de la primacía del valor para los accionistas, el propósito de la sociedad se concentra en maximizar la riqueza y los beneficios para los accionistas. Esto implica que las decisiones y acciones de los administradores de la compañías están principalmente orientadas a generar retornos financieros y aumentar el valor de las acciones; de igual manera, se requiere distribuir dividendos a los accionistas.

Por otro lado, si se adopta la teoría de la maximización del beneficio de las partes interesadas, el propósito de la sociedad se amplía para incorporar los intereses y necesidades de todos los grupos de interés, como empleados, clientes, proveedores, comunidades locales y el medio ambiente. Bajo este enfoque, la responsabilidad de los administradores es crear valor de manera equitativa, no solo para los accionistas, sino también para todos los terceros interesados. Las acciones y decisiones tomadas por los administradores y accionistas, quienes tienen la mayor influencia en la compañía, no pueden ser cuestionadas si se dan preferencias a unos intereses sobre otros. Esta situación crea un dilema práctico sobre cuáles intereses deberían priorizarse considerando los recursos limitados disponibles en la economía. Es allí, cuando la importancia

de conocer el objeto de la sociedad comercial toma vida, radicando en la claridad y coherencia de conocer su cometido.

La pregunta sobre ¿cuál es el propósito de la sociedad comercial?, ha evolucionado más allá de la antigua discusión de accionistas versus interesados, y accionistas versus sociedad. (Stout, 2012) Por ello abordaremos cada una de estas teorías en su concepción moderna.

Teoría de la maximización del valor para los accionistas y su primacía

Bainbridge (2023) ha destacado que es común la confusión entre la maximización del valor para el accionista y la primacía del accionista. Sin embargo, es fundamental comprender que la primacía del accionista conlleva dos significados fundamentales: en primer lugar, los accionistas son los mandantes en cuyo nombre se establece la gobernanza corporativa de la entidad empresarial y, en segundo lugar, los accionistas ejercen y deben ejercer el control de la compañía. (Bainbridge, 2023) El término *maximización del valor para el accionista* puede ser definido a partir del influyente ensayo de Milton Friedman de 1970 titulado, titulado “La responsabilidad social de las empresas es aumentar sus beneficios” (Friedman, 1970) No obstante, Bainbridge subraya que teóricos de las partes interesadas han interpretado esta noción como una búsqueda de beneficios a corto plazo, lo cual es una interpretación inexacta. Según Bainbridge, Friedman sostenía que una empresa debe esforzarse por maximizar sus beneficios y, al mismo tiempo, cumplir con las normas y valores de la sociedad, lo que incluye el juego limpio, la competencia justa, la prevención del engaño, el fraude y, por supuesto, el estricto cumplimiento de la ley. (Bainbridge, 2023)

“There is one and only one social responsibility of business to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to

say, engages in open and free competition without deception fraud” “Existe una y sólo una responsabilidad social de las empresas para utilizar sus recursos y participar en actividades destinadas a aumentar sus beneficios siempre que se mantengan dentro de las reglas del juego, es decir, que participen en una competencia abierta y libre sin fraudes engañosos – traducción del autor”] (Friedman, M., 1970. P. 17)

Los inicios de la teoría con Adam Smith

A lo largo de la historia de las sociedades, la teoría de la primacía de los accionistas ha mantenido un dominio evidente tanto en el ámbito legal de las entidades societarias como en su práctica. (Skafkell & Bruner, 2020) La consolidación de esta perspectiva ha sido el resultado de un extenso recorrido que ha evolucionado a través del tiempo, nutriéndose de conocimientos en áreas interdisciplinarias como la economía, el derecho y la administración. Para comprender en su totalidad la teoría de los accionistas, es fundamental remontarse a los albores de la economía, específicamente a las ideas presentadas por Adam Smith en su influyente obra *La riqueza de las naciones*. En este libro, Smith establece el principio de la primacía de los accionistas en las bases del libre mercado. Según los autores sostenía la noción de que la mano invisible del mercado conduciría al mejor resultado posible para la mayoría de las personas. Argumentaba que el interés propio y la libertad de los comerciantes podían influir en aspectos que iban desde los precios en el mercado hasta la prosperidad de una nación. (Skafkell & Bruner, 2020)

La noción de la "mano invisible" ha sido un concepto generalmente reconocido, pero hasta ahora no ha sido específicamente abordado por ningún cuerpo legal. (Mélon, 2019) Sin embargo, es relevante señalar que la distinción entre entidades sin fines de lucro y entidades con fines de lucro presupone que las sociedades comerciales tienen como objetivo primordial generar

riqueza para sus accionistas, quienes son los propietarios de la entidad societaria. De este modo, ha sido el mercado y su distinción entre estas formas jurídicas los que han establecido este estándar. La profesora Mélon (2019) propone que la concepción moderna de la teoría de los accionistas de Smith se deriva en tres ideas distintas. Estas ideas son: la importancia del libre mercado, la noción de la mano invisible o autorregulación del mercado y, por último, el interés propio. Estos conceptos respaldan la premisa de generar riqueza y beneficio para los accionistas. (Mélon, 2019)

El resurgimiento de la teoría de los accionistas en su concepción moderna, como afirman Buchanan et al (2012), tuvo lugar en el siglo XX como respuesta a un enfoque gerencialista adoptado por los accionistas controladores de las empresas antes de la Segunda Guerra Mundial. En aquel período, según el autor, los accionistas mayoritarios solían ser individuos con acceso privilegiado a la información, fundadores de empresas o familias que habían heredado el control de las mismas. No obstante, el panorama experimentó un cambio significativo a partir de finales de los años 50 en Estados Unidos y Gran Bretaña, después de la posguerra, momento en el que se inició la dispersión de los capitales. Los antiguos controladores dejaron de ser herederos o fundadores de la compañía, y en su lugar surgieron múltiples accionistas, como fondos de pensiones e inversionistas institucionales, entre otros, que transformaron el mercado. La influencia de los accionistas ya no se reflejaba tanto en el control directo de la compañía a través de sus juntas directivas o en las asambleas generales de accionistas, sino que adquirieron un papel más relevante en el mercado de capitales. La primacía de los accionistas representó una evolución teórica, primero en relación al conflicto de agencia y segundo en el ámbito del derecho de sociedades con la teoría de la propiedad. (Buchanan et al., 2012)

La teoría de los accionistas se ha utilizado como una expresión que, en la práctica, es un concepto maleable que engloba diversas ideas y perspectivas, pero que se centra en un modelo que prioriza el interés de los accionistas. Esto fue un consenso generalizado a lo largo del siglo XX, no obstante, este modelo estándar aborda en su génesis un conflicto que la teoría moderna ha definido como el problema de agencia, entre principales y agentes. Esta teoría se encuentra plasmada en las compañías modernas como un problema, principalmente de accionistas y sus directivos. (Buchanan et al., 2012) El planteamiento ha incitado a diversos académicos a examinar críticamente las sociedades de capital. Adam Smith fue pionero al señalar que los gestores de empresas no tienden a manejar el dinero de otros con la misma diligencia que el suyo propio, lo que sugiere una diferencia en el cuidado y atención en comparación con los propietarios en relación a sus propios intereses. Esta observación ha dado origen a lo que se conoce como el conflicto o la teoría de agencia. En esencia, esta teoría se centra en la disparidad de intereses entre los distintos agentes económicos involucrados.

“The divided capital of the Bank of England amounts, at present, to ten millions seven hundred and eighty thousand pounds. The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company. It is upon this account that joint stock companies for foreign trade have seldom been able to maintain the competition against private adventurers. They have, accordingly, very seldom succeeded without an exclusive privilege, and frequently have not succeeded with one.” [“El capital del Banco de Inglaterra es hoy de diez

millones setecientas ochenta mil libras. Ahora bien, no es razonable esperar que los directivos de estas compañías, al manejar mucho más dinero de otras personas que de ellos mismos, lo vigilen con el mismo ansioso cuidado con el que frecuentemente vigilan el suyo los socios de una empresa particular. Igual que los asistentes de un adinerado, esos directivos tienden a pensar que la atención a los pequeños detalles desmerece el honor de su señor, y fácilmente se consideran dispensados de la obligación de vigilarlos. En consecuencia, el manejo de los negocios de esas compañías siempre está caracterizado en alguna medida por la negligencia y la prodigalidad. De ahí que las compañías por acciones dedicadas al comercio exterior rara vez hayan podido superar la competencia de empresarios particulares. Y de ahí que rara vez hayan tenido éxito sin un privilegio exclusivo, y que con frecuencia hayan fracasado incluso teniendo uno. – traducción del autor”] (Smith, 1977)

Berle y Means

Según Buchanan et al. (2012), el apogeo del interés en la primacía de los accionistas tuvo lugar en la década de 1930, justo antes de la Segunda Guerra Mundial. En aquel momento, Berle y Means identificaron una nueva forma de entidad económica a la que denominaron sociedad pública, en la cual los accionistas dispersos exhibían una apatía consciente hacia la empresa. Para explicar los fenómenos característicos de esta nueva entidad económica, propusieron la teoría de la separación entre propiedad y control. Dicha teoría tenía como objetivo explicar la creciente influencia de las juntas directivas en las grandes compañías de Estados Unidos, donde la dispersión de capitales era habitual y había resultado en una concentración inusual de poder en estos cuerpos directivos. (Buchanan et al., 2012) En el período en el que Berle y Means realizaron sus investigaciones, las juntas directivas estaban mayoritariamente dominados por los ejecutivos de la compañía, especialmente por los directores ejecutivos. Como resultado, eran

estos CEO quienes ejercían un control prácticamente exclusivo sobre la dirección y la gestión de la empresa. (Bainbridge, 2023)

De hecho, el trabajo de Berle y Means representó un hito significativo. Según Reyes (2006), para estos autores, “la propiedad, entendida como poder de disposición con facultades de uso y abuso, en el caso de las acciones está dividida entre una titularidad nominal y el verdadero poder que suele estar atado a aquella” (Reyes, 2006) Al identificar por primera vez el conflicto de intereses entre la administración y los propietarios, Berle y Means provocaron un avance que condujo a la creación jurisprudencial de los deberes fiduciarios de los administradores. Esta medida surgió como respuesta al problema de la falta de control efectivo sobre la gestión empresarial. (Reyes, 2006) Esta observación, como señala Melon (2019), se convirtió en un pilar fundamental en la doctrina empresarial y económica, sentando las bases de la primacía de los accionistas. Lo que Berle y Means identificaron como la separación entre propiedad y control se puede entender hoy en día como la teoría de agencia. Esta teoría sirvió como fundamento de la primacía del accionista, que conllevó una serie de argumentos y normativas para limitar la discrecionalidad de los administradores en beneficio de la sociedad. (Mélon, 2019)

En las décadas posteriores a la publicación de estos autores, se presenciaron cambios significativos, especialmente en el ámbito tecnológico. Estos avances permitieron el desarrollo de modernas técnicas de producción a gran escala, lo que llevó a la creación de grandes sociedades que demandaban un considerable capital, superando la capacidad de aporte de individuos o familias. En consecuencia, estas compañías lograron reunir fondos mediante la venta de acciones a numerosos inversionistas, convirtiéndolos en propietarios de porciones de la sociedad. (Bainbridge, 2023)

De este modo, la restricción de la discrecionalidad se tornó un requisito esencial para el logro del éxito empresarial. Según Bainbridge (2023), este razonamiento se apoya en dos observaciones fundamentales. En primer lugar, la mayoría de los inversionistas prefieren adoptar una postura pasiva. En segundo lugar, la separación entre la propiedad y el control resulta en una disminución de costos, lo que, en consecuencia, aumenta la eficiencia. El autor argumenta que esto permite que los inversionistas pasivos mantengan su posición sin involucrarse en las decisiones diarias, evitando así un caos absoluto que surgiría si todos los accionistas participaran en dichas decisiones cotidianas. (Bainbridge, 2023)

Posner y el análisis económico del derecho

A partir de las ideas originales de la década de 1930, se suscitaron cambios significativos en los años 1960 con la expansión del movimiento del análisis económico del derecho, el cual ganó prominencia en el ámbito jurídico. Esto provocó una metamorfosis en la concepción de la teoría de la separación entre propiedad y control, llevándola hacia la prominencia de los accionistas. Mientras Berle buscaba resguardar a los accionistas de los abusos por parte de los administradores, H. G. Manne se centraba en la eficiencia económica y la reducción de los costos asociados a la teoría de agencia. (Mélon, 2019)

A pesar de que la separación entre propiedad y control facilitó el crecimiento de las grandes compañías, también engendró un efecto adverso al generar una disonancia entre los intereses de los accionistas y los directivos. Los accionistas, siendo los poseedores residuales de los activos y ganancias de la entidad comercial, tienen derecho a recibir los dividendos de la compañía. No obstante, son los directivos, y no los accionistas, los responsables de determinar cómo se emplearán los beneficios de la empresa. Esta disparidad propicia un conflicto en el que

los administradores podrían dirigir los beneficios de la compañía hacia proyectos que les resulten favorables a ellos mismos en lugar de a los accionistas. (Bainbridge, 2023)

Desde un enfoque económico, surge el problema principal-agente. No obstante, es esencial comprender que la teoría económica resalta tres elementos fundamentales en el problema de agencia. En primer lugar, los mandantes deben invertir tiempo y esfuerzo en supervisar y, cuando sea necesario, sancionar a sus agentes. En segundo lugar, debido a que los agentes tienen incentivos para ofrecer compromisos de trabajo diligente y honesto, surge un costo de compromiso que refuerza la credibilidad de dichos acuerdos. Por último, dada la ausencia de un sistema completamente infalible, es inevitable que se presenten irregularidades y actos delictivos por parte de los agentes, convirtiendo así el problema de agencia en una inquietud central en el ámbito de la gobernanza corporativa. (Bainbridge, 2023)

Sin embargo, tanto accionistas como administradores se encuentran directamente ligados al éxito empresarial de la entidad societaria, lo que engloba a todos los grupos de interés involucradas en el proceso. (Buchanan et al., 2012) En efecto, el análisis económico del derecho marcó el inicio de lo que se conoce como la era gerencial del gobierno corporativo en Estados Unidos. Esta perspectiva consideraba a los directivos como administradores y fiduciarios de los accionistas, responsables de dirigir la empresa en favor de una amplia gama de beneficiarios accionistas. A pesar de obtener inicialmente rendimientos notables, como señala Mélon (2019), la crisis del petróleo en los años 70 generó un descontento con el sistema, lo que provocó la emergencia de nuevas teorías económicas. Compañías con una gestión deficiente experimentaron disminuciones en su valor en bolsa, atrayendo a inversionistas y desencadenando una ola de adquisiciones hostiles en las décadas posteriores. Este contexto llevó a los teóricos a centrar sus esfuerzos en el criterio de eficiencia de Kaldor-Hicks, el cual considera más eficiente un

resultado si se puede alcanzar un resultado óptimo de Pareto a través de la organización de una compensación suficiente, de manera que aquellos que terminen en una situación mejor compensen a aquellos que queden en una situación peor, sin que ninguno termine en una situación peor. A raíz del éxito de esta perspectiva, emergió una nueva visión sobre la maximización de la riqueza total, sentando las bases para la primacía y la maximización del beneficio de los accionistas tal como se conoce en la actualidad. (Mélon, 2019)

La noción de eficiencia se estableció como un principio fundamental en el derecho societario, ganando cada vez más fuerza y adeptos. El rápido ascenso de esta teoría en el derecho y la economía puede atribuirse, en parte, a la influyente obra de Richard Posner, "El Análisis Económico del Derecho" de 1973. En esta obra, Posner (1986) reconoció que si bien la economía ofrece una explicación equilibrada y significativa, no constituye una teoría completa y exhaustiva del *common law*. Respecto al derecho societario, Posner examinó diversas cuestiones jurídicas resultantes de la expansión de la propiedad accionarial, incluyendo la separación entre control y propiedad. Asimismo, abordó la cuestión de si la administración renuncia a la maximización de los beneficios de la entidad societaria, e incluso exploró soluciones vinculadas con el control corporativo. (Posner, 1986)

La preponderancia de la primacía del accionista se consolidó en aras de la eficiencia, impulsando su predominio tanto en el ámbito legal como en el económico. Este enfoque se expandió a diversos países y sistemas jurídicos, en gran medida debido al análisis económico del derecho. Como consecuencia, se estableció una dicotomía que reflejaba la oposición entre el derecho societario anglosajón y los códigos más proteccionistas de origen continental. En este escenario, la primacía y el beneficio de los accionistas adquirió una mayor fuerza como principio

fundamental en la toma de decisiones empresariales y en la regulación del gobierno corporativo. (Mélon, 2019)

El argumento de Milton Friedman

En consecuencia, la perspectiva que vincula la primacía de los accionistas con la eficiencia económica es el resultado y la continuidad histórica de posturas teóricas anteriores. Uno de los defensores más destacados de esta línea de pensamiento fue el laureado con el Premio Nobel de Economía, Milton Friedman, quien abogó por la idea de que la responsabilidad de una empresa radica en el aumento de sus beneficios. A pesar de las críticas que algunos académicos han expresado acerca de la solidez de su planteamiento, es innegable que la declaración de este influyente economista, acreedor del premio Nobel, sobre la obligación de las compañías de maximizar sus ganancias en beneficio de sus accionistas, ha tenido un gran impacto tanto en los accionistas como en la sociedad en general. De hecho, muchos lo consideran un principio válido y lo reconocen como tal. (Dennis, 2020)

Según la perspectiva de Friedman (1970), consideraba inaceptable que los administradores se proclamasen socialmente responsables, ya que, al actuar en calidad de agentes, los directivos y funcionarios de la empresa estarían utilizando los fondos de sus empleadores, es decir, los accionistas. Su responsabilidad principal como administradores residía en dirigir la empresa en interés de sus accionistas, y no en favor de otros grupos de interés, por ende, cualquier acto de generosidad sería inapropiado según esta premisa. (Friedman, 1970)

Además, debido a la relevancia de la propiedad privada en el ethos estadounidense, las implicaciones de la sociedad como una entidad basada en la propiedad han sido el centro del debate. Tanto Friedman como otros defensores han fundamentado sus argumentos en la

propiedad privada, enfatizando que los administradores tienen la responsabilidad de maximizar el valor de la compañía dentro de los límites establecidos por la propiedad privada. (Bainbridge, 2023)

El argumento de Friedman plantea una problemática al considerar a una sociedad como algo que se puede poseer, a pesar de ser una entidad jurídica independiente. La tendencia a cosificar la entidad societaria y tratarla como algo tangible es un error común en dicho argumento. Según señala Bainbridge (2023), resulta más sencillo decir "Apple presentó un nuevo iPhone" que describir el complejo proceso que conlleva hacerlo realidad. No obstante, esta cosificación es engañosa, ya que nubla el juicio, dado que las compañías en sí no llevan a cabo acciones, son las personas las que las ejecutan. (Bainbridge, 2023)

La problemática se agudizó con las tendencias contractualistas que se infiltraron en el derecho de sociedades en los años 80. El modelo contractual considera a la sociedad comercial como un entramado complejo de contratos interconectados. Aunque el modelo de propiedad prevalece en algunos enfoques contractualistas, nadie puede ser propietario de una ficción. Reclamar derechos de propiedad sobre un nexo contractual sería extender los límites de la dialéctica. Por consiguiente, para el autor, la separación entre control y propiedad se asemeja más a la separación entre gestión y control. Los accionistas no son propietarios de la entidad societaria como una ficción legal, sino que poseen derechos contractuales residuales sobre los activos y flujos de caja de la sociedad. (Bainbridge, 2023)

Efectivamente, los accionistas no se consideran propietarios en el sentido tradicional, y sus derechos no se basan en la propiedad *per se*. Sin embargo, son partes contratantes en un acuerdo con la compañía, en el que la maximización del valor del accionista es uno de sus derechos inherentes. (Bainbridge, 2023) Un ejemplo de esto se encuentra en la ley modelo de

sociedades comerciales y en las leyes de sociedades de Delaware y Nueva York, las cuales establecen claramente que un accionista no posee un derecho de propiedad adquirido como resultado de las disposiciones estatutarias. Esta disposición niega cualquier insinuación de un interés de propiedad o económico en la sociedad. (Dennis, 2020)

La concepción de que los administradores se asemejan a los propietarios en el ejercicio de sus funciones es un punto que, según Bainbridge, invalida el argumento de Friedman. En realidad, solamente los accionistas poseen derechos definidos sobre los activos y beneficios de la sociedad, mientras que otros grupos de interés, como los empleados y acreedores, tienen derechos específicos como salarios e intereses. Una vez cumplidos los compromisos con los acreedores, los accionistas tienen derecho a los excedentes y a la percepción de dividendos como beneficios de la compañía. Sin embargo, es crucial señalar que en ninguna circunstancia los accionistas son propietarios directos de la sociedad en sí, sino que poseen derechos asociados a la misma. (Bainbridge, 2023)

Jensen, Meckling y Murphy

Años después, Jensen y Meckling ampliaron el planteamiento de Friedman al explorar la perspectiva contractual en torno a la primacía de los accionistas. En su investigación, argumentaron que el enfoque de la primacía del accionista representa el objetivo consensuado por los propios accionistas de la sociedad. (Mélon, 2019) Estos académicos sostuvieron que la maximización del valor para los accionistas debía ser la métrica primordial para evaluar el rendimiento de una compañía. (Bainbridge, 2023) En los años 90, Jensen y Kevin Murphy avanzaron en esta noción al publicar un artículo influyente en el Harvard Business Review. En dicho artículo, sugirieron que los directivos estaban siendo remunerados como burócratas, lo que

influyó en su comportamiento, llevándolos a actuar de manera más similar a un burócrata que a un enfoque empresarial orientado a la maximización del valor o el beneficio para sus accionistas. Esta perspectiva generó recomendaciones para convertir a los administradores en accionistas de las compañías y ofrecerles incentivos por un rendimiento superior. Estas ideas, en conjunto, obtuvieron una amplia aceptación y tuvieron un profundo impacto en la gestión y el funcionamiento de las sociedades, especialmente en los Estados Unidos. (Bainbridge, 2023)

En tanto que se debatía en Estados Unidos sobre si la empresa era un nexo de contratos o si era válido considerar a las entidades societarias como entidades con motivaciones e intenciones, en otras regiones con una perspectiva legal más vinculada al derecho continental, como Japón, se generaban debates acerca de la distinción entre dos visiones contrapuestas: la teoría de la persona jurídica nominal y la teoría de la personalidad jurídica como entidad real. Estos debates guardaban similitudes significativas con los planteamientos iniciales del siglo XX sobre la naturaleza de la sociedad anónima en Alemania. (Buchanan et al., 2012) La diversidad de perspectivas destaca que el debate acerca de la primacía de los accionistas careció de una importancia significativa en el derecho societario del *common law*, a diferencia de lo que sucedió en el ámbito del derecho de sociedades continental. Además, la escasa evolución del capitalismo perjudicó al derecho continental, el cual se debatía y resolvía controversias que habían tenido lugar años atrás en otros países o por sus contrapartes del *common law*.

El consenso de Kraakman y Hansmann

Después de varios planteamientos y acontecimientos de relevancia, se llegó a considerar que se había alcanzado un consenso en el ámbito del derecho de sociedades. En el año 2001, los académicos Kraakman y Hansmann publicaron un artículo titulado "The End of History for

Corporate Law" [El fin de la historia del derecho de sociedades]. En este escrito, los autores defendían la tesis de que el derecho de sociedades había llegado a un consenso definitivo. Según su perspectiva, no existía un competidor serio que se opusiera a la noción de que el derecho de sociedades debería fundamentalmente enfocarse en aumentar el valor a largo plazo para los accionistas. (Bainbridge, 2023)

Según Mélon (2019), la teoría respaldada por Kraakman y Hansmann abogaba por la supremacía de la maximización del beneficio para el accionista. Este apoyo surgió tras analizar los fundamentos legales y determinar qué normativas y prácticas societarias garantizaban un mejor rendimiento empresarial. Esta se fundamentó en los orígenes legales, concluyendo que un consenso generalizado en el derecho de sociedades establecía que los administradores debían actuar exclusivamente en el interés económico de los accionistas. Kraakman y Hansmann afirmaron que el control último de la empresa debe pertenecer a los accionistas, y los intereses de otras partes involucradas deben ser resguardados mediante acuerdos contractuales y regulaciones más eficaces que a través del marco legal societario. Así, defendieron la tesis de que, sin importar otras consideraciones, maximizar el beneficio para los accionistas es la norma primordial en el derecho de sociedades, enfatizando el interés económico de los accionistas como un componente central en las decisiones empresariales. (Mélon, 2019)

La adopción de la maximización del valor para el accionista se ha evidenciado como un paso crucial en la modernización y competitividad económica, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido. En este sentido, los inversionistas institucionales se han convertido en una fuerza significativa, gestionando inversiones en nombre de una amplia y diversa base de inversionistas minoristas. Este fenómeno ha ejercido una presión en las compañías cotizadas en bolsa en Estados Unidos, impulsando acciones como el aumento de dividendos y recompras de acciones,

y ha generado litigios relacionados con ofertas públicas y otros asuntos. Mientras tanto, en el Reino Unido, la concentración de intereses financieros en Londres se ha visto moderada por la influencia indirecta y discreta ejercida por los tribunales y los organismos reguladores. Estos entes han impactado sutilmente en la regulación y las prácticas de gobierno corporativo de las compañías cotizadas en bolsa. Este contexto ha favorecido el desarrollo de mecanismos de autorregulación y gobernanza que han materializado la primacía y el beneficio de los accionistas. (Buchanan et al., 2012)

Además, organismos internacionales, en especial el Banco Mundial, adoptaron la teoría de la eficiencia en la primacía de los accionistas, contribuyendo significativamente a la introducción de cambios legislativos y aspectos de gobierno corporativo en múltiples economías a partir de 2004. El indicador Doing Business implementado por el Banco Mundial reforzó considerablemente este enfoque. La noción de que los países con una tradición de derecho continental eran más proclives a la intervención estatal en comparación con aquellos bajo el common law, y por ende, eran menos favorables para las actividades comerciales, se convirtió en un mensaje simplificado que atrajo una amplia atención. De hecho, la teoría de los orígenes jurídicos dividió a los países en dos grupos: aquellos alineados con el derecho anglosajón y las tres familias del derecho continental: francés, alemán y escandinavo, buscando asociaciones dentro de este último grupo. (Mélon, 2019)

Los resultados de este análisis conllevaron, en primer lugar, a la aseveración de que el derecho anglosajón y sus instituciones son más idóneos para los mercados financieros y las transacciones comerciales, impulsando el desarrollo económico. En contraposición, se argumentó que el derecho civil francés tiende a estar más sujeto a la intervención estatal, lo que se considera perjudicial para la libertad y la eficiencia económica. Estas conclusiones

establecieron el fundamento para la percepción de que el derecho anglosajón fomenta un entorno más propicio para el crecimiento económico y empresarial. (Mélon, 2019)

Actualidad

En los últimos años, ha surgido un notable cuestionamiento en torno a la teoría de la maximización del valor para el accionista, a pesar de haber recibido un amplio respaldo en el ámbito académico y haber sido considerada como la culminación del derecho de sociedades por Kraakman y Hansmann. Sin embargo, este enfoque ha sido objeto de críticas y desafíos significativos. Una de las figuras destacadas entre los críticos es la profesora Lynn Stout, quien puso en duda la idea de la maximización del valor para el accionista, describiéndola como un mito que, desde su perspectiva, puede inducir a decisiones imprudentes. Además, el profesor Joel Bakan ha expresado su opinión sobre las empresas, considerándolas como instituciones enfermas cuya búsqueda de beneficios posee rasgos psicopáticos. (Bainbridge, 2023)

Más allá de las observaciones y argumentos expuestos por sus autores, es crucial reconocer que estas críticas han desencadenado debates y reflexiones profundos sobre la teoría. Estas perspectivas críticas han propuesto y explorado nuevos enfoques que van más allá de los paradigmas tradicionales y fomentan un modelo alternativo.

Hipotético de Bainbridge

Según la exposición del profesor Bainbridge (2020), en la mayoría de las circunstancias, las decisiones empresariales orientadas hacia la maximización del beneficio para los accionistas no suelen ser extremas ni se plantean como opuestos absolutos. El ejemplo hipotético propuesto

por Bainbridge se basa en una situación práctica comúnmente presentada en sus clases: una junta directiva que debe tomar una decisión acerca de una planta obsoleta que ya no resulta viable. En este escenario, se plantean dos alternativas: la primera implica la construcción de una nueva planta en el mismo lugar que la antigua, con el inconveniente de los elevados costos de construcción y mano de obra. La segunda opción consiste en establecer una nueva ubicación en el extranjero, donde los costos serían inferiores, aunque esto podría impactar negativamente en los trabajadores actuales de la planta y la comunidad local. A pesar de estos aspectos, esta segunda opción reportaría beneficios a los accionistas al reducir costos y generar nuevos puestos de trabajo en la nueva ubicación. (Bainbridge, 2023)

Bainbridge (2023) subraya que la mayoría de las decisiones empresariales tienen la capacidad de beneficiar a múltiples partes siguiendo un enfoque de ganancia mutua. En sus palabras, menciona que "las empresas pueden hacer el bien al hacerlo bien". Incluso reconoce que teóricos como Milton Friedman han señalado que, a largo plazo, una empresa que representa un actor clave en una comunidad pequeña podría dedicar recursos a esa comunidad para proporcionar servicios, fortalecer las relaciones o apoyar las instituciones locales. Asimismo, Bainbridge destaca las reflexiones de otro teórico, Michael Jensen, quien admite que las compañías no pueden generar valor si no mantienen relaciones sólidas con clientes, empleados, financiadores, proveedores, comunidades y la sociedad en general. Esta comprensión reafirma la noción de que las empresas, impulsadas por las fuerzas del mercado y a menudo por la obtención de beneficios, suelen comportarse de manera proactiva en términos de responsabilidad social. De hecho, si los inversionistas prefieren las inversiones centradas en aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo, el capital fluye hacia las empresas que han establecido una reputación sólida en estas áreas. Esto se refleja en un posible aumento en el precio de las acciones de dichas

compañías, evidenciando claramente la preferencia del mercado. Por consiguiente, este escenario crea un incentivo para que los administradores de estas sociedades mantengan y desarrollen una reputación positiva en estos ámbitos, dado que su remuneración y otros sistemas de incentivos podrían vincularse directamente al logro de estos objetivos. (Bainbridge, 2023)

Las investigaciones de Tallarita y Bebchuck

El estudio titulado “La promesa ilusoria de la gobernanza de las partes interesadas”, realizado por Lucian Bebchuck y Roberto Tallarita, representa una contribución destacada al acalorado debate sobre el propósito empresarial. Este análisis se llevó a cabo en un momento crucial de la historia, en medio de la pandemia del COVID-19, por profesores de la Universidad de Harvard. Durante este estudio conceptual y económico del *stakeholderismo* y sus proyecciones, los autores llegaron a la conclusión de que, en contraste con las afirmaciones hechas por sus defensores, el *stakeholderismo* no genera beneficios para las partes interesadas. Al contrario, su adopción acarrea costos sustanciales para los accionistas, las partes interesadas y la sociedad en general. Esta adopción conlleva un alejamiento mayor de los líderes empresariales de sus accionistas, disminuye su responsabilidad y perjudica los resultados económicos.

Además, se advierte una promesa ilusoria de que los líderes empresariales por sí solos brindarán una protección significativa a las partes interesadas, lo que, en la realidad, obstaculiza y dilata las reformas que podrían ofrecer una protección auténtica a dichas partes. En síntesis, los autores concluyen que la adopción del *stakeholderismo* va en contra de los intereses y aspiraciones de los grupos de interés, desafiando su teoría. (Bebchuk & Tallarita, 2020)

Otro tema que abordaron los investigadores giró en torno a un hito de relevancia en el verano de 2019, con el anuncio de la influyente Business Roundtable, una asociación de

directores ejecutivos de empresas líderes. Esta entidad reveló una revisión de su perspectiva sobre el propósito corporativo. En una declaración suscrita por 181 grandes empresas cotizadas en bolsa, con un valor combinado superior a los 13 billones de dólares, se comprometieron a dirigir sus empresas en beneficio de todas las partes interesadas. Este compromiso, que abarca no solo a los accionistas, sino también a empleados, clientes, proveedores y comunidades, representa un cambio notable en relación con la declaración de 1997, la cual priorizaba de forma evidente los intereses de los accionistas, señalando un sólido compromiso hacia otros grupos impactados por las decisiones corporativas. Este cambio marca una transición hacia un modelo de capitalismo de partes interesadas, distanciándose del enfoque tradicional centrado en los accionistas. (Bainbridge, 2023)

Después de la publicación del Business Roundtable, en el marco del Foro Económico Mundial, se promovió un manifiesto que instaba a las empresas a adoptar este enfoque. Larry Fink, CEO de BlackRock, el principal administrador de activos a nivel global, envió una carta a todos los directores ejecutivos, urgiéndoles a considerar a las partes interesadas. Wachtell, Lipton anunció que el año 2019 fue crucial para la gobernanza corporativa, dado el surgimiento del enfoque en las partes interesadas. Estos acontecimientos reflejaron un creciente respaldo al enfoque centrado en las partes interesadas. No obstante, a pesar del respaldo significativo de académicos, profesionales, líderes empresariales y políticos, Bebchuk y Tallarita no encontraron pruebas de que los directores ejecutivos hayan negociado protecciones específicas para aquellos que no son accionistas, a pesar de reconocer que la ausencia de estas salvaguardas resulta perjudicial para estas partes interesadas. (Bebchuk & Tallarita, 2020)

La conclusión fue corroborada posteriormente por la investigación de Bebchuk et al (2022), la cual analizó transacciones comerciales realizadas durante la pandemia de Covid-19.

Los investigadores, con Bebchuck entre sus coautores, examinaron cien procesos de fusiones y adquisiciones de empresas públicas con un valor de 1.000 millones de dólares o más, con un valor total de transacción que superaba los 700.000 millones de dólares. En consonancia con su estudio previo, los autores concluyeron que, si las juntas directivas hubieran tenido una verdadera preocupación por los terceros interesados, habrían negociado salvaguardas para estos en las transacciones comerciales. Sin embargo, no se hallaron medidas protectoras para estas partes de interés en las transacciones mencionadas. Además, los autores argumentaron que, de acuerdo con la predominancia teórica de las partes interesadas en el pensamiento de los líderes empresariales, se habría esperado una consideración por los impactos de la pandemia en empleados, consumidores, comunidades y otras partes interesadas. No obstante, según los resultados, los directores ejecutivos priorizaron los intereses propios y los de los accionistas, prestando escasa o nula atención a los grupos de interés. (Bebchuk et al., 2022)

Un aspecto relevante en las operaciones analizadas por Bebchuck et al (2022) fue la inclusión de acuerdos que garantizaban pagos compensatorios si la transacción no se materializaba. Estos acuerdos también contemplaban protecciones especiales destinadas a asegurar la realización de la adquisición, junto con garantías contractuales para la continuidad del empleo de los directores de las compañías luego de la transacción. Sin embargo, lo que destaca es la ausencia de consideraciones hacia los terceros interesados en ninguno de estos acuerdos, como la prevención de la pérdida de empleos o salvaguardias para clientes, proveedores, acreedores o el medio ambiente. Es especialmente llamativo el hecho de que el cambio climático, un tema significativo en el contexto del movimiento ASG, no fue abordado en ninguno de estos acuerdos. (Bebchuk et al., 2022)

El descubrimiento de Bebchuck et al, destacó la priorización de los intereses propios de los líderes corporativos y de los accionistas, con una escasa atención hacia los intereses de las partes interesadas. Los autores enfatizan que, si estos líderes optaron por no salvaguardar el medio ambiente, los empleados y otros grupos de interés durante un período de auge en el mercado, sería poco razonable esperar que lo hicieran en circunstancias normales. Este hallazgo subraya la falta de compromiso de la mayoría de los directores con la justicia social. Además, un dato relevante es la reacción poco significativa de los mercados frente a la declaración de la Business Roundtable, lo que sugiere una percepción limitada de la autenticidad de dicho compromiso. (Bainbridge, 2023)

Sin embargo, la cuestión central reside en entender por qué estos líderes ejecutivos están respondiendo a las presiones de los activistas. Según Bainbridge (2023), la clave de esta dinámica se encuentra en el mercado. Si bien es cierto que hace algún tiempo han surgido fondos de inversión institucionales que se centran en inversiones socialmente responsables y buscan metas progresistas, esta tendencia es evidente incluso en algunos fondos más pequeños especializados en este tipo de inversión. No obstante, hay un elemento distintivo: cada vez más fondos de inversión institucionales han abrazado el activismo social en respaldo de objetivos progresistas en diversos sectores económicos. No obstante, esta adopción no parece traducirse en beneficios tangibles. Por lo tanto, parece haber otros factores en juego. Según la perspectiva de Bainbridge, esto parece ser un caso claro de lavado verde o *greenwashing*. (Bainbridge, 2023)

Teoría de la maximización del valor de las partes interesadas

Las sociedades comerciales han evolucionado en un entorno complejo, involucrando a múltiples individuos e intereses desde su inicio. Los orígenes del concepto de terceros

interesados se remontan a figuras como Adam Smith en 1759, Berle y Means en 1932 y Bernard en 1938. (R. Edward Freeman, 1984) No obstante, su concepción moderna se gestó en 1963 en el Instituto de Investigación de Stanford, donde se definió a los intervinientes como aquellos participantes cuyos intereses son cruciales para la supervivencia de la empresa.

“The actual word “stakeholder” first appeared in the management literature in an international memorandum at the Stanford Research Institute (now SRI International, Inc.), in 1963. The term was mean to generalize the notion of stockholder as the only group to whom management need be responsive. Thus, the stakeholder concept was originally defined as “those groups without whose support the organization would cease to exist.” [“La palabra actual “stakeholder” apareció por primera vez en la literatura de administración en un memorándum interno del Stanford Research Institute (ahora SRI International, Inc.), en 1963. El termino pretendía generalizar la noción de accionista como único grupo al que la administración debía responder. Así, el concepto stakeholder se definido como “aquellos grupos sin cuyo apoyo la organización dejaría de existir. – traducción del autor”] (R. Edward Freeman, 1984, p. 31)

La evolución del concepto de "tercero interesado" ha atravesado múltiples transformaciones a lo largo del tiempo. En efecto, Mitchell et al. (1997) realizaron una cronología detallada para investigar el desarrollo y los cambios en su significado a lo largo de distintos periodos. (Mitchell et al., 1997)

Tabla 1

¿Qué es un “stakeholder”?

Fuente	Definición
Stanford memo (1963)	"aquellos grupos sin cuyo apoyo la organización dejaría de existir" (citado en Freeman y Reed 1983; Freeman 1984)

Fuente	Definición
Rhenman (1964)	"dependen de la empresa para alcanzar sus objetivos personales y de quienes la empresa depende para su existencia"
Ahlstedt and Jahnukainen (1971)	"impulsados por sus propios intereses y objetivos son partícipes de una empresa y, por tanto, dependen de ella y de quien depende la empresa" (citado en Näsi 1995)
Freeman and Reed (1983: 91)	Amplia: "puede afectar a la consecución de los objetivos de una organización o a quién afecta la consecución de los objetivos de una organización" Estrecho: "de los que depende la organización para su supervivencia".
Freeman (1984: 46)	"puede afectar o se ve afectado por la consecución de los objetivos de la organización"
Freeman and Gilbert (1987: 397)	"puede afectar o es afectado por una empresa"
Cornell and Shapiro (1987: 5)	"reclamantes" que tienen "contactos"
Evan and Freeman (1988: 75–76)	"tener una participación o un derecho en la empresa"
Evan and Freeman (1988: 79)	"se benefician o se ven perjudicados, y cuyos derechos son vulnerados o respetados, por las actuaciones empresariales"
Bowie (1988a, b: 112, Note 2)	"sin cuyo apoyo la organización dejaría de existir"
Alkhafaji (1989: 36)	"grupos ante los que la empresa es responsable".
Carroll (1989: 57)	"afirma tener uno o varios de estos tipos de participaciones" - "que van desde un interés a un derecho (legal o moral) a la propiedad o título legal de los activos o bienes de la empresa"
Evan and Freeman (1990)	titulares de contratos

Fuente	Definición
Thomson et al. (1991: 209)	En "relación con una organización"
Savage et al. (1991: 61)	"tener un interés en las acciones de una organización y ... la capacidad de influir en ella"
Hill and Jones (1992: 133)	"mandantes que tienen un derecho legítimo sobre la empresa... establecido mediante la existencia de una relación de intercambio" que suministran "a la empresa recursos críticos (contribuciones) y a cambio cada uno espera que se satisfagan sus intereses (mediante incentivos)"
Brenner (1993: 205)	"tener alguna relación legítima y no trivial con una organización (como) transacciones de intercambio, impactos de acción y responsabilidades morales"
Carroll (1993: 60)	"afirma tener uno o varios de estos tipos de participaciones en la empresa" - puede verse afectado o afectar ...
Freeman (1994: 415)	participantes en "el proceso humano de creación de valor"
Wicks et al. (1994: 483)	"interactuar con la corporación y darle sentido y definición"
Langtry (1994: 433)	"la empresa es significativamente responsable de su bienestar, o tienen un derecho moral o legal sobre la empresa"
Starik (1994: 90)	"pueden o están dando a conocer sus apuestas" - "son o pueden ser influenciados por, o son o potencialmente son influenciadores o alguna organización"
Clarkson (1995: 5)	"corren algún tipo de riesgo por haber invertido algún tipo de capital, humano o financiero, algo de valor, en una empresa" o "corren algún tipo de riesgo como consecuencia de las actividades de una empresa".
Clarkson (1995: 106)	"tener, o reclamar, propiedad, derechos o intereses en una empresa y sus actividades"

Fuente	Definición
Näsi (1995: 19)	"interactúan con la empresa y hacen posible su funcionamiento"
Brenner (1995: 76, Note 1)	"hacen o que podrían impactar o ser impactados por la empresa/organización"
Donaldson and Preston (1995: 85)	"personas o grupos con intereses legítimos en aspectos procesales o sustantivos de la actividad empresarial".

Fuente: (Mitchell et al., 1997)

En todo caso, como señalan Bonnafouse y Rendotorff (2016), la **Tabla 1** refleja los elementos confusos y contradictorios que han surgido, dando inicio a un debate intenso sobre los interesados, particularmente en lo que concierne al significado del término *stakeholder*. (Jacob Dahl Irendtorr & Maria Bonnafous-Boucher, 2016)

Antecedentes

En 1984, el académico R. Edward Freeman de la Universidad de Virginia publicó el libro "Strategic Management: A Stakeholder Approach", donde formalizó la concepción moderna de los terceros interesados, estableciendo lo que se conoce como la "stakeholder theory" o teoría de los participantes, en respuesta a las críticas dirigidas a las compañías. La premisa central de esta teoría puede ser abordada desde distintas perspectivas. Donaldson y Preston (1995) proponen que la teoría de los intervinientes es, en primer lugar, un modelo descriptivo al presentar a la empresa como una red de intereses cooperativos y competitivos que poseen un valor intrínseco en sí mismos. Además, consideran que también es un modelo instrumental al establecer un marco para analizar las conexiones, si las hubiere, entre la gestión de los terceros interesados y el

rendimiento empresarial. En este contexto, la teoría sugiere que las empresas que practican una gestión adecuada de los terceros interesados tendrán, bajo condiciones equivalentes, una ventaja y un éxito relativos en términos de desempeño, como rentabilidad, estabilidad o crecimiento empresarial. (Donaldson & Preston, 1995)

La tercera tesis presentada por Donaldson y Preston (1995) interpreta que, aunque las dos primeras tesis son aspectos significativos de la teoría de los grupos de interés, su base fundamental es normativa e implica la aceptación de dos postulados esenciales. En primer lugar, se reconoce que las partes interesadas son individuos o grupos con intereses legítimos en aspectos procedimentales y sustantivos de la actividad empresarial. Estos grupos de interés se identifican en los intereses de la sociedad, independientemente de que la compañía tenga un interés funcional correspondiente. En segundo lugar, se reconoce que los intereses de todas las partes interesadas tienen un valor intrínseco por sí mismos. Esto implica que cada grupo de interesados merece consideración propia, no solo por su capacidad para promover los intereses de otro grupo, como puede ocurrir en la asimetría planteada por los accionistas. En esta perspectiva, se destaca que los intereses de todas las partes interesadas deben ser consideradas de manera equitativa y se les debe atribuir un valor intrínseco por sí mismas. (Donaldson & Preston, 1995)

La cuarta tesis de Donaldson y Preston (1995) expone que la teoría de las partes interesadas es una teoría de gestión en el sentido amplio del término. Es decir, no se limita únicamente a la descripción de situaciones existentes o a la predicción de relaciones de causa y efecto, sino que también proporciona enseñanzas sobre actitudes, estructuras y prácticas que, en conjunto, constituyen la gestión de las partes interesadas. La gestión de los grupos de interés exige, como atributo clave, la consideración simultánea de los intereses legítimos de todas las

partes interesadas, tanto en el establecimiento de estructuras organizativas y políticas generales, como en la toma de decisiones en casos particulares. Este requisito es aplicable a aquellos que gestionan o influyen en las políticas corporativas, incluyendo no solo a los directivos profesionales, sino también a los accionistas, al gobierno y otros actores. La teoría de las partes interesadas no supone necesariamente que los administradores sean el único lugar legítimo de control y gobierno societario. En cambio, la teoría plantea el requisito de prestar atención simultánea a los intereses de las partes interesadas, identificarlos y evaluar sus intereses legítimos. Además, la teoría no implica que todas las partes interesadas participen por igual en todos los procesos y decisiones. (Donaldson & Preston, 1995)

Por otro lado, Segal et al (2023) consideran que la teoría de las partes interesadas es un término amplio que encapsula diversas teorías unificadas que abordan cuestiones asociadas a las relaciones con los terceros interesados, que incluyen aspectos relacionados con los derechos, el poder y la gestión. Estos autores sostienen que una compañía que comprende quiénes son sus grupos de interés implementa procesos organizativos para abordar sus preocupaciones y establece un conjunto de transacciones para negociar con ellos. En particular, la tesis central evidenciada en la teoría de los grupos de interés sugiere que es posible generalizar la teoría como una filosofía de gestión, para considerar cómo servir a los grupos de interés en lugar de enfocarse en un único interés. (Segal et al., 2023)

En contraposición a estos marcos teóricos, algunos críticos consideran que la teoría de los terceros interesados es más un género que una teoría. De hecho, María Bonnafouse y Jacob Dahl Rendtorff (2016) sugieren que, en inglés, generalmente se prefiere el término "stakeholder view" [visión de las partes interesadas]. Estas perspectivas coinciden en argumentar que no es responsabilidad de una compañía asegurar la justicia en un Estado de derecho, a pesar de los

esfuerzos de algunos por reemplazar el papel de la sociedad en el Estado por una sociedad de partes interesadas; esto se percibe como una visión más que como una teoría en sentido estricto. (Jacob Dahl Irendtorr & Maria Bonnafous-Boucher, 2016)

Además, hay otras perspectivas que sostienen que la teoría de los interesados no constituye una teoría en el sentido convencional, ya que las teorías suelen consistir en un conjunto coherente de proposiciones verificables. La ambigüedad en la definición central del término "tercero interesado" dificulta la consideración de esta noción como una teoría en el sentido tradicional. Asimismo, algunos sostienen que esta concepción representa una alternativa opuesta a la teoría de la primacía de los accionistas. (Freeman et al., 2010)

La discusión sobre si la teoría de las partes interesadas constituye una teoría integral es objeto de debate. R. Edward Freeman, el creador de esta teoría, adopta una postura pragmática, considerándola más como un marco conceptual del cual pueden derivarse múltiples teorías. Él señala que tiene poca influencia sobre los debates que cuestionan si es o no una teoría en sí misma, definiéndola como un género dentro del ámbito de la administración y gestión. Freeman no busca otorgarle un propósito específico, sino que valora su versatilidad y potencial para aplicaciones variadas en diferentes contextos y necesidades. (Freeman et al., 2010)

En síntesis, la teoría de las partes interesadas surge de una perspectiva que aborda la interrelación entre la economía política, donde la sociedad, la política y la economía están intrínsecamente interconectadas. En este contexto más amplio, las cuestiones económicas no pueden ser comprendidas sin considerar este entramado. En este sentido, la teoría de las partes interesadas se concentra en explorar asuntos vinculados a las interacciones entre los grupos de interés, contemplando sus derechos, poder y manejo. Esta perspectiva incide en la capacidad de gestión de las partes interesadas y su impacto en las decisiones y operaciones de las sociedades.

(Segal et al., 2023) En esencia, el eje central de la teoría de las partes interesadas se resume en una pregunta fundamental: ¿Cómo se beneficia mis partes interesadas? (Freeman et al., 2010)

La génesis y el resurgimiento en el derecho de sociedades

La teoría de los terceros interesados en el ámbito del derecho de sociedades se origina en el contexto de las sociedades de capital disperso. Según Stout (2012), las compañías públicas, tal como se conocen actualmente, surgieron hacia finales del siglo XIX. Las sociedades de capital público comenzaron a emitir acciones disponibles para miles de inversionistas, cada uno con una pequeña fracción de propiedad en la empresa. Como consecuencia, estos individuos no mantenían un interés directo en involucrarse en las operaciones diarias de la empresa; su principal objetivo era obtener un beneficio económico de su inversión sin intervenir en las labores cotidianas, las cuales en su mayoría desconocían. En este contexto, el verdadero control y la autoridad de las compañías públicas pasaron a ser responsabilidad de los administradores. (Stout, 2012)

Durante los primeros años de existencia de esta nueva entidad económica, como señala Stout (2012), surgieron intensos debates, siendo uno de los más candentes el relacionado con su propósito. Se cuestionaba si las sociedades anónimas debían atender exclusivamente los intereses de sus accionistas dispersos e inexpertos. ¿Debían los directores y ejecutivos enfocarse únicamente en maximizar la riqueza de estos accionistas mediante dividendos y el crecimiento del valor de las acciones? La teoría predominante en ese entonces fue la de la primacía del accionista, que, según Stout, sostenía que el propósito de la sociedad era proveer a los accionistas la mayor cantidad de dinero posible. (Stout, 2012)

Sin embargo, a principios del siglo XX, ciertos observadores adoptaron una perspectiva distinta. Para ellos, estas nuevas entidades económicas mostraban diferencias significativas respecto a sus predecesoras. La separación entre la propiedad y el control, que facilitó la formación de grandes compañías, representó un cambio tanto cualitativo como cuantitativo de gran relevancia. (Bonnafous-Boucher & Dahl, 2016) Según algunos académicos, las sociedades de carácter público exhibían un propósito social más amplio que simplemente la generación de beneficios para sus accionistas. Estas entidades se inclinaban hacia el servicio de los intereses de distintos grupos, como clientes y empleados, e incluso buscaban beneficiar a la sociedad en su conjunto. (Stout, 2012)

En el ámbito académico, se conoció como el Gran Debate a la prolongada controversia que giraba en torno al propósito de la empresa pública. En debates previos, se ha analizado la postura de la primacía de los accionistas, respaldada por Adolph Berle en colaboración con Means. En oposición, Merrick Dodd, profesor de derecho en Harvard, emergió como un crítico incisivo de la investigación de Berle y Means, cuestionando su enfoque en la primacía de los accionistas. Dodd rechazó la idea de que el propósito de una compañía se limitara únicamente a la generación de beneficios para los accionistas. Desde su perspectiva, la misión empresarial englobaba un espectro más amplio, que incluía la creación de empleo, la provisión de productos de calidad para los consumidores y contribuciones significativas a la sociedad en su conjunto. Según Dodd, la sociedad no solo era una entidad económica con motivaciones de lucro, sino que también desempeñaba una función social prominente. (Stout, 2012)

La concepción de las sociedades como entidades legales establecidas con la misión de promover el bienestar público, dirigidas por administradores que buscan atender tanto a los accionistas como a las partes interesadas y al interés general, es una perspectiva respaldada por

diversos académicos, especialmente en la actualidad. (Mayer, 2018) Sin embargo, en la primera mitad del siglo XX, fue el gerencialismo el principal impulsor de este debate. Incluso Adolph Berle, quien por muchos años defendió la primacía de los accionistas, abandonó esta idea en 1954, como indica Stout (2012). La autora destaca que, aproximadamente unas décadas después de que Berle cambiara su posición respecto a la maximización de los accionistas, alrededor de los años setenta, la primacía de los accionistas, en oposición al beneficio de las partes interesadas, resurgió en el ámbito académico y alcanzó su punto álgido en la escuela de Chicago. (Stout, 2012)

A lo largo del siglo XX y particularmente a finales de las últimas décadas, la doctrina empresarial se vio notablemente influenciada por el modelo principal-agente propuesto por Jensen y Meckling. Este modelo postulaba que la relación más crucial en una empresa era la que existía entre los inversionistas primarios o propietarios y los gestores profesionales contratados para representarlos y dirigir la compañía en su nombre. Sin embargo, los teóricos de los terceros interesados sostenían que este enfoque no representaba fielmente la realidad de la sociedad moderna. Argumentaban que las compañías no son únicamente dirigidas por gestores genéricos, sino que se componen más bien de tres categorías de participantes: consejeros, ejecutivos y accionistas. Cada una de estas agrupaciones enfrenta una serie de derechos y responsabilidades legales específicas que no pueden ser consideradas de forma generalizada. (Sacconi et al., 2011)

Además, se presentaron argumentos adicionales, como los planteados por el economista Robin Marris. Sus ideas sugieren que, aunque en teoría los gestores de las empresas podrían estar influenciados por sus intereses personales y afectar la maximización de la riqueza de los accionistas, en la práctica, si los gestores no lograban maximizar el valor de las acciones de una compañía, un inversionista externo podría obtener beneficios comprando las acciones a bajo

precio y reemplazando a los administradores deficientes, o bien, forzándolos a maximizar su valor. Esta noción fue retomada por el jurista Henry Manne, quien propuso una idea similar conocida como el mercado del control corporativo. (Sacconi et al., 2011)

Durante un extenso periodo, se ha desarrollado un contrapunto entre la teoría del modelo principal-agente en el ámbito del derecho societario y las perspectivas críticas en torno a esta concepción. Con el tiempo, estas voces disidentes que señalaban la discrepancia entre la realidad empresarial y los enfoques normativos han robustecido la teoría de los terceros interesados. Sus argumentos se estructuran en diversas premisas. (Stout, 2012) En primer lugar, cuestionan la interpretación de los directores como meros agentes.

Las leyes societarias, al menos en Estados Unidos, no imponen a un accionista el cumplimiento de órdenes de otros accionistas, lo cual contrasta con el principio de agencia que demanda la obediencia de los agentes hacia los principales. Esto se debe a que los accionistas ejercen su influencia mediante fuentes de poder indirectas y diluidas. En segundo lugar, se plantea un cuestionamiento sobre la idea de propiedad en el derecho societario. Los accionistas no son propietarios absolutos de la compañía, sino que tienen derechos inherentes a las acciones, aunque no son dueños de cada fracción de los beneficios generados por la sociedad una vez cumplidas las obligaciones contractuales con otras partes. Los opositores de la teoría de la maximización para los accionistas argumentan que solo los administradores tienen el poder de declarar y pagar dividendos, así como de definir los beneficios según las normas contables. (Sacconi et al., 2011)

Un tercer argumento radica en la personalidad jurídica de las empresas, una característica que se considera crucial. A pesar de ser pasada por alto por la noción contractualista, la personalidad jurídica limita el poder de disposición sobre el patrimonio de la compañía, al

separar los patrimonios de la entidad societaria y de los accionistas, previniendo, por ejemplo, la retirada de aportes en cualquier momento. (Sacconi et al., 2011)

Finalmente, teóricos de los grupos de los terceros interesados argumentan que el derecho societario no exige necesariamente la maximización de la riqueza de los accionistas. La legislación en Estados Unidos, por ejemplo, define una sociedad como una asociación con el propósito de obtener beneficios empresariales, un concepto amplio y de interpretación abierta. A pesar de ello, el paradigma principal-agente se ha ajustado a la idea de que los administradores deberían, como cuestión normativa, concentrarse en maximizar el valor para los accionistas, aun cuando la ley no lo especifique claramente. (Stout, 2012)

En el mismo sentido, como ejemplo relevante, destacan estos teóricos que la ley de sociedades en Estados Unidos define una sociedad como una asociación con el propósito de obtener beneficios empresariales. Desde una perspectiva jurídica, este concepto es amplio, inclusivo y susceptible de diversas interpretaciones. No obstante, al adoptar el paradigma principal-agente, se ha ajustado a esta visión, asumiendo implícitamente que los administradores deben, como una cuestión normativa, centrarse en maximizar el valor para los accionistas, incluso en situaciones donde la ley no lo especifique claramente. Además, hacen referencia al principal tratado de Robert Clark sobre derecho de sociedades, el cual señala que, aunque las leyes de sociedades no respondan explícitamente a esta pregunta, abogados, jueces y economistas suelen asumir que los administradores deben concentrarse normativamente en maximizar el valor para los accionistas. (Sacconi et al., 2011)

Sin embargo, se sostienen que todos los estudiosos del derecho de sociedades que han intentado argumentar la primacía del accionista se han visto forzados, al igual que Robert Clark, a fundamentar sus argumentos en el anticuado caso de Dodge v. Ford. A pesar de esto, la

jurisprudencia más reciente tiende a otorgar una mayor libertad a los administradores para dirigir activos y beneficios de la compañía hacia acreedores, empleados, clientes, la comunidad e incluso organizaciones benéficas en general. De hecho, el derecho de sociedades permite claramente a los administradores exigir el cumplimiento de la ley y los reglamentos por parte de la compañía aun cuando en algunas ocasiones pueda ser más rentable para los accionistas infringir la ley. No obstante, el resultado es claro: el derecho de sociedades no sigue la cuestión del objeto social cuando aborda el paradigma de principal y agente. (Sacconi et al., 2011)

En efecto, Stout (2012) resalta la rareza significativa de incluir en los estatutos de constitución de una sociedad una sección que afirme el propósito exclusivo de beneficiar a los accionistas. Además, en coherencia con el argumento anterior, la mayoría de las leyes societarias evitan imponer la primacía de los accionistas, destacándose el código de sociedades de Delaware como un ejemplo notorio. Este código no especifica ninguna disposición sobre el objeto social más allá de establecer que la empresa puede llevar a cabo cualquier negocio o propósito lícito. Según Stout, la mayoría de los estatutos societarios contienen disposiciones normativas que rechazan la primacía de los accionistas, otorgando a los administradores la facultad de considerar los intereses no solo de los accionistas, sino también de otros grupos de interés. (Stout, 2012)

Las perspectivas de los tribunales, como respaldo al argumento de Stout en el ámbito del derecho de sociedades, son un punto sobresaliente como remarca. La autora indica que casos como *Dodge v. Ford* se basan en planteamientos antiguos y equivocados, evidenciando una importante disparidad en las obligaciones de los administradores hacia la sociedad y sus accionistas. Es aún más relevante observar que algunas de estas sentencias judiciales establecen claramente la facultad de los administradores para considerar factores más allá de la mera acumulación de riqueza de los accionistas al tomar decisiones en beneficio de la sociedad en su

totalidad. Por ejemplo, se hace mención al caso *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* de 1985, donde la Corte Suprema de Delaware estableció que, al evaluar los beneficios de una transacción comercial, los directores tienen la facultad de considerar el impacto en grupos de interés distintivos además de los accionistas. (University of Pennsylvania Carey Law School, 2019) Este dictamen legal refuerza la noción de que los administradores tienen la libertad de considerar aspectos más allá de los intereses exclusivos de los accionistas al tomar decisiones que afectan a la empresa y a todas las partes interesadas. (Stout, 2012)

En última instancia, los defensores de la teoría de los terceros interesados argumentan que la maximización del valor para el accionista no es un mandato absoluto, sino más bien uno entre varios posibles objetivos de la sociedad. (Mayer, 2018) Si bien los directores y ejecutivos pueden optar por dirigir las compañías con la meta de maximizar el valor para los accionistas, a menos que los estatutos de la sociedad establezcan lo contrario, también poseen la libertad de perseguir otros fines lícitos. Por tanto, la maximización del valor de los accionistas se convierte en una elección disponible para la administración, pero no la única obligación que recae sobre ella. (Sacconi et al., 2011)

Critica a la eficiencia

La teoría primaria de la eficiencia, que sostiene que el precio de una acción representa la mejor estimación del valor de una empresa según sus riesgos y proyecciones futuras, ha resultado en lo que Stout identifica como una miopía empresarial. Esta visión estrecha se centra en la discrepancia entre la perspectiva a corto y largo plazo, que no siempre se ajusta al auténtico valor a largo plazo de la compañía. Durante los años setenta y comienzos de los ochenta, cuando la teoría del mercado eficiente estaba en su apogeo, muchos directivos, miembros de junta

directiva y accionistas dudaban de la capacidad de los precios de las acciones para realmente reflejar el valor real de una compañía. Así, por ejemplo, en 1987, durante una sesión bursátil, el Dow Jones sufrió una disminución del 23% de su valor, y meses más tarde experimentó un ascenso cuyas razones no podían ser plenamente explicadas por la teoría de la eficiencia, lo que generó incertidumbre sobre la validez de dicha teoría. Asimismo, la burbuja financiera a finales de la década de 1990, que desencadenó una crisis financiera, conllevó una disminución generalizada de los precios de las acciones. Al mismo tiempo, casos como el de Enron y Global Crossing experimentaron un incremento en sus precios antes de colapsar, un fenómeno que no se alineaba con las explicaciones racionales ofrecidas por la teoría. (Stout, 2012)

En la actualidad, los economistas financieros contemporáneos han llegado a admitir que los precios en el mercado de valores no siempre representan de manera precisa el verdadero valor de una compañía. De hecho, muchos de estos respetados teóricos se centran en explorar alternativas que expliquen por qué los mercados a veces pueden mostrar un comportamiento inadecuado y cómo pueden estar sujetos a errores. Estas explicaciones varían desde la consideración de expectativas divergentes entre los inversionistas hasta el análisis de conceptos como los límites al arbitraje y las finanzas conductuales, que investigan las emociones y las irracionalidades humanas como factores que pueden distorsionar los precios. De esta manera, la comprensión de los mercados financieros ha evolucionado para abarcar una visión más amplia y detallada de los factores que influyen en la determinación de los precios y la valoración de las sociedades. (Stout, 2012)

Según Sacconi et al. (2011), Margaret Blair y Lynn Stout elaboraron una teoría más amplia en cuanto al rol de las inversiones específicas, las cuales van más allá del capital financiero. Estas teóricas de los terceros interesados introdujeron el concepto de producción en

equipo, basado en la premisa económica de que un proyecto siempre requiere que dos o más agentes aporten contribuciones específicas que son fundamentales para el éxito del proyecto y no pueden replicarse sin perder una gran parte de su valor. Para Blair y Stout, los proyectos empresariales exitosos requieren la colaboración en equipo con las partes interesadas, lo que implica no solo la inversión de los inversionistas financieros, sino también la contribución específica de empleados, clientes e incluso la comunidad en general. (Sacconi et al., 2011)

En relación a por qué los inversionistas racionales entregarían el control de su capital a personas desconocidas, Blair y Stout abordan esta cuestión argumentando que los inversionistas no esperan que los administradores dirijan la empresa de forma excepcional, pero sí esperan una gestión lo suficientemente competente para mantener la estabilidad y proteger los puestos de trabajo de estos. Además, se espera que estos administradores cumplan con el deber de lealtad, una responsabilidad rigurosa que limita considerablemente la discrecionalidad de la administración para obtener ganancias personales o desviar los activos de la compañía. Al delegar el control de la compañía a los administradores, los inversionistas financieros obtienen un valioso beneficio: el control de los miembros. Esto significa que los accionistas pueden elegir y supervisar, como mecanismo de equilibrio, las decisiones de la administración. Este proceso proporciona tranquilidad y seguridad a los inversionistas al realizar sus propias inversiones y emprender proyectos empresariales que, de otra manera, no podrían llevar a cabo. (Sacconi et al., 2011)

El problema de agencia

El problema de agencia constituye el contexto fundamental y la síntesis de las teorías de la primacía de los accionistas y la teoría de los terceros interesados. Su origen se encuentra arraigado en el propio derecho de sociedades. De acuerdo con Kraakman et al. (2017), el derecho de sociedades cumple dos funciones primordiales. En primera instancia, establece la estructura de la entidad societaria, así como las normativas complementarias necesarias para su organización y funcionamiento apropiado. En segundo lugar, busca regular los conflictos de intereses que emergen entre los diversos grupos involucrados en la sociedad, lo que incluye los conflictos entre agentes internos y externos. Estos conflictos son conocidos en la economía bajo el término de problema de agencia o problema principal-agente. En líneas generales, el problema de agencia surge cuando una parte, denominada principal, delega la toma de decisiones y acciones en otra parte, denominada agente, que tienen un impacto en el bienestar del principal. La cuestión central radica en cómo incentivar al agente para que actúe en beneficio del principal y no exclusivamente en su propio interés. (Kraakman et al., 2017)

Según Bebchuck (2004), la separación entre propiedad y control planteada por Berle y Means en 1932, es particularmente aplicable a las sociedades de capital abiertas en el mercado bursátil, origina lo que los economistas denominan como una relación de agencia. Dentro de esta dinámica, los agentes que representan a los accionistas pueden alejarse del camino óptimo para los intereses de los accionistas, lo que da lugar al problema de agencia. Estas desviaciones de los directivos, de las estrategias que favorecen a los accionistas pueden resultar en comportamientos ineficientes, generando una disminución en la eficacia en la gestión empresarial, reconocida como costos de agencia. (Bebchuck & Fried, 2004) En un contexto empresarial, la estructura

organizativa conlleva una serie de costos, entre los cuales se destacan los denominados costos de agencia. Estos costos abarcan los gastos relacionados con la supervisión, los esfuerzos para mantener la congruencia de intereses, junto con cualquier pérdida residual derivada del intento por evitar que los agentes eludan sus obligaciones. (Bainbridge, 2002)

Según Kraakman et al. (2017), se identifican tres problemas genéricos de agencia. El primero se centra en el conflicto entre los propietarios de la empresa y los directivos contratados. En esta dinámica, los propietarios actúan como mandantes, mientras que los directivos funcionan como agentes. El problema fundamental radica en asegurar que los administradores actúen en consonancia con los intereses de los propietarios y no persigan sus objetivos personales.

El segundo problema de agencia surge del conflicto entre los propietarios mayoritarios o controladores y los propietarios minoritarios o no controladores. En este escenario, los propietarios minoritarios son los mandantes y los propietarios controladores actúan como agentes o mandatarios. Aquí, el desafío consiste en prevenir que los propietarios controladores expropien los intereses de los propietarios minoritarios.

El tercer problema de agencia implica el conflicto entre la empresa y los terceros interesados, tales como acreedores, empleados y clientes. En esta situación, la empresa actúa como agente, y la dificultad radica en asegurar que no se comporte de manera oportunista con estos terceros interesados, evitando expropiar a los acreedores, explotar a los trabajadores o engañar a los consumidores. El desafío se encuentra en garantizar la capacidad de respuesta de los agentes cuando surgen intereses divergentes o preferencias heterogéneas. (Kraakman et al., 2017)

Es relevante señalar que el tercer problema de agencia interactúa con los demás problemas de agencia de dos maneras. En primer lugar, las dificultades de coordinación entre los

mandantes conducen a una mayor delegación de la toma de decisiones a los agentes, lo que incrementa el primer problema de agencia. En segundo lugar, cuanto más complicado resulte para los mandantes coordinar un conjunto único de objetivos para el agente, más desafiante será asegurarse de que el agente actúe correctamente, lo que aumenta los costos de coordinación entre los mandantes y agrava los problemas de agencia como consecuencia. (Kraakman et al., 2017)

Relación entre la maximización de los beneficios para los accionistas y el beneficio de los grupos de interés

En el ámbito empresarial, las teorías de la primacía de los accionistas y de los terceros interesados representan enfoques visibles de un desafío más amplio conocido como el problema de agencia. Mientras que la teoría de la primacía de los accionistas se centra mayormente en el primer problema de agencia, el tercero se enfoca específicamente en la teoría de los terceros interesados. No obstante, es crucial tener en cuenta que el tercer problema de agencia se superpone con otros, impactando tanto en la teoría de la primacía de los accionistas como en la teoría del beneficio para los grupos de interés. En este contexto, el derecho de sociedades desempeña un papel fundamental en la reducción de los costos de agencia, lo cual repercute en todas las partes involucradas en una transacción, abarcando a los principales y a los agentes. En consecuencia, el objetivo normativo de mejorar el bienestar social general se alinea con la disminución de los costos de agencia. En última instancia, el derecho de sociedades busca encontrar soluciones que maximicen el bienestar colectivo de todas las partes interesadas, lo que implica reducir los costos de agencia tanto para los agentes como para los mandantes en su totalidad. (Kraakman et al., 2017)

Perspectiva de los teóricos de los terceros interesados

Una característica sobresaliente de los teóricos que abogan por la perspectiva de los terceros interesados es su llamado a adoptar un enfoque de agente-principal. Lynn Stout (2012) plantea una pregunta perspicaz: si los accionistas no son auténticos propietarios, ni demandantes residuales o mandantes efectivos de las empresas, ¿por qué deberíamos dirigir las empresas como si lo fueran? Stout destaca que la regla de la primacía de los accionistas fue establecida bajo la creencia de que proporcionaban la mejor solución al problema de los costos de agencia. No obstante, también hace referencia a cómo Jensen y Meckling argumentaron que los costos de agencia pueden reducirse cuando hay un principal vigilante que supervisa y controla la actuación del agente.

Stout sostiene que la noción de los costos de agencia es, en cierta medida, una mera teoría. Si estos costos representaran realmente una carga económica tan significativa para las sociedades como sugieren los defensores de la teoría de los accionistas, deberíamos observar más evidencias para reducir estos costos en el mundo empresarial. De esta manera, llega a la conclusión de que la idea de la primacía de los accionistas resulta incoherente en este contexto. (Stout, 2012)

En verdad, Freeman et al. (2010) plantea la posibilidad de establecer una teoría más fructífera al comprender el ámbito único de la iniciativa empresarial y la teoría empresarial. Al desplazar el foco hacia la intersección de los intereses de las partes involucradas y el propósito empresarial de maximizar el valor, los autores proponen diversas características inherentes a la mentalidad de las partes interesadas. En otras palabras, al poner énfasis en los fundamentos de la teoría de las partes interesadas, se logra desentrañar el capitalismo como una red de relaciones

entre clientes, proveedores, comunidades, empleados y agentes financieros, todos ellos encabezados por seres humanos que interactúan tanto en el contexto empresarial como en el terreno ético. (Freeman et al., 2010)

Perspectiva de los teóricos de los accionistas

Desde una perspectiva económica, Bainbridge (2023) argumenta que la separación entre propiedad y control engendra el dilema principal-agente, generando a su vez los costos de agencia, compuestos por tres elementos fundamentales. Esta división entre propiedad y control ha abierto la posibilidad de que los intereses de los accionistas y los administradores se desalineen, lo que exige medidas correctivas para abordar este problema de agencia. Un análisis detallado de estos tres componentes esenciales muestra, en primer lugar, que los principales dedican tiempo y esfuerzo a supervisar a sus agentes y a imponer sanciones a aquellos que no cumplen con las expectativas o actúan de manera egoísta. En segundo lugar, los agentes incurren en costos de compromiso para reforzar la credibilidad de sus promesas, dado que tienen incentivos previos para asegurar de manera creíble que trabajarán con dedicación y evitarán comportamientos fraudulentos. Por último, dado que ningún sistema es infalible, se producirán algunas fallas y violaciones inevitables, lo que conllevará a pérdidas residuales. (Bainbridge, 2023)

Según Bainbridge (2002), la maximización del valor para los accionistas establece un criterio cuantificable para evaluar si los administradores han ejercido su autoridad de manera responsable o en su propio beneficio. Para alcanzarlo, es fundamental plantear interrogantes como: ¿La empresa es rentable?, ¿Sus beneficios están en aumento?, ¿El precio de las acciones está en ascenso?, ¿Se están adquiriendo nuevos clientes de manera rentable? Estos indicadores

tienen una base sólida que sirve como guía, la cual se fundamenta en el problema de agencia. Estas preguntas nos brindan una comprensión de la maximización del valor, que, en realidad, no se refiere al valor histórico, sino que debe interpretarse en términos futuros. La maximización del valor implica optimizar el valor presente descontado de los beneficios futuros de la empresa. Este enfoque analítico resulta más claro y fiable que los complejos análisis multifactoriales requeridos por la teoría de los terceros interesados. (Bainbridge, 2002)

Ámbito de aplicación de las teorías de los accionistas y los grupos de interés en las sentencias y laudos arbitrales en Colombia

Panorama actual en Colombia

Las sociedades examinadas muestran una clara inclinación hacia la clasificación basada en el derecho societario de los Estados Unidos. Esta tendencia se justifica por razones palpables, como el considerable volumen de capital y el elevado número de sociedades registradas en ese país, la complejidad de las operaciones comerciales y la amplia disponibilidad de literatura académica y jurisprudencial. Sin embargo, las especificidades presentadas para dichas sociedades se ajustan con precisión al marco legal colombiano. En este sistema normativo, tanto las sociedades civiles como las comerciales poseen un carácter lucrativo. Según el artículo 98 del Código de Comercio Colombiano, cuando dos o más personas se comprometen a aportar dinero, trabajo u otros bienes valorables en efectivo, es decir, capital, con la finalidad de repartirse las ganancias generadas por la compañía o actividad social, establecen un contrato de sociedad que se diferencia de una entidad sin ánimo de lucro u otras de naturaleza distinta.

Según Reyes (2020), esta disposición normativa refleja que la principal retribución para los suscriptores del contrato social es la obtención de beneficios económicos, que surgen del riesgo asumido al formar parte de la entidad societaria. Asimismo, en el régimen de sociedades del Código de Comercio, se aplica la teoría *ultra vires*, que establece que a las sociedades, especialmente las de capital, no se les permite llevar a cabo actos que estén fuera del objeto social especificado (Reyes, 2020) En consecuencia, según la legislación societaria, la viabilidad de la teoría de los terceros interesados parece ser prácticamente inexistente en el contexto colombiano, a menos que se incorpore como parte integral del contrato social para las sociedades

reguladas por el Código de Comercio y la sociedad por acciones simplificada, o a través de su transformación en sociedad BIC.

Excepciones al derecho de sociedades

A pesar de la clara existencia de la teoría de la primacía del accionista en el marco del derecho de sociedades colombiano, resulta fundamental examinar ciertas instituciones adicionales originadas en otras especialidades del ordenamiento jurídico. Aunque dichas normas no estén directamente relacionadas con el ámbito societario, parecen socavar el concepto fundamental de que el propósito de una sociedad reside en el beneficio de sus socios.

Un caso concreto que ilustra esta situación se encuentra en el Código Sustantivo del Trabajo, en su Artículo 36. En este artículo se establece la responsabilidad solidaria de las sociedades de personas y sus miembros en lo referente a las obligaciones derivadas de contratos laborales. Asimismo, esta disposición se extiende a los copropietarios o comuneros de una sociedad mientras permanezcan en un estado de indivisión. Esta normativa respalda una práctica común en el ámbito del derecho laboral colombiano, que implica, en ciertos escenarios, eludir la responsabilidad limitada propia de las sociedades, característica inherente a las mismas y un elemento fundamental para la maximización del beneficio de los accionistas.

Según Anzola et al (2010), desde la promulgación del Código del Trabajo, las regulaciones laborales han buscado constantemente establecer vías legales que permitan a los trabajadores reclamar sus derechos laborales y garantizar la efectividad de estos derechos. La amplitud de esta norma ha sido objeto de un profundo análisis por parte de la doctrina y la jurisprudencia, y su debate permanece inconcluso. Sin embargo, es esencial señalar que la clasificación realizada por esta normativa con respecto a las sociedades de personas se

correspondía con la estructura comercial original anterior a la creación del Código de Comercio. No obstante, con la emisión del Decreto 410 de 1971, que reguló tanto las sociedades de personas como las de capitales, surgió una tensión entre lo laboral y lo comercial. La Corte Suprema de Justicia, al abordar dicho conflicto y basándose en el principio del *in dubio pro operario* y en la preferencia de las normas laborales en situaciones de conflicto de leyes, cuestionó la limitación de la responsabilidad empresarial con el propósito de brindar mayor protección al trabajador. Esto llevó a la conclusión de que, en términos laborales, incluso las sociedades de responsabilidad limitada debían ser asimiladas a las sociedades de personas, aplicando así el principio de responsabilidad solidaria. No obstante, es necesario aclarar que esta equiparación no es absoluta y que ciertas circunstancias especiales pueden restringir la aplicabilidad plena de la solidaridad en este tipo de estructuras societarias. (Anzola et al., 2010)

En líneas generales, la interpretación de la Corte Suprema de Justicia respecto a las sociedades de responsabilidad limitada se inclina hacia la aplicación del artículo 36 del Código Sustantivo del Trabajo. Esta interpretación, tanto normativa como jurisprudencial, no se llevó a cabo con la intención explícita de favorecer la teoría de las partes interesadas. No obstante, indudablemente, beneficia de manera destacada a uno de los grupos de interés involucrados: los trabajadores, disminuyendo además significativamente el interés de los empresarios por la sociedad de responsabilidad limitada, que en sustancia se rige por unas normas no correspondientes a su nombre. Además, con la intervención de la Corte Constitucional y la modificación en el sistema de seguridad social, se originó un nuevo capítulo en el debate sobre la responsabilidad de las sociedades en asuntos laborales y de seguridad social, especialmente las relacionadas con las sociedades anónimas. Casos como los de la Compañía de Inversiones de la Flota Mercante S.A. o la Empresa Colombiana de Curtidos S.A. "Colcurtidos", que establecieron

la responsabilidad solidaria de los socios en el pago de pensiones y otras obligaciones relacionadas con la seguridad social en sociedades anónimas, generaron controversia en torno a la limitación de la responsabilidad en el marco de las sociedades de capital.

La Corte Constitucional, a pesar de reconocer la existencia de una limitación de responsabilidad, sostiene que esta limitación no puede ser empleada para menoscabar los derechos de los trabajadores y pensionados. (Anzola et al., 2010) No obstante, tras un análisis más minucioso, se observa que la Corte Constitucional abre la posibilidad para que la vulneración de la prenda general de los acreedores, que incluye a los pensionados, pueda justificar una excepción a la responsabilidad limitada en beneficio de un tercero interesado en sociedades de capital. Desde una perspectiva más amplia, se puede interpretar que el menoscabo o las dificultades en la recuperación de las acreencias implican una afectación a los derechos de los acreedores. En esta línea de razonamiento, la esencia misma de la responsabilidad limitada, que se fundamenta en la mitigación de riesgos, se desvanece cuando los intereses de estos terceros se ven afectados, lo que sugiere que el propósito de la sociedad se enfoca en estos grupos de interés.

En el contexto de la legislación tributaria, también se presentan situaciones en las cuales se benefician a los terceros interesados, estableciendo responsabilidades solidarias que van más allá de la entidad societaria como entidad jurídica independiente, implicando a los socios de manera personal en relación con sus obligaciones tributarias. El artículo 794 del Estatuto Tributario Colombiano establece que, en todas las circunstancias, los individuos que son socios, copartícipes, asociados, cooperados, comuneros y consorciados, serán solidariamente responsables por los impuestos, actualización e intereses correspondientes a la sociedad, de la cual son parte como miembros, socios, copartícipes, asociados, cooperados, comuneros y

consorciados. Esta responsabilidad se determinará en proporción a sus contribuciones o participaciones en dichas entidades, y se calculará según el tiempo durante el cual hayan mantenido estas participaciones dentro del respectivo período gravable.

Implementación de las teorías en las estructuras societarias en Colombia.

Indudablemente, a pesar de las posibles diluciones en la teoría de la primacía de los accionistas que podrían surgir en otras áreas del derecho, como la legislación laboral o tributaria, el derecho de sociedades en Colombia sigue enfatizando la supremacía de los accionistas como un pilar fundamental. Esta característica se destaca especialmente en el tipo de sociedad más utilizado en la actualidad, la S.A.S. El Artículo 1 de la Ley 1258 de 2008 establece que los accionistas solo son responsables hasta el monto de sus aportes y no tienen la obligación de responder por las deudas laborales, tributarias u otras obligaciones contraídas por la sociedad. El propósito de este artículo es prevenir cualquier posible debilidad en el sistema de responsabilidad de este tipo de sociedades, dadas las evidentes ventajas que esto conlleva. (Reyes, 2020)

Como argumenta Posner (1986), la responsabilidad limitada no tiene como objetivo eliminar el riesgo de un fracaso empresarial, sino más bien trasladarlo de las inversionistas individuales que son acreedores, ya sean voluntarios o involuntarios de la sociedad. Son estos últimos quienes asumen el riesgo del incumplimiento empresarial. Los acreedores pueden asumir mejor el riesgo, ya que probablemente estén en mejores condiciones para evaluarlo, además, es posible que el accionista tenga una mayor aversión al riesgo que su acreedor. (Posner, 1986)

Ciertamente, el artículo 1 establece un límite en beneficio de los accionistas con respecto a los terceros interesados. No obstante, como reconocen tanto Posner como Reyes, respaldados en el análisis económico del derecho, es esencial que los acreedores reciban una compensación

económica por asumir estos riesgos. Esto no implica que la sociedad deba centrarse en el beneficio exclusivo de estos terceros interesados, sino más bien constituye una forma de recompensar su disposición a asumir riesgos, sin que esto signifique que el propósito fundamental de la sociedad deba apartarse de la teoría de la primacía de los accionistas.

El artículo 3 de la Ley 1258 de 2008 establece que las sociedades mantienen su naturaleza comercial, independientemente de las actividades especificadas en su objeto social. Esta disposición es relevante, ya que significa que, aunque una sociedad tenga la intención de llevar a cabo actividades que adopten un enfoque centrado en los terceros interesados, incluso si estas actividades pueden parecer cuasi filantrópicas, la esencia de dicha entidad societaria no se modifica en función de su objeto social. En cambio, estas sociedades deben mantener una naturaleza comercial que se ajuste a los criterios propios de las sociedades comerciales de capital.

Asimismo, se debe señalar que, conforme a la Ley de Sociedades por Acciones Simplificadas (1258 de 2008), los artículos 25 y 26 establecen que la sociedad no tiene la obligación de contar con una junta directiva, a menos que así se estipule en los estatutos. En ausencia de dicha disposición, la administración recae en el representante legal de la sociedad. En el caso de que se acuerde la creación de una junta directiva, esta podrá conformarse con uno o varios miembros, cuya designación quedará a discreción de los estatutos, o, en su defecto, se regirá por las normas legales pertinentes. Además, el artículo subsiguiente dispone que la representación legal de la sociedad recae en una persona natural o jurídica, cuya designación deberá realizarse de acuerdo con lo establecido en los estatutos. Esta persona ostenta la facultad de celebrar o ejecutar todos los actos relacionados con el objeto social o que guarden relación directa con la existencia y funcionamiento de la sociedad. Es importante destacar que aquellas

personas que, sin ostentar formalmente la calidad de administradores, desempeñen dicha función en la práctica, estarán sujetas a las mismas responsabilidades y sanciones que se aplican a los administradores. Este artículo reviste un interés particular en lo que respecta a la teoría de los terceros interesados, ya que, al otorgar autonomía a las partes involucradas, se abre la posibilidad de adoptar prácticas propias de los terceros interesados, como la creación de una junta directiva en la que se nombren representantes de trabajadores, acreedores y otros interesados.

¿Cuál es el deber de los administradores?

En el contexto colombiano, la pregunta fundamental sobre a quién deben priorizar los administradores de una compañía entre los accionistas y otros grupos de interés tiene una clara respuesta: se debe dar prioridad a los accionistas. Según lo expuesto por el profesor J. Gaviria (2017) de la Universidad EAFIT, los administradores deben otorgar primacía a los accionistas sobre otros grupos de interés. Este enfoque proporciona los incentivos económicos necesarios para que los accionistas, siendo los propietarios residuales de los flujos de caja, asuman los riesgos inherentes a la actividad empresarial y persigan el crecimiento y la rentabilidad de las sociedades. (Gaviria, 2017) Esta visión concuerda con los planteamientos de Bainbridge (2023), quien señala que los accionistas poseen derechos contractuales residuales más que ser propietarios directos. (Bainbridge, 2023)

Aunque existen sutilezas en los deberes fiduciarios cuando los intereses de distintos accionistas entran en conflicto, como ha sido destacado por Gaviria (2017), resulta claro que los administradores tienen la responsabilidad y el compromiso fiduciario de dar prioridad a los accionistas y procurar su beneficio. (Gaviria, 2017) Este deber no solamente recae en los administradores, sino que también se extiende implícitamente a los jueces, quienes deben

integrarlo en el análisis de sus casos. Asegurar la primacía de los accionistas al tomar decisiones en situaciones específicas no es meramente una consideración, sino un deber que debe guiar la conducta y las decisiones en los casos judiciales.

Análisis de sentencias y laudos arbitrales

Casos significativos

Antes de adentrarse en los resultados específicos de la investigación, es relevante destacar algunos casos de interés que forman parte del desarrollo de este estudio. Uno de estos casos es el litigio entre Isabel Cristina Sánchez Beltrán contra Centro Integral del Infractor de Tránsito S.A.S. y otros, que fue tramitado en la Superintendencia de Sociedades bajo el número de proceso 2012-801-061. Los acontecimientos que dieron origen a este caso se remontan al comienzo del año 2010, cuando la demandante, en colaboración con John Wiedemann, decidieron establecer una empresa con el propósito de ofrecer lecciones de tránsito a infractores para facilitar la conmutación de sus multas. Con este fin, se constituyó la sociedad Centro Integral del Infractor de Tránsito S.A.S. La contribución de la demandante consistió en proporcionar las licencias necesarias para la prestación del servicio de condonación de multas.

La demandante acordó que la sociedad tendría exclusividad en la prestación de servicios para el mercado de infractores de tránsito, que incluía el área de la ciudad de Medellín. Sin embargo, en noviembre de 2011, durante una reunión de la junta directiva, se expresó descontento con la señora Isabel Cristina Sánchez Beltrán por iniciar un nuevo centro integral de atención denominado Cenintra. En marzo de 2012, durante una asamblea general de accionistas, los demandados decidieron no distribuir las utilidades generadas en el año 2011. Esta decisión se

basó en la existencia de proyectos de crecimiento, expansión, planes de inversión y exploración de nuevos negocios para la empresa, así como en las posibles amenazas del mercado que generaban incertidumbre sobre el negocio. En marzo de 2013, nuevamente se optó por retener las utilidades distribuibles de Centro Integral del Infractor de Tránsito S.A.S., basándose en proyectos de crecimiento.

La mencionada situación culminó en la presentación de una demanda. Al analizar el caso específico, el despacho judicial consideró que la restricción de un accionista para participar en las utilidades sociales, en conformidad con el artículo 150 del Código de Comercio, cuando dichas restricciones son estipuladas en el contrato social, se considera como disposiciones leoninas y, por ende, se tendrán por no escritas, independientemente de la aceptación de los socios. Esta limitación a la autonomía de los socios se deriva del artículo 98 del mismo código, el cual establece que la formación de una sociedad tiene como propósito la distribución de las ganancias generadas por la empresa o actividad social. En consecuencia, el despacho judicial expresó que la política de retención de utilidades produce efectos análogos a los de una cláusula leonina. Por lo tanto, corresponde al juez determinar si la cuestionada política de dividendos obedece a una finalidad legítima en el ámbito empresarial o, por el contrario, es resultado de una intención deliberada de perjudicar a los accionistas minoritarios o de obtener una ventaja injustificada para el controlante.

En conclusión, el despacho judicial evidenció que la política de retención de dividendos se constituyó como una represalia destinada a privar a Isabel Cristina Sánchez Beltrán de las ganancias generadas, debido a una posible infracción de un acuerdo de exclusividad para la prestación de servicios de conmutación de multas de tránsito. El despacho consideró que los demandados disponían de acciones legales para abordar la conducta de la demandante en caso de

que consideraran que había participado en prácticas competitivas con la sociedad de la cual ella era accionista y administradora. Sin embargo, lo que resulta inadmisibles es que, como respuesta a desacuerdos entre los socios, se emplearan proyectos ilusorios con el fin de privar a la demandante de sus derechos económicos. Por lo tanto, se determinó que los accionistas mayoritarios de Centro Integral del Infractor de Tránsito S.A.S. habían abusado de su derecho al voto. En consecuencia, se declaró la nulidad de las decisiones que retenían las ganancias generadas y se les ordenó aprobar la distribución de las utilidades de la sociedad. En caso de incumplimiento de esta orden, se les requeriría compensar a Isabel Cristina Sánchez Beltrán por los perjuicios correspondientes a las ganancias en virtud del abuso del derecho al voto.

Este caso presenta similitudes notables con el emblemático caso Dodge v. Ford, que se mencionó al principio de este texto, aunque con diferencias sustanciales. Es esencial resaltar que, en el caso de Dodge v. Ford, las decisiones empresariales del señor Ford no fueron objeto de examen debido a la regla de discrecionalidad. En contraste, en el caso de Isabel Cristina Sánchez Beltrán, el juez societario llevó a cabo una evaluación exhaustiva de las decisiones relacionadas con el crecimiento, la expansión y los riesgos del mercado que los accionistas mayoritarios y administradores esgrimieron como justificación para la retención de las utilidades. A pesar de esta distinción, ambas decisiones judiciales se basaron en la primacía de los accionistas y en virtud de una de las consecuencias más significativas de ser accionista: la distribución de utilidades. En ambos casos, se ordenó a los accionistas administradores la distribución de las utilidades en lugar de retenerlas indeterminadamente, ya que ello estaría en desacuerdo con el fin de la sociedad y sus accionistas.

En el curso de la investigación, también surgió otro proceso de relevancia, el caso de Paula Saldarriaga Daza contra el Grupo Orbis S.A., que fue tramitado en el Centro de Arbitraje y

Conciliación de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia bajo el número de proceso 2015 A 040. La señora Paula Saldarriaga Daza es accionista de la sociedad Grupo Orbis S.A., en la cual existe un acuerdo de accionistas que representa el 76.39% de las acciones y en el cual la demandante no está incluida. El 21 de marzo de 2014, se tomaron decisiones en la asamblea de accionistas que incluyeron una reforma estatutaria que establece la realización anual de una evaluación de la gestión de la junta directiva y sus miembros por parte de un tercero independiente experto en la materia, a ser seleccionado por la junta directiva. La participación en esta evaluación es obligatoria para todos los miembros de la junta, y la no participación resultaría en la inhabilitación para formar parte de la junta en el próximo período. Esta decisión fue aprobada por el grupo de accionistas que posee el 76.39% de las acciones, pero fue rechazada por el resto. La demandante consideró que esta decisión constituía un abuso del derecho al voto, que vulneraba los derechos de los accionistas minoritarios y que era ilegal al ser contraria a las leyes imperativas. Por su parte, los demandados argumentaron que esta medida era necesaria para cumplir con el Código País, además de asegurar el interés general de la sociedad y proporcionar herramientas que permitieran la selección idónea de candidatos para la junta directiva.

Los árbitros sostuvieron que el análisis y evaluación de la junta directiva forma parte de una tendencia global en todas las empresas, que se acentúa en aquellas con un gran número de propietarios, donde la administración se encuentra alejada de los accionistas, como es el caso de las sociedades cotizadas en bolsa, cuyos accionistas solo reciben información anual sobre el desempeño de los gestores. En consecuencia, y en línea con las disposiciones de la Superintendencia Financiera, en particular la Circular 28 de 2014, conocida como Código País, que establece recomendaciones de buen gobierno y supervisión de los órganos directivos, este

enfoque se inscribe en una tendencia normativa en el ámbito mercantil, según la opinión de los árbitros, particularmente en lo que respecta a las juntas directivas y directores de empresas, en especial aquellas con una base de accionistas dispersa que cotizan en bolsas de valores. El tribunal reconoció que la consecuencia de negarse o mostrar reticencia a la evaluación no cumpliría adecuadamente el propósito si los miembros de la junta se negaran a someterse a dicha evaluación. Por lo tanto, la inhabilitación para ser miembros en el próximo período se justifica y no representa una restricción inaceptable, ya que está alineada con los intereses y objetivos de la sociedad. Además, durante la presentación de pruebas, se determinó que la decisión adoptada no causó perjuicio o detrimento a los accionistas minoritarios con el uso del voto. En consecuencia, las pretensiones formuladas en la demanda fueron desestimadas.

Este caso cobra notable relevancia en el ámbito investigativo, principalmente debido a su firme alineación con la teoría de los terceros interesados. Los árbitros han identificado que la práctica de evaluar la junta directiva, enmarcada en el contexto del gobierno corporativo y como elemento clave en los criterios de sostenibilidad ambiental, social y de gobernanza, ostenta una significativa importancia para la totalidad de la sociedad. No obstante, resulta imperativo resaltar que la evaluación anual del desempeño gerencial no delineó criterios o estándares específicos y claros para valorar la junta directiva, generando una distinción de gran relevancia. Por ejemplo, sopesar el desempeño de la junta directiva basado únicamente en su rentabilidad económica para los accionistas contrasta notoriamente con su evaluación en términos de su gestión en asuntos medioambientales o sociales, que pudieran generar beneficios o considerar los intereses futuros de la sociedad y otras partes implicadas, más allá del beneficio exclusivo en los accionistas. La evaluación de la junta abarca un amplio espectro de conceptos que, lamentablemente, no han sido definidos ni explorados en el transcurso del proceso. A pesar de las interrogantes planteadas,

las argumentaciones presentadas por los árbitros reflejan claramente una tendencia hacia la teoría de los terceros interesados en el caso de Paula Saldarriaga Daza contra el Grupo Orbis S.A.

Otro caso de estudio de relevancia es el que involucra a Alienergy S.A. frente a Álvaro José Márquez y Gestión Orgánica GEO S.A.S. E.S.P. En este caso, Alienergy S.A. presentó una demanda contra el señor Álvaro José Márquez, quien era un accionista minoritario. La demanda se basó en la alegación de que Márquez había ejercido su derecho de voto de manera abusiva al obstaculizar repetidamente la aprobación de un proceso de emisión de acciones. El origen de esta emisión de capital se relacionaba con los requisitos ambientales impuestos por la Corporación Autónoma Regional de Cundinamarca, que, en calidad de máxima autoridad en asuntos ambientales, había establecido requerimientos ambientales para la adaptación de la planta de compostaje gestionada por Gestión Orgánica GEO S.A.S. E.S.P. Durante una inspección de campo, la Corporación Autónoma Regional de Cundinamarca observó que la planta estaba generando un impacto ambiental negativo y emitió una medida correctiva.

En respuesta a este requerimiento, se convocó a una asamblea extraordinaria en la que se discutió el impacto potencial de la suspensión de actividades y se propuso una emisión de acciones con el fin de recaudar mil millones de pesos para cumplir con los requisitos ambientales. Sin embargo, el señor Márquez utilizó su derecho de veto para bloquear la aprobación de esta propuesta. Sus argumentos se basaron en que la capitalización estaba destinada a una nueva planta que no guardaba relación con las medidas de la Corporación y que dicha inversión carecía de documentación de respaldo adecuada. El juez societario, después de examinar la evidencia presentada, concluyó que la decisión de Márquez de vetar la emisión de acciones no constituía un abuso de sus derechos y, en consecuencia, desestimó las pretensiones de la demanda.

Este caso subraya una situación en la que un accionista mayoritario, motivado por su deseo de crecimiento, busca realizar una capitalización de los recursos pertenecientes a otros accionistas, aprovechando su posición de control accionario. Este interés no necesariamente se alinea con el interés general de la sociedad, ya que prioriza los objetivos individuales de este accionista. Por lo tanto, el tribunal de sociedades optó por llevar a cabo un escrutinio minucioso de las razones y fundamentos detrás de la propuesta de capitalización presentada por el Representante Legal. Al hacerlo, y aplicando implícitamente el concepto de la primacía del accionista, el tribunal desestimó las pretensiones del demandante.

En otro caso de estudio analizado, se examinó la situación que involucra a Capital Airports Holding y CAH Colombia S.A. en el año 2007. En dicho año, el señor Mario Pinzón Bohórquez y la empresa Capital Airports Holding Company participaron conjuntamente en un proceso licitatorio para obtener una concesión aeroportuaria. La adjudicación de esta concesión se otorgó a la compañía conjunta conformada por ambas partes. Con el fin de llevar a cabo la concesión aeroportuaria, y se creó la sociedad CAH Colombia S.A. Durante el desarrollo de la operación, los accionistas expresaron sus planes de expansión tanto a nivel nacional como internacional. Sin embargo, la empresa Capital Airports Holding se negó a aportar capital adicional para estos planes de expansión. Esta discrepancia llevó al Sr. Pinzón a buscar alternativas, como la venta de sus acciones o la escisión de la compañía, sin obtener resultados.

El 2 de abril de 2012, se llevó a cabo una reunión por derecho propio en la que participó directa e indirectamente el Sr. Mario Pinzón Bohórquez, quien controlaba el 47.92% de las acciones. En dicha reunión, se modificó la junta directiva reduciendo su número de miembros de 5 a 3 y se procedió a aumentar el capital autorizado. Posteriormente, la nueva junta directiva emitió acciones conforme a un reglamento de emisión y colocación. No obstante, estas acciones

fueron adquiridas exclusivamente por Azzaro Internacional S.A., una empresa bajo el control del Sr. Mario Pinzón Bohórquez. Este movimiento resultó en la dilución del 7.1% de la participación de Capital Airports Holding Company en la sociedad CAH Colombia S.A. Capital Airports Holding Company interpuso una demanda en la que argumentaba la nulidad de las decisiones tomadas, solicitando la cancelación del registro de las acciones emitidas y la restitución de las acciones al estado anterior. Tras un análisis del tribunal de sociedades, se determinó que la capitalización tenía como objetivo despojar a Capital Airports Holding Company de su mayoría accionaria. No obstante, a pesar de esta evaluación y su conclusión, las pretensiones de la demanda fueron desestimadas debido a un error procesal en la petición presentada.

La teoría de los terceros interesados no solo abarca una dimensión positiva, que implica el aumento de las ganancias y beneficios para los accionistas, sino que también incluye una dimensión negativa que establece que dicho aumento de beneficios debe producirse siempre y cuando se respeten las reglas del juego, es decir, en un entorno de competencia libre y abierta, sin recurrir al engaño o fraude legal. (Friedman, 1970) Por lo tanto, y como se advierte en el caso Capital Airports Holding Company, la búsqueda de beneficios para el accionista no se considera una teoría omnipresente que se centre exclusivamente en el beneficio y su primacía como accionista, sino que impone límites y restricciones a su conducta, siempre dentro del marco de la legalidad y la moralidad vigente.

Otro caso destacado en la investigación corresponde al proceso tramitado en el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Cámara de Comercio de Bogotá, identificado con el número 3992, entre María Yanneth Chauta Pinilla y otros contra Leonardo León Chauta Ibarra y otros. En este caso, las demandantes son accionistas minoritarias dentro de la sociedad Dicengas S.A. E.S.P. Los hechos que dieron origen a este proceso se relacionan con un intento de venta de las

acciones de la sociedad a un tercero por parte de todos los socios. Durante este proceso de venta, se formaron dos grupos: uno compuesto por las minoritarias demandantes y otro por los accionistas mayoritarios convocados.

Durante el conflicto los accionistas mayoritarios mostraban un evidente interés en la venta, mientras que los minoritarios buscaban maximizar sus ganancias. En medio de este desacuerdo, los accionistas minoritarios presentaron una demanda alegando conductas inapropiadas por parte de la administración y los accionistas mayoritarios. Estas alegaciones incluyeron acciones que afectaron a terceros interesados, particularmente la presión ejercida sobre algunos empleados, lo que resultó en despidos y renunciaciones, generando costos adicionales para la sociedad. Además, se cuestionó la contratación de una contadora con el fin de reducir los impuestos, y la acusación más grave: la supuesta reducción deliberada de las ventas de la empresa, pasando de 6,356 millones en 2012 a 3,976 millones en 2013, presumiblemente con la intención de disuadir a las accionistas minoritarias de permanecer en la compañía.

A pesar de que muchas de las acusaciones se basaron en apreciaciones subjetivas por la falta de pruebas, y el tribunal rechazó las reclamaciones relacionadas con el supuesto abuso del derecho al voto, únicamente aceptando aquellas relacionadas con la oferta y un contrato de compraventa de acciones entre los accionistas, resulta notorio cómo las accionistas minoritarias cimentaron sus demandas en una variedad de intereses asociados a la teoría de los terceros interesados. Esta estrategia implicó considerar los intereses de terceros, como la preservación de empleos para los trabajadores y el pago de impuestos más elevados a la administración, como aspectos esenciales de su argumentación.

Metodología investigativa

En el contexto de esta investigación, se realizó un análisis exhaustivo de sentencias y laudos arbitrales, enfocándose principalmente en aquellos casos que trataban el abuso del derecho al voto, la desestimación de la personalidad jurídica y la responsabilidad de los administradores. La selección de estos temas se basó en la clara o implícita controversia que surge en torno a la teoría de los terceros interesados y la teoría de los accionistas cuando se enfrenta a otras partes, con intereses diversos. Es importante señalar que, al tratarse de una muestra, se establecieron criterios adicionales para determinar si cada sentencia o fallo indicaba una inclinación hacia la teoría de la primacía de los accionistas o la teoría de los terceros interesados.

En primer lugar, se aplicó un criterio de manifestación expresa, lo que implicó verificar si el fallo hacía una explicación o referencia explícita a la teoría de los terceros interesados o la teoría de los accionistas. En ausencia de una manifestación expresa, se pasó al segundo criterio, que consistió en evaluar si había alguna referencia indirecta o tácita a una de estas teorías. Por ejemplo, si el fallo se basaba en criterios relacionados con criterios ambientales, sociales y de gobernanza como parte fundamental del caso, se consideraba que existía una inclinación hacia la teoría de los terceros interesados. En contraste, si el fallo se basaba en criterios relacionados con los beneficios o utilidades de los accionistas sin una mención explícita de la teoría, se interpretaba como una inclinación hacia la teoría de la primacía de los accionistas.

Finalmente, en el caso de que la sentencia o el laudo arbitral no manifestara ni insinuara de manera clara los criterios o argumentos que respaldaran una u otra teoría, se procedía a evaluar a quién beneficiaba la decisión en el transcurso del caso. Es imperativo destacar que este criterio se centraba en el aspecto sustantivo de la decisión, excluyendo los errores procesales.

Estos errores, al ser desviaciones del proceso, no incidían en el razonamiento de los jueces ni en la aplicación o creación del derecho. Por lo tanto, en situaciones donde, por ejemplo, se desestimaban las pretensiones a favor del demandado debido a un error procesal del demandante, esto no implicaba necesariamente un beneficio real para el demandado en el contexto de la investigación, ya que el resultado se originaba en un error de procedimiento en lugar de una modificación sustancial en el razonamiento del juez al resolver el caso.

Por último, es importante señalar que el marco temporal de esta investigación abarca desde el año 2012 hasta el mes de septiembre de 2023. Esta elección se fundamenta en la entrada en vigencia del máximo tribunal societario que opera en la Superintendencia de Sociedades, el cual se consolidó como el foro especializado en asuntos societarios para hacer efectivos los derechos sustanciales a partir de dicho periodo. De manera análoga, esta selección temporal se aplica a los Centros de Conciliación y Arbitraje de las Cámaras de Comercio de Medellín y Bogotá, con el fin de mantener una consistencia temporal en el análisis.

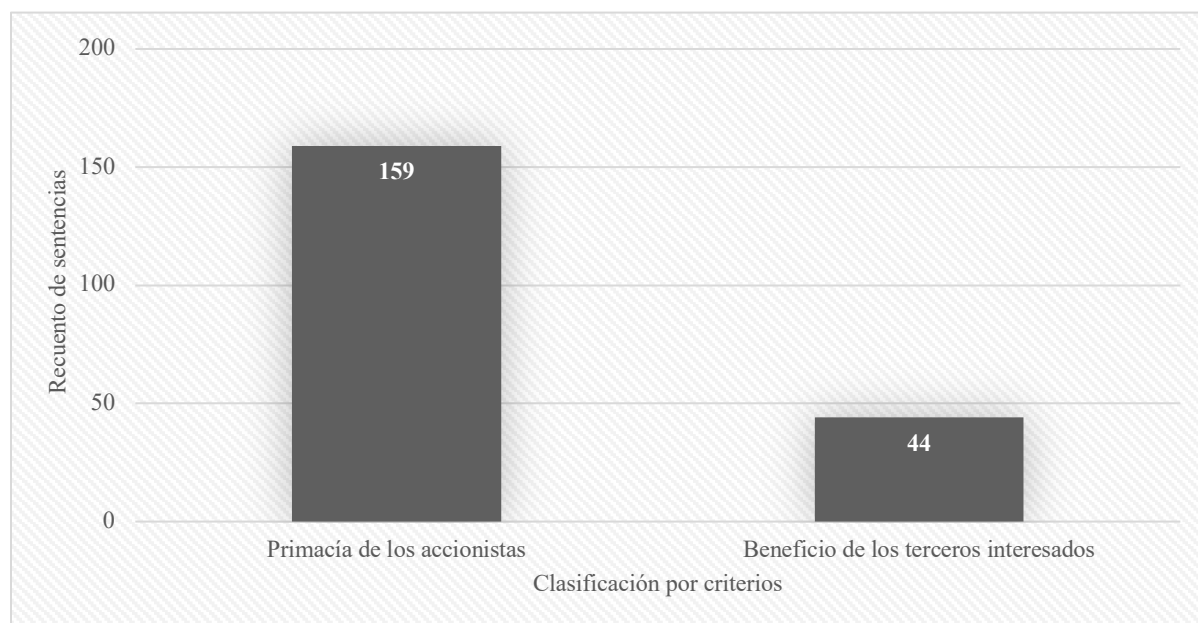
Es importante subrayar que no se incluyeron en este estudio las sentencias emitidas por los Tribunales de Distrito o la Corte Suprema de Justicia. Esto se debe a que, desde la entrada en vigor del máximo foro especializado en asuntos societarios, a pesar de que los ciudadanos pueden ejercer su derecho de acción ante la instancia de la jurisdicción que consideren pertinente, la mayoría de los casos relacionados con asuntos societarios se tramitan en esta instancia especializada de la Superintendencia de Sociedades. La investigación se centró en analizar los fallos judiciales más especializados en la materia, razón por la cual las sentencias de otras instancias judiciales no formaron parte de este estudio.

Resultados

Durante esta investigación, se llevaron a cabo múltiples análisis de sentencias y laudos emitidos a partir del año 2012 por instituciones como la Superintendencia de Sociedades, el Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia y el Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá. De manera específica, se examinaron 203 sentencias de la Delegatura para Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades, revelando que el 78% de los fallos analizados estaban orientados a favorecer la teoría de los accionistas, representando un total de 159 sentencias. Por otro lado, se identificó que el 22% de los casos analizados presentaban un enfoque dirigido a la teoría de los terceros interesados, concretamente 44 sentencias, como se detalla en la Figura 1.

Figura 1

Análisis de sentencias de la Delegatura Mercantil de la Superintendencia de Sociedades

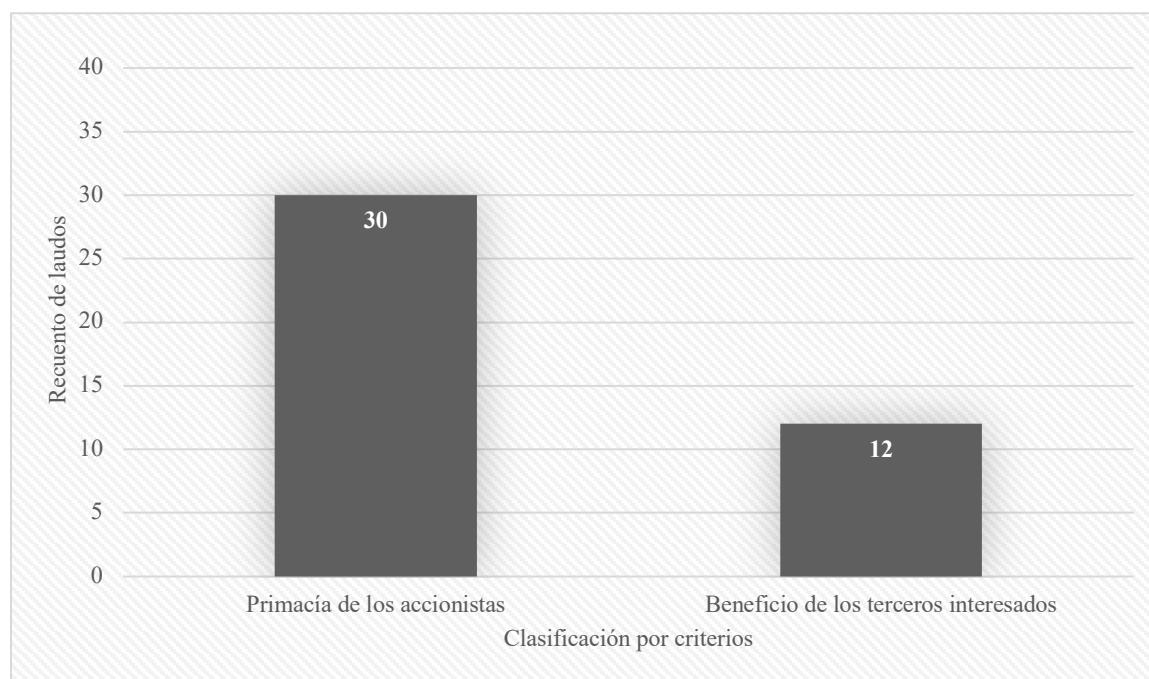


Fuente: creación propia

Además, se llevó a cabo un exhaustivo análisis de los laudos de arbitraje emitidos en el Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá, centrándose específicamente en la revisión de 42 laudos emitidos a partir del año 2012. Los hallazgos de la investigación revelan que un 71% de estas sentencias, representando 30 fallos, adoptaron un enfoque basado en la primacía de los accionistas. Por otro lado, se identificaron 12 sentencias, es decir, un 29% del total de laudos analizados, que se alinearon con la teoría de los terceros interesados como se detalla en la figura 2.

Figura 2

Análisis de laudos arbitrales del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Bogotá

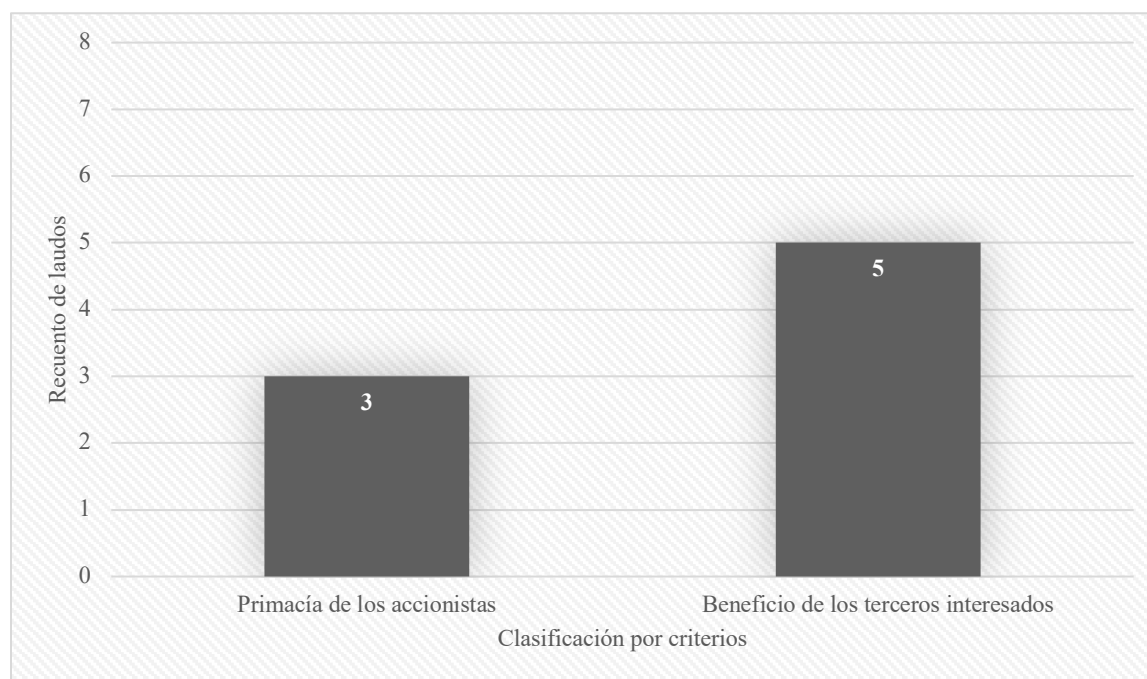


Fuente: creación propia

Finalmente, se ha realizado un análisis minucioso de los fallos arbitrales proferidos en el Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia. Se enfocó en examinar detalladamente ocho sentencias emitidas desde el año 2012. Los resultados de la investigación indican que el 38% de estas decisiones, equivalentes a tres fallos, se adhirieron a la perspectiva de la primacía de los accionistas. En contraste, se identificó que el 63% de los laudos analizados, compuesto por cinco sentencias, se alinearon con los intereses de terceros relacionados de conformidad con la Figura 3.

Figura 3

Análisis de laudos arbitrales del Centro de Arbitraje y Conciliación de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia

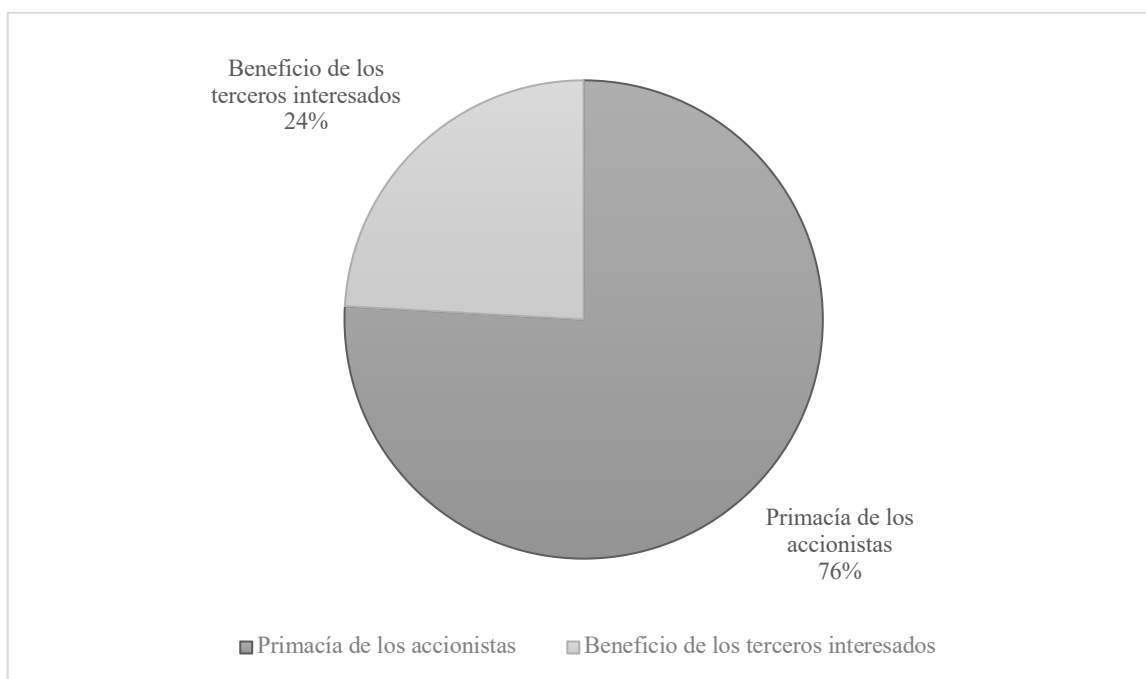


Fuente: creación propia

Aunque no se pueden realizar comparaciones directas debido a la distorsión resultante por la gran cantidad de procesos judiciales examinados en la Delegatura para Procedimientos Mercantiles de la Superintendencia de Sociedades en contraste con el limitado número de casos de los centros de conciliación y arbitraje de las Cámaras de Comercio de Medellín y Bogotá, es pertinente destacar que, de un total de sentencias analizadas, se encontraron 192 que favorecían la primacía de los accionistas y 61 sentencias que demostraron un enfoque orientado hacia los terceros interesados, como muestra la Figura 4.

Figura 4

Análisis integral de sentencias y laudos arbitrales



Fuente: creación propia

Conclusiones y hallazgos

Como resultado de la investigación actual, se pueden derivar, entre otros, los siguientes hallazgos:

1. Según el análisis de los datos y reconociendo la limitación de estos, los tribunales societarios en Colombia presentan una preferencia hacia la teoría de la primacía de los accionistas, priorizando la maximización del beneficio de los accionistas en sus decisiones y consideraciones. Esta tendencia se encuentra arraigada en el marco jurídico colombiano, el cual ha mantenido la naturaleza lucrativa como un componente fundamental de las sociedades. Esta orientación está establecida por ley y ha sido refinada a través de la doctrina y la jurisprudencia, las cuales interpretan la primacía de los accionistas y la maximización de sus beneficios como objetivos primordiales de las sociedades.
2. A pesar de esta inclinación, es relevante destacar que ciertos grupos de interés, como empleados, pensionados y el Estado, han recibido especial atención por parte de los legisladores y los órganos judiciales. Esta atención ha dado lugar a la formulación de leyes y precedentes judiciales que benefician a dichos grupos de interés, desviándose de ciertos aspectos inherentes a la personalidad jurídica de las sociedades, y en particular, de la teoría de los accionistas. Estas disposiciones sugieren la posibilidad de ser interpretadas en apoyo a la teoría de los grupos de interés, lo cual atenúa la preponderancia evidente de la teoría de los accionistas, que prevalece en el entramado legal colombiano.

3. Durante el desarrollo de la investigación, surgió un desafío significativo al intentar comprender con precisión las motivaciones que influenciaban las decisiones tomadas por jueces y árbitros al favorecer una teoría sobre otra. En los casos donde se observaba un sesgo hacia los grupos de interés, surgía la incertidumbre respecto a si los jueces consideraban de manera consciente los aspectos teóricos vinculados a los terceros interesados al emitir sus fallos. Quedaba en duda si, al intentar resguardar la prenda general de los acreedores o proteger los derechos de los accionistas minoritarios, se socavaban inadvertidamente los principios de la teoría de la primacía y el beneficio de los accionistas, los cuales constituyen pilares en la legislación societaria, la doctrina y la jurisprudencia establecidas en el ámbito legal colombiano.

4. Resulta destacable que, aunque la teoría de los accionistas se posiciona como la norma predominante, el resultado identificado en el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Cámara de Comercio de Medellín para Antioquia, que exhibió una clara tendencia favorable hacia la teoría de los grupos de interés en un 63% de los laudos analizados, no puede ser considerado extraordinario. Este resultado debe ser abordado con cautela debido al reducido número de casos sometidos a análisis en esta investigación. No obstante, este hallazgo permite deducir una tendencia futura, revelando que, como se evidenció en los casos significativos, los criterios ambientales, sociales y de gobernanza o las sociedades de beneficio e interés colectivo están comenzando a ser valorados en los tribunales societarios. Este fenómeno representa el comienzo de un nuevo paradigma en lo relativo a la teoría de los terceros interesados en Colombia.

5. Según señalan destacados académicos como S. Bainbridge de la Universidad de UCLA y R. Tallarita, L. Bebchuk, entre otros, de Harvard, a pesar de las manifestaciones de apoyo a los grupos de interés por parte de los líderes del mercado, un análisis minucioso de las operaciones reales y las decisiones críticas antes y durante la pandemia del COVID-19 revela que la mayoría de los directores de empresas mostraron escaso interés por sus terceros interesados. Esta falta de compromiso de los líderes empresariales a nivel global refleja una situación similar en el ámbito local. Resulta especialmente llamativa la falta explícita de procedimientos que aborden directamente este tipo de conflictos; esta carencia de casos que consideren los intereses de los terceros interesados destaca como uno de los hallazgos más significativos de la investigación.
6. La escasez de casos podría sugerir, según lo argumentado por académicos reconocidos, una especie de lavado verde en las sociedades. Al examinar las sentencias y fallos, surge la interrogante sobre si la ausencia de casos explícitos que aborden los intereses de los grupos de interés se debe a una verdadera falta de consideración por parte de las compañías hacia los intereses de los grupos involucrados en la resolución de los problemas empresariales, o si, por el contrario, estos asuntos se tratan en otro contexto o simplemente no reciben la prioridad necesaria. Aunque esta cuestión necesitaría de una investigación adicional, resulta interesante observar la marcada escasez de casos explícitos que aborden los intereses de los *stakeholders* en el ámbito empresarial.

Bibliografía

- Anzola, M., Arrubla, J., Calderón, A., Cárdenas, J. P., Castillo, F., Castro, C. G., Diaz, E., Fradique-Méndez, C., Forigua, J., Gaitan, J. A., Gaitán, A., Gil, J., Holguín, T., Jaramillo, I., León, E., Lopez, Y., Mesa, M. L., Rincon, E., Reyes, F., ... Venegas, A. (2010). *Levantamiento del velo corporativo. Panorama y perspectivas. El caso colombiano* (1st ed.). Editorial Universidad del Rosario.
- Associated Press Regional State Report. (2022, August 11). *California settles with firm in Volkswagen emissions scandal*. <https://web-p-ebsohost-com.ezproxy.eafit.edu.co/ehost/detail/detail?vid=7&sid=3f1d28e2-4607-4b7a-adcd-a57579ab8a50%40redis&bdata=Jmxhbmc9ZXMmc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=AP9e25b79275988947b47306eed603473c&db=nsm>
- Bainbridge, S. M. (2002). *Corporation Law and Economics*. Foundation Press.
<https://archive.org/details/corporationlawecOOOO Bain>
- Bainbridge, S. M. (2023). *The Profit Motive. Defending Shareholder Value Maximization*. Cambridge University Press.
- Bebchuck, L., & Fried, J. (2004). *Pay without Performance*. Harvard University Press.
- Bebchuk, L. A., Kastiel, K., & Tallarita, R. (2022). Stakeholder Capitalism in the Time of COVID. In *Yale Journal of Regulation* (Vol. 40).
http://www.law.harvard.edu/programs/olin_centerhttps://papers.ssrn.com/abstract=4026803
Electroniccopyavailableat:<https://ssrn.com/abstract=4026803>

Bebchuk, L. A., & Tallarita, R. (2020). The Illusory Promise of Stakeholder Governance.

Cornell Law Review, 106, 91–178.

http://www.law.harvard.edu/programs/olin_centerhttps://papers.ssrn.com/abstract=3544978

Bonafous-Boucher, M., & Dahl, J. (2016). *Stakeholder Theory A Model for Strategic*

Management. Springer. <http://www.springer.com/series/10184>

Buchanan, J., Chai, D. Heesang., & Deakin, S. F. (Simon F.). (2012). *Hedge fund activism in*

Japan: the limits of shareholder primacy. Cambridge University Press.

Câmara, P., & Morais, F. (2022). *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*.

Springer Nature Switzerland AG.

CNN. (2015, April 20). *5 years after the Gulf oil spill: What we do (and don't) know*.

<https://edition.cnn.com/2015/04/14/us/gulf-oil-spill-unknowns/index.html>

Dahl, H. S. (2004). *McGraw-Hill's Spanish and English legal dictionary*. McGraw-Hill.

Dathe, T., Dathe, R., Dathe, I., & Helmold, M. (2022). *Corporate Social Responsibility*

(CSR), Sustainability and Environmental Social Governance (ESG) Approaches to Ethical

Management. Springer. <https://link.springer.com/bookseries/10101>

Davies, P. (2010). *Introduction to Company Law* (Second Edition). Oxford University Press.

Dennis, H. W. (2020). *Corporate Law and the Theory of the Firm; Reconstructing Corporations,*

Shareholders, Directors, Owners, and Investors. Routledge.

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts,

Evidence, and Implications. *Source: The Academy of Management Review*, 20(1), 65–91.

<https://www.jstor.org/stable/258887>

DW Documentary. (2020, November 1). *Boeing – what caused the 737 Max to crash?* | DW Documentary.

https://www.youtube.com/watch?v=PdYcJldzOdw&ab_channel=DWDocumentary

El País. (2003, June 3). *La crónica negra del 'Prestige'* .

https://elpais.com/elpais/2003/06/03/actualidad/1054628225_850215.html?rel=buscador_noticias

Escuela Austriaca. (2017, August 14). *Historia Financiera del Mundo: De Los Templos a Las Burbujas*.

https://www.youtube.com/watch?v=DpZ7RL76IyI&t=401s&ab_channel=EscuelaAustriaca

Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Source: The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://www.jstor.org/stable/2329112>

Freeman, E. R., Harrison, S. J., Wicks, A., Parmar, B., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder Theory The state of the art*.

Friedman, Milton. (1970, September 13). *A Friedman doctrine. The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*. The New York Times.

<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

Gaviria, J. A., & Sanín, J. E. (2022). *Efectos económicos y tributarios del derecho societario* (1st ed.). Legis Editores S.A.

Gaviria, Juan. Antonio. (2017). La responsabilidad de los administradores frente a los accionistas de diferente clase con intereses contrapuestos. *Revista de Derecho Privado*, 32, 317–350.

<https://doi.org/10.18601/01234366>

- Hill, J. (2020). *Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing A Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio*. Academic Press.
- Jacob Dahl Irendtorr, & Maria Bonnafous-Boucher. (2016). *SPRINGER BRIEFS IN ETHICS Stakeholder Theory A Model for Strategic Management*.
<http://www.springer.com/series/10184>
- Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Pargendler, M., Ringe, W.-G., & Rock, E. (2017). *The Anatomy of Corporate Law* (Third edition).
- Mads, A., & Wooldridge, F. (2009). *European Comparative Company Law*. Cambridge University Press .
- Magnuson, W. (2022). *For-Profit A History of Corporations*. Basic Books.
- Mayer, C. (2018). *Prosperity Better Business Makes the Greater Good* (1st ed.). Oxford University Press.
- Mélon, L. (2019). *Shareholder Primacy and Global Business: Re-clothing the EU Corporate Law*. www.routledge.com
- Mitchell, R. K., B.R. Agle, & D.S. Wood. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management, 22*(4), 853–866.
- Palmiter, A. R. (2015). *Corporations* (Eighth). Wolters Kluwer.
- Pinto, A. R. B., & Branson, D. M. (2018). *Understanding Corporate Law*. CAROLINA ACADEMIC PRESS.
- Posner, R. (1986). *Economic Analysis of Law: Vol. Tercera Edición*. Wolters Kluwer.
- R. Edward Freeman. (1984). *Strategic Management A Stakeholder Approach*.

Reuters. (2009, February 11). *Wall Street CEOs feel the rage in Washington*.

<https://www.reuters.com/article/us-newusn-idUSTRE51A4CK20090211>

Reyes, F. (2006). *Derecho Societario en Estados Unidos* (Tercera Edición). Legis Editores S.A.

Reyes, F. (2010). *Estudios sobre la sociedad por acciones simplificada* (1st ed.). Universidad Externado de Colombia.

Reyes, F. (2020). *Derecho Societario* (4th ed., Vol. 1). Editorial Temis S.A.

Romano, R. (1993). *Foundations of Corporate Law*. Oxford University Press.

Sacconi, L., Blair, M., Freeman, E. R., & Vercelli, A. (2011). Corporate Social Responsibility and Corporate Governance. In *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*. Palgrave Macmillan UK. <https://doi.org/10.1057/9780230302112>

Segal, S., Guthrie, J., & Dumay, J. (2023). *Reframing Mergers and Acquisitions around Stakeholder Relationships; Economic, Political and Social Processes*. www.routledge.com/

Sherwood, M. W., & Pollard, J. (2019). *Responsible Investing An Introduction to Environmental, Social, and Governance Investments* (1st ed.). Routledge.

Skafkell, B., & Bruner, M. C. (2020). *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge University Press .

Smith, A. (1977). *La riqueza de las naciones*. University Of Chicago Press.

Stout, Lynn. (2012). *The Shareholder Value Myth* (Vol. 1).

Supreme Court of Michigan. (1919). *Dodge v. Ford Motor Co*.

<https://h2o.law.harvard.edu/cases/3965>

The Economist. (2002a, January 17). *The real scandal* .

<https://www.economist.com/leaders/2002/01/17/the-real-scandal>

The Economist. (2002b, July 22). *WorldCom's bankruptcy mess*.

<https://www.economist.com/unknown/2002/07/22/worldcoms-bankruptcy-mess>

The Economist. (2008, March 14). *Stripped Bear* . [https://www-economist-](https://www-economist-com.ezproxy.eafit.edu.co/finance-and-economics/2008/03/14/stripped-bear)

[com.ezproxy.eafit.edu.co/finance-and-economics/2008/03/14/stripped-bear](https://www-economist-com.ezproxy.eafit.edu.co/finance-and-economics/2008/03/14/stripped-bear)

The Economist. (2010, April 15). *Moynihands full* . [https://www-economist-](https://www-economist-com.ezproxy.eafit.edu.co/finance-and-economics/2010/04/15/moynihands-full)

[com.ezproxy.eafit.edu.co/finance-and-economics/2010/04/15/moynihands-full](https://www-economist-com.ezproxy.eafit.edu.co/finance-and-economics/2010/04/15/moynihands-full)

The Economist. (2013a, May 16). *Battle of the brands*. [https://www-economist-](https://www-economist-com.ezproxy.eafit.edu.co/schumpeter/2013/05/16/battle-of-the-brands)

[com.ezproxy.eafit.edu.co/schumpeter/2013/05/16/battle-of-the-brands](https://www-economist-com.ezproxy.eafit.edu.co/schumpeter/2013/05/16/battle-of-the-brands)

The Economist. (2013b, October 12). *Where's the next Lehman?* . [https://www-economist-](https://www-economist-com.ezproxy.eafit.edu.co/leaders/2013/09/12/wheres-the-next-lehman)

[com.ezproxy.eafit.edu.co/leaders/2013/09/12/wheres-the-next-lehman](https://www-economist-com.ezproxy.eafit.edu.co/leaders/2013/09/12/wheres-the-next-lehman)

The New York Times. (1984, December 5). *The Tragedy at Bhopal*.

[https://www.nytimes.com/1984/12/05/opinion/the-tragedy-at-](https://www.nytimes.com/1984/12/05/opinion/the-tragedy-at-bhopal.html?searchResultPosition=4)

[bhopal.html?searchResultPosition=4](https://www.nytimes.com/1984/12/05/opinion/the-tragedy-at-bhopal.html?searchResultPosition=4)

The Sun. (2018, July 2). *Piper Alpha disaster that rocked Britain 30 years ago*.

<https://www.thesun.co.uk/news/6675347/piper-alpha-disaster-pictures-30-years-ago/>

The Washington Post. (2017, March 30). *The Exxon Valdez oil spill*.

[https://www.washingtonpost.com/lifestyle/magazine/the-exxon-valdez-oil-](https://www.washingtonpost.com/lifestyle/magazine/the-exxon-valdez-oil-spill/2017/03/30/40c46f1e-028c-11e7-b1e9-a05d3c21f7cf_story.html)

[spill/2017/03/30/40c46f1e-028c-11e7-b1e9-a05d3c21f7cf_story.html](https://www.washingtonpost.com/lifestyle/magazine/the-exxon-valdez-oil-spill/2017/03/30/40c46f1e-028c-11e7-b1e9-a05d3c21f7cf_story.html)

University of Pennsylvania Carey Law School. (2019, June 14). *Unocal case: The Foundations*

of Delaware Corporate Law: Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.

[https://www.youtube.com/watch?v=cXzMos4NrWM&ab_channel=UniversityofPennsylvan](https://www.youtube.com/watch?v=cXzMos4NrWM&ab_channel=UniversityofPennsylvaniaCareyLawSchool)

[iaCareyLawSchool](https://www.youtube.com/watch?v=cXzMos4NrWM&ab_channel=UniversityofPennsylvaniaCareyLawSchool)

Wells, H. (2018). *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*. Edward Elgar Publishing.