

# Reconfigurando el deber fiduciario de los administradores en el contexto de los factores ASG

*Gabriel H. Aguilar Acevedo<sup>1</sup> y Sergio F. Fernandez Mesa<sup>2</sup>*

## 1. Introducción

El rol de los administradores sociales ha sido medido a lo largo de la historia a través del deber fiduciario. Este deber, que se encuentra centrado en la gestión de los activos entregados en administración y el retorno que represente a sus titulares, ya sea en un esquema de inversión o en figuras asociativas, no ha sido estático o lineal, y, por el contrario, se ha ido construyendo con el paso del tiempo atendiendo a las necesidades cambiantes de la sociedad.

Uno de los elementos más recientes que ha influenciado el deber fiduciario es la sostenibilidad y como la perspectiva que propone la sostenibilidad puede integrarse al análisis de resultados del deber fiduciario sin que sea entendida como una pérdida de eficiencia.

La sostenibilidad plantea una pregunta fundamental: ¿cómo tomar decisiones responsables en el presente, para garantizar el bienestar de las próximas generaciones, sin que ello implique sacrificar las condiciones de vida en el presente? Esta cuestión ha

---

<sup>1</sup> Abogado de la Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá, Colombia. Especialista en Legislación Financiera de la Universidad de los Andes. Profesor de Regulación Financiera y Mercado de Capitales a nivel de pregrado y posgrado. Gerente de Regulación y Asuntos Públicos de Bancolombia.

<sup>2</sup> Abogado y Magíster en Derecho Económico de la Pontificia Universidad Javeriana de Bogotá, Colombia. Profesor de Derecho Financiero a nivel de posgrado. Abogado Senior de la Gerencia Jurídica de Tesorería y Valores de Bancolombia.

activado una serie de iniciativas de escala global que buscan, principalmente, definir una agenda que sirva de guía a las naciones para realizar acciones encaminadas a solucionar las problemáticas más apremiantes de nuestros tiempos, especialmente como lo es la lucha contra el cambio climático, el impacto ambiental del crecimiento económico, la lucha contra la desigualdad y la pobreza, la búsqueda de la equidad y la igualdad, entre otros. Parte fundamental de esta agenda es entender el rol que tiene el sector privado en la consecución de estos logros y cómo la actividad empresarial en concreto, la cual es llevada a cabo por los administradores sociales, debe ser vista como un mecanismo que permita cumplir con esa agenda centrada en el bienestar colectivo.

En ese sentido, el propósito de este documento es analizar si i) bajo figura de la función social y ecológica de la propiedad que algunos países como Colombia han adoptado en sus textos constitucionales, ii) el contexto de la integración de los factores ambientales, sociales y de gobierno (ASG), y (iii) la consolidación de la agenda de sostenibilidad, se puede hablar de una reconfiguración y nuevo alcance de los deberes fiduciarios en cabeza de los administradores de las empresas y/o de los administradores de portafolios de inversión.

En primer lugar, se abordará el marco conceptual del alcance de la propiedad privada y el ejercicio de la actividad empresarial bajo la Constitución Política de 1991 de Colombia, los deberes fiduciarios de los administradores y su evolución histórica. En segundo lugar, se planteará el debate asociado a en quién se debe enfocar el ejercicio los deberes de los administradores, para lo cual se hará alusión a la controversia entre el enfoque pro-accionista (*shareholderism*) de los deberes de los administradores y el enfoque pro-grupos de relación (*stakeholderism*) de dichos deberes, y si la aparición de los factores

ASG significan optar por una preferencia por el uno el otro. Finalmente, se plantea el caso concreto de los riesgos climáticos como un posible detonante de la reconfiguración del deber fiduciario de los administradores y los *asset managers*, para analizar si efectivamente las cuestiones relacionadas con el cambio climático (que forman parte del macro debate de la sostenibilidad y los asuntos ASG) pueden sugerir un nuevo diseño de la responsabilidad que tienen los administradores con la sociedad, los accionistas, los inversionistas y los demás grupos de relación.

## **2. Marco Conceptual**

### **2.1 El deber fiduciario: definición y evolución histórica**

El concepto de “*fiducia*” se encuentra estrechamente ligado a los estándares de lealtad y buena fe en el cumplimiento de obligaciones asociadas a la administración de activos de terceros y como consecuencia de la relación existente entre dos personas, en donde una entrega o delega en otra una serie de facultades para que en su favor o en el de un tercero gestione unos intereses. Aún cuando su entendimiento como una categoría legal que permite medir el nivel de diligencia por parte de los administradores respecto de la sociedad o de los bienes entregados en custodia, como lo entendemos hoy en día, fue patente a partir del siglo XIX; desde la época medieval es posible identificar asociaciones al concepto de fiducia como un sinónimo de confianza y buena fe<sup>3</sup>, especialmente en la resolución de conflictos en el derecho inglés usado por el *Lord Chancellor* en la resolución

---

<sup>3</sup> Joshua Getzler, “*Fiduciary Principles in English Common Law*,” in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, ed. Evan J. Criddle, Paul B. Miller, and Robert H. Sitkoff (Oxford: Oxford University Press, 2019), 470–489, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780190634100.013.26>.

de aquellas disputas que eran resueltas bajo el principio de equidad por la Corte de *Chancery*.

Actualmente, el concepto de responsabilidad fiduciaria se encuentra acotado a facultades asociadas a deberes, inhabilidades y responsabilidades que propenden porque quién tiene en su cabeza la responsabilidad fiduciaria no sea destinatario de beneficios o ganancias personales en detrimento del beneficiario del deber fiduciario, debiendo para ello administrar los conflictos de interés en que pueda verse envuelto por su gestión. Este entendimiento fue institucionalizados por las cortes inglesas a mediados del siglo XIX cuando el derecho en equidad aplicable en la Corte de *Chancery* se fusionó con el *common law* inglés, pasando este deber fiduciario de ser entendido como un principio de equidad, basado en la moral y en la buena fe vinculado a los principios eclesiásticos y confesionales de Lord *Chancellor*, así como a la autoridad de la Corona Británica, a entenderse como el resultado de acuerdos contractuales en virtud de los cuales el deber fiduciario se constituyó en un deber legal o estándar de prudencia o cuidado razonable<sup>4</sup> a partir del cual se media la gestión de activos por parte de ese tercero administrador.

De acuerdo con *Black's Law Dictionary*, el deber fiduciario puede ser entendido como aquel que “*impone actuar para el beneficio de otro, mediante la subordinación del interés propio respecto del de otra persona. Constituye la pauta más estricta de deberes consagrada en el derecho*”.<sup>5</sup> En línea con la evolución de este concepto en el derecho inglés, de esta definición es posible extraer dos elementos relevantes para entenderlo: por un lado la obligación que tiene el agente fiduciario de actuar en beneficio de un

---

<sup>4</sup> Ibid., 4.

<sup>5</sup> Black's Law Dictionary, (St. Paul, MN: West Publishing, 1990), 625.

tercero, es decir, tener a su cargo el deber de toma de decisiones que favorezcan al beneficiario; y por otro lado, la subordinación del interés propio, lo cual implica la obligación del agente fiduciario o administrador de gestionar los posibles conflictos de interés que surjan en su gestión, debiendo para ello no anteponer su propio beneficio sobre el beneficio de los titulares de los activos objeto de administración quienes han delegado en este administrador la gestión que origina el deber fiduciario.

Bajo este entendimiento, en distintas jurisdicciones se ha definido el deber fiduciario como aquella categoría o estándar que permite medir o evaluar la conducta de agentes administradores respecto de los bienes encomendados con el fin de identificar si el actuar ha sido diligente y en beneficio del delegatario de la gestión y administración de los activos.

De acuerdo con Francisco Reyes Villamizar, distintas estructuras jurídicas alrededor del mundo han incorporado este entendimiento del deber fiduciario en sus reglas, ejemplo de ello es Argentina, la cual contempla en la ley general de sociedades comerciales que *“los administradores y representantes de la sociedad deben obrar con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios. Los que faltaren a sus obligaciones son responsables, ilimitada y solidariamente, por su acción u omisión”*, o como es el caso de España, jurisdicción en donde se regula en la ley de sociedades anónimas que *“los empresarios desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario y representante legal”*<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Francisco Reyes Villamizar, *Derecho societario*, vol. I, 2nd ed. (Bogotá: Editorial Temis, 2011), 587.

En Estados Unidos, el deber fiduciario, el cuál es predicable en distintas relaciones de confianza que surjan por virtud o como consecuencia de un vínculo jurídico, como es el caso de los contratos de “*agency*” y “*trust*”; este deber ha tenido un desarrollo importante vía jurisprudencia, resultado de la cual los estándares de conducta previstos para los directores y administradores sociales, tienen en cuenta la buena fe en la toma de decisiones a partir de consideraciones razonables por parte del administrador que toma la decisión, siempre que esta toma de decisión se encuentre alineada o enfocada en el mejor interés de la empresa<sup>7</sup>.

Similar a como ha ocurrido en los Estados Unidos, en Japón, el deber fiduciario también ha tenido un desarrollo vía jurisprudencia. En este ordenamiento jurídico se ha adoptado la regla de criterio empresarial como regla de conducta para medir la gestión de los administradores sociales en virtud de la cual la diligencia de estos, en ejecución del deber fiduciario, debe tener en consideración el proceso de la toma de decisión con el fin de identificar un juicio gerencial experto y que tanto en el proceso como en el contenido de la toma de decisiones no exista una falta extrema de racionalidad<sup>8</sup>.

En Colombia, el deber fiduciario se encuentra comprendido dentro de los deberes de los administradores en el artículo 23 de la Ley 222 de 1995 en el cual se establece que “*Los administradores deben obrar de buena fe, con lealtad y con la diligencia de un buen*

---

<sup>7</sup> American Bar Association, *Model Business Corporation Act: Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References* (2016), [https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business\\_law/corplaws/2016\\_mbca.authcheckdam.pdf](https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_mbca.authcheckdam.pdf).

<sup>8</sup> Hiroshi Noda, “*Ley de Sociedades Mercantiles*,” in Japón. *Una visión jurídica y geopolítica en el siglo XXI*, Universidad Nacional Autónoma de México – Instituto de Investigaciones Jurídicas, Chuo University (Mexico City, 2017), 255–56, <https://archivos.juridicas.unam.mx/www/bjv/libros/12/5850/26.pdf>.

*hombre de negocios. Sus actuaciones se cumplirán en interés de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses de sus asociados”.*

Como se puede deducir de los enunciados expuestos, el deber fiduciario, desde su concepción primaria en el derecho inglés, hasta la forma en que se ha ido implantando en distintos ordenamientos jurídicos, ha tenido un elemento común y es su intención de reglar el estándar de conducta que debe ser aplicable a aquellas personas que tienen a su cargo la gestión o administración de activos de terceros, ya sea a través de una estructura societaria o mediante la gestión de vehículos de inversión.

Este estándar ha sido predicable de manera unidireccional en donde pareciera que el único interés involucrado y relevante es el de aquel que ostenta la titularidad de los activos entregados en administración, ya sean los socios o accionistas, o los inversionistas o beneficiarios de la gestión del administrador de quién se predica el deber fiduciario.

No obstante, el funcionamiento actual de los negocios, el crecimiento a escala de las empresas y la inevitable relación causa-efecto que existe entre la actividad de administración y las capas de una sociedad, ha llevado a que el desarrollo de un objeto social o la ejecución de una estrategia de inversión respecto de activos de terceros, y por ende la lectura del deber fiduciario en esta gestión, comience a incorporar en el análisis de resultados, no solo un beneficio individual o singular respecto del beneficiario de dicha gestión, sino que comprenda también el efecto que la búsqueda de dicho beneficio pueda tener en distintos sectores. Esta lectura del impacto que tiene la búsqueda del beneficio individual en lo colectivo o en lo social ha sido parte de los postulados de distintos estudiosos en la materia como es el caso de Joseph Stiglitz, quién ha reconocido la

interrelación directa que existe entre el avance social y el crecimiento o desarrollo empresarial. A este respecto Stiglitz señala que *“la economía moderna ha demostrado que el bienestar social no puede maximizarse cuando las corporaciones maximizan sus beneficios por su cuenta”*<sup>9</sup>, lo cual da muestra de una aproximación a la hipótesis que será desarrollada más adelante sobre la importancia de que el análisis de beneficios o ejecución del deber fiduciario tenga en cuenta el impacto que dicha búsqueda tiene en el entorno y no solo un beneficio individual.

Lo anterior debe ser leído teniendo en cuenta otro elemento del deber fiduciario, no menor, que consisten en el enfoque que debe tener este deber en la gestión y no en el resultado. La ejecución del deber fiduciario no puede incorporar dentro de su lectura la obtención unívoca de resultados, sino la acreditación o análisis de una gestión basada en los distintos parámetros que se hayan previsto para el entendimiento de este deber. Justamente, atendiendo al impacto que tiene el desarrollo económico de las empresas en la sociedad, es que se hace necesario que el análisis de la gestión realizada respecto del deber fiduciario incorpore, a nivel normativo, elementos adicionales al solo beneficio individual tradicionalmente considerado, como lo es el impacto que la búsqueda de dicho beneficio tiene en lo social y ambiental, retando y deconstruyendo con ello la idea tradicional de que el deber fiduciario, como estándar de conducta, solo está enfocado en la obtención de resultados o beneficios individuales.

## **2.2 La propiedad privada y la empresa**

---

<sup>9</sup> Vicente Sánchez Jiménez, *“La redefinición del papel de la empresa en la sociedad,” Barataria. Revista Castellano-Manchega de Ciencias Sociales* 20 (2015), <https://www.redalyc.org/pdf/3221/322142550008.pdf>



El concepto de propiedad y su protección han sido elementos claves en la búsqueda del desarrollo económico de las sociedades y la garantía de la libertad de sus individuos, así como parte de los elementos fundantes de los estados modernos.

La propiedad ha sido reconocida como uno de los derechos fundamentales de las personas. Tan es así que la Declaración de los Derechos del Hombre y del Ciudadano de 1789, reconoce expresamente, en su artículo segundo que: “*La finalidad de cualquier asociación política es la protección de los derechos naturales e imprescriptibles del Hombre. Tales derechos son la libertad, la **propiedad**, la seguridad y la resistencia a la opresión.*”<sup>10</sup> (Subrayado y negrilla fuera del texto).

No obstante, la relevancia del reconocimiento expreso de este derecho y la construcción pragmática del mismo a partir del siglo XIX ha apuntado a entender que este derecho, aun cuando fundamental e indispensable para los estados modernos y el reconocimiento de los derechos individuales, se encuentra sujeto o condicionado a principios superiores que reposan sobre el interés colectivo. En estos términos se refiere Fritz Schulz cuando reconoce, dentro del análisis del concepto de propiedad, que “*Propiedad es un derecho sobre cosa corporal (N.B.) que confiere por principio a su titular un pleno poder sobre la cosa, aunque este poder pueda estar sujeto a varias limitaciones.*”<sup>11</sup>. Frente a los orígenes de la limitación del derecho de propiedad Schulz precisa como este concepto ha sido ampliamente discutido incluso desde el derecho romano, en donde si bien no existía una definición clara y expresa sobre el derecho de propiedad, el derecho romano

---

<sup>10</sup> France, Assemblée nationale constituante, *Déclaration des Droits de l’Homme et du Citoyen* (1789), [https://www.conseil-constitutionnel.fr/sites/default/files/as/root/bank\\_mm/espagnol/es\\_ddhc.pdf](https://www.conseil-constitutionnel.fr/sites/default/files/as/root/bank_mm/espagnol/es_ddhc.pdf)

<sup>11</sup> Fritz Schulz, *Derecho Romano Clásico* (Barcelona: Bosch, 1960), 325, <https://archive.org/details/fritz-schulz-derecho-romano-clasico-bosch-1960/page/325/mode/2up>.

*“demuestra claramente que la propiedad romana, nunca otorgó al propietario un poder ilimitado. El Derecho clásico fue un Derecho liberal y, por serlo, las limitaciones de la propiedad fueron muy elásticas, incomparablemente más que lo que fueron las del Derecho germánico.”*<sup>12</sup> A este respecto es importante recordar como gran parte de los cuerpos normativos de Latinoamérica, en concreto el colombiano, fueron fuertemente influenciados por el derecho romano ante lo cual, los principios relacionados con la propiedad, son claramente visibles en nuestro ordenamiento jurídico resultado del trasplante jurídico de los conceptos asociados al dominio.

En Colombia el derecho de propiedad fue reconocido como un derecho de rango constitucional mediante la Constitución Política de Colombia de 1991. La Constitución, en su consagración de la propiedad como derecho, reconoció expresamente que el derecho de propiedad no es un derecho absoluto sino que por el contrario, contiene, como parte esencial y fundamental del mismo, una función social y ecológica que lo hace relativo, debiendo ceder en todo caso ante el interés público o social:

*“ARTICULO 58. Se garantizan la propiedad privada y los demás derechos adquiridos con arreglo a las leyes civiles, los cuales no pueden ser desconocidos ni vulnerados por leyes posteriores. Cuando de la aplicación de una ley expedida por motivos de utilidad pública o interés social, resultare en conflicto los derechos de los particulares con la necesidad por ella reconocida, **el interés privado deberá ceder al interés público o social.***

**La propiedad es una función social que implica obligaciones. Como tal, le es inherente una función ecológica.** (...)” (Subrayado y negrilla fuera del texto)

---

<sup>12</sup> Ibid.

Si bien no fue hasta 1991 que el derecho de propiedad fue reconocido como un derecho de rango constitucional, desde la constitución de 1886 es posible identificar leves aproximaciones a la protección constitucional de la propiedad y como las distintas modificaciones normativas que se iban incorporando a este derecho tuvieron un énfasis, aunque inicialmente mesurado, a la definición de la propiedad como un derecho relativo y no absoluto con una función social.

Aun cuando la Constitución de 1886 no reconocía ni se refería expresamente al derecho de propiedad, el artículo 31 de dicha norma sí reconocía los derechos adquiridos, dentro de los cuales se puede enmarcar el derecho de propiedad, de la siguiente manera:

*“Artículo 31.- Los derechos adquiridos con justo título con arreglo a las leyes civiles por personas naturaleza o jurídica, **no pueden ser desconocidos ni vulnerados por leyes posteriores.***

*Quando de la aplicación de una ley expedida por motivos de utilidad pública, resultaren en conflicto los derechos de particulares con la necesidad reconocida por la misma ley; **el interés privado deberá ceder al interés público.** Pero las expropiaciones que sea preciso hacer requieren plena indemnización con arreglo al Artículo siguiente.”*

Como se evidencia, entendiendo el derecho de propiedad como un derecho adquirido, la norma reconocía expresamente su prevalencia ante leyes posteriores. No obstante, la sujeción de este derecho (interés privado) a un interés superior y colectivo daba claras muestras del carácter relativo y no absoluto del mismo, siendo en todo caso necesario

que aquellos casos en los cuales el derecho individual se suspendiera ante el interés público fuese expresamente reglado en la ley.

Posteriormente, con el Acto Legislativo No. 1 de 1936, partiendo de una visión asimilada al “socialismo de Estado” y con fundamento en las teorías propuestas por León Duguit en relación con la función social de la propiedad, en virtud de la cual prevalece lo social sobre lo individual, se estableció lo siguiente:

*“Se garantizan la propiedad privada y los demás derechos adquiridos con justo título, con arreglo a las leyes civiles, por personas naturales o jurídicas, los cuales no pueden ser desconocidos ni vulnerados por leyes posteriores. Cuando de la aplicación de una ley expedida por motivos de utilidad pública o interés social, resultaren en conflicto los derechos de particulares con la necesidad reconocida por la misma ley, el interés privado deberá ceder al interés público o social.*

**La propiedad es una función social que implica obligaciones.**

*Por motivos de utilidad pública o de interés social definidos por el legislador, podrá haber expropiación, mediante sentencia judicial e indemnización previa. (...)”*

En palabras de la Corte Constitucional de Colombia, las modificaciones incorporadas por el Acto Legislativo No. 1 de 1936 encontró asidero en el hecho de que “el orden jurídico encuentra su fundamento en un hecho social: la solidaridad.”<sup>13</sup>. De acuerdo con ello y siguiendo la exposición de la Corte, “toda la teoría del derecho subjetivo se había construido, tradicionalmente, teniendo en mente el derecho tipo, paradigmático por excelencia, de contenido patrimonial: la propiedad. Analizado con criterio duguitiano, el

---

<sup>13</sup> Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-595 de 1999. Magistrado Ponente Carlos Gaviria Díaz.

*derecho de dominio deviene función social, lo que significa que el propietario no es un sujeto privilegiado, como hasta el momento lo había sido, sino un funcionario, es decir alguien que debe administrar lo que posee en función de los intereses sociales (prevalentes respecto al suyo), posesión que sólo se garantiza, en la órbita individual, a condición de que los fines de beneficio colectivo se satisfagan.”<sup>14</sup>*

Según lo expuesto es claro cómo, desde 1936, en Colombia fue evidente que el ejercicio de un derecho individual debía considerar, dentro de sus máximas, el impacto que el ejercicio de dicho derecho tuviese en lo colectivo, aun cuando, como lo preveía la Constitución Política de 1886, antes del Acto Legislativo en cuestión, no existiera una disposición legal que expresamente determinara de qué forma debía limitarse el derecho individual sobre el interés colectivo. Esta concepción resulta fundamental toda vez que al incorporarse al orden constitucional el principio expreso consistente en que *“La propiedad es una función social que implica obligaciones”* se eliminó la consideración inicialmente prevista en la Constitución de 1886 en el sentido de que las limitaciones al derecho de dominio debían, por primacía normativa, estar previstas expresamente en la Ley, pudiendo ello abrir una interpretación que consideraba como regla la primacía del interés individual sobre el colectivo; y como excepción, la existencia de una ley o norma particular que expresamente estableciera la prevalencia del interés colectivo sobre el individual en casos concretos reglados o reconocidos en la ley.

Con la Constitución Política de 1991, la cual instituyó a Colombia como un estado social de derecho, fundada en el respeto a la dignidad humana, en el trabajo y la solidaridad de las personas que la integran y en la prevalencia del interés general, se incorporó el

---

<sup>14</sup> Ibid.

derecho de propiedad como un derecho de rango constitucional, el cual, como ya se anotó, se encuentre ligado a la función social de la propiedad, trayendo con ello la teoría de León Duguit, la misma que fue sirvió como fundamento en el ordenamiento jurídico colombiano del ya mencionado Acto Legislativo 1 de 1936, adicionándole a este entendimiento de propiedad un elemento fundamental: la inherencia de la función social de la propiedad y su correspondiente función ecológica.

A este respecto se ha pronunciado la Corte Constitucional de Colombia la cual ha señalado que *“el derecho de propiedad, como función social, se halla vinculado a los principios de solidaridad y prevalencia del interés general (artículo 1° superior) e implica de su titular una contribución para la realización de los deberes sociales del Estado (artículo 2° ib.), trascendiendo de esta manera la esfera meramente individual.”*<sup>15</sup>

La evolución que ha tenido el derecho de propiedad en el ordenamiento jurídico colombiano, y más concretamente en las disposiciones constitucionales que se refieren a la materia, permite evidenciar como la transformación de Colombia en un Estado Social de Derecho, ha llevado consigo de la mano el principio de solidaridad en la definición de estructuras jurídicas fundamentales y en el reconocimiento de derechos como es el caso de la propiedad, dejando de lado cualquier entendimiento o consideración individualistas en el marco del ejercicio de este derecho, profundizando con ello en la función social del mismo.

En relación con la connotación de los social en el nuevo estado colombiano instaurado por la Constitución Política de 1991, la Corte ha señalado como este cambio de

---

<sup>15</sup> Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-306 de 2013. Magistrado Ponente: Nilson Pinilla Pinilla.

paradigma ha sido una “*respuesta a las demandas sociales*”<sup>16</sup> en donde se busque garantizar a la población unos estándares mínimos asociados al salario, salud, educación, entre otros, bajo una perspectiva o idea de derechos y no de caridad, lo cual, leído desde una perspectiva constitucional, evidencia o sustenta la intervención del Estado en distintas estructuras que pueden garantizar la prevalencia de lo social, como es la propiedad privada, con el fin de asegurar que el ejercicio y protección de este derecho tendrá siempre presente su función social y ecológica.

Ahora bien, la solidaridad y la prevalencia del interés general como principios fundamentales del Estado Social de Derecho, no solo han permitido incorporar la perspectiva de lo social al derecho de propiedad, entendido este, desde su concepción básica, como un derecho de carácter individual, sino que han servido para fundamentar otros derechos de rango constitucional que representan manifestaciones claras del ejercicio del derecho de propiedad, pero desde lo colectivo. Ejemplo de ello es el reconocimiento constitucional que existe en Colombia de ejercer empresa.

El desarrollo de actividades empresariales tiene fundamento en el concepto de propiedad privada. El derecho de toda persona de destinar su capital a un objeto productivo a través de un vehículo societario o del contrato social, por medio del cual se gestiona de manera colectiva los recursos de muchos individuos con el fin de obtener un resultado igualmente colectivo.

---

<sup>16</sup> Corte Constitucional Sentencia T-406 de 1992. Magistrado Ponente: Ciro Angarita Barón.

En Colombia, el derecho de hacer empresa, sustentado en la actividad económica y en la iniciativa privada se encuentra consagrado en el artículo 333 de la Constitución en donde se establece lo siguiente:

*“La actividad económica y la iniciativa privada son libres, dentro de los límites del bien común. Para su ejercicio, nadie podrá exigir permisos previos ni requisitos, sin autorización de la ley. (...)”*

*La empresa, como base del desarrollo, tiene una **función social que implica obligaciones**. (...)”*

*La ley delimitará el alcance de la libertad económica cuando así lo exijan el **interés social, el ambiente y el patrimonio cultural de la Nación**.”* (Subrayado y negrilla fuera del texto).

A este respecto la jurisprudencia constitucional ha señalado que *“la autonomía de la voluntad privada, la libertad contractual, y de manera general el conjunto de libertades económicas, pueden ser objeto de limitación por parte del Estado para perseguir fines legítimos como evitar el abuso de la posición dominante, proteger el interés colectivo o garantizar la función social de la empresa. De esa manera, se busca “evitar que un uso abusivo de las libertades constitucionales impidan el goce efectivo de otras garantías superiores y adicionalmente, la corrección de desigualdades, inequidades y demás comportamientos lesivos que desconozcan la satisfacción de postulados contenidos en la Carta.”*<sup>17</sup>, ante lo cual es claro cómo, incluso desde el derecho de libertad de empresa, existe un concepto de responsabilidad colectiva que parte desde lo social, que conlleva

---

<sup>17</sup> Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-029 de 2020, Magistrada Ponente: Diana Fajardo Rivera, dentro de la cual se cita a la Sentencia C-345 de 2017, Magistrado Ponente: Alejandro Linares Cantillo.



a que el derecho a constituir empresa y con ello desarrollar un objeto social para obtener resultados económicos colectivos tampoco sea entendido como un derecho absoluto, sino que el mismo, tal como ocurre con el derecho a la propiedad previsto en el artículo 58 de la Constitución, se alinee con los principios que fundan el estado social de derecho como lo son la solidaridad y la prevalencia del interés general sobre el interés individual.

La perspectiva de la solidaridad y la prevalencia del interés general sobre el individual en el ejercicio del derecho a hacer empresa ha conllevado a replantear el estándar aplicable al deber fiduciario con el que se mide la gestión que es realizada por los administradores de una sociedad. Este cambio de paradigma ha permitido que la gestión que realizan los administradores sociales sea analizada no solo desde una perspectiva de ganancia individual de la sociedad y con ello de los asociados, sino que ha retado a que este análisis incorpore el impacto que tiene el desarrollo de un objeto social en su entorno.

Ahora, como se verá más adelante, las posiciones que han estudiado este entendimiento no son uniformes de forma tal que el análisis que la literatura actual ha hecho del deber fiduciario en cabeza de los administradores sociales no ha logrado decantarse por una sola posición encontrándose posturas que oscilan entre la prevalencia del interés individual y la obtención de resultados singulares como único rasero para medir la gestión de un administrador, a posiciones contrarias en las cuales se propende por institucionalizar que el deber fiduciario debe incorporar, indefectiblemente, el impacto que la gestión tiene en la sociedad y en el medio ambiente.

Así como la literatura académica no ha sido unánime en acoger una posición, el marco normativo que regula el deber fiduciario en cabeza de los administradores sociales tampoco se ha decantado de manera absoluta por una vertiente, aunque la construcción

actual del deber fiduciario, desde la norma hasta estándares internacionales sí permiten concluir que el interés individual no es absoluto al momento de medir la gestión de los administradores sociales, abriendo con ello la puerta a que este análisis que se haga de la gestión de estos, bajo la óptica del ya desarrollado deber fiduciario, incorpore el interés general desde una perspectiva de impacto en la obtención de beneficios individuales.

### **2.3 El deber fiduciario como estándar de conducta en los administradores sociales**

La estructura de administración de una sociedad comprende dos ámbitos o estructuras que tienen como finalidad procurar la buena gestión de la sociedad en desarrollo del objeto social. Estos ámbitos son el ámbito de dirección, representada en la junta directiva de la sociedad y el ámbito de administración conformada por el equipo gerencial. En ambos casos, cada uno de estos órganos o representantes tienen a su cargo ejecutar todos los actos relacionados con la gestión y administración de la sociedad, de acuerdo con las facultades otorgadas por la ley o por los estatutos sociales y, en cualquier caso, en beneficio de la sociedad y de los asociados o accionistas.

Esta estructura organizativa de las sociedades es conocida como teoría organicista. De acuerdo con Reyes Villamizar, citando a Carlos Augusto Vanasco, en esta concepción contemporánea del administrador social *“la gestión social se cumple con funcionarios a quienes la ley y el contrato les concede facultad de administrar la sociedad “dentro de su objeto social y conforme a la competencia otorgada al órgano”*<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Reyes Villamizar. *Derecho Societario*. 563

En las sociedades por acciones, en donde el ámbito de propiedad, compuesto por los socios o accionistas, suele estar segregado del ámbito de dirección y del ámbito de administración, resulta de suma relevancia que tanto la ley como los estatutos sociales definan de forma clara las facultades que tendrán todos aquellos que ostentan la calidad de administradores ya que ello acotará el alcance y los efectos de las decisiones que estos pueden tomar en ejercicio de sus facultades como administradores. Si bien los socios o accionistas tienen a su cargo la toma de decisiones que resultan fundamentales para garantizar el buen curso de la sociedad, como lo es la elección de la Junta Directiva o la aprobación de decisiones que por ley atañen exclusivamente a ellos, la gestión de la compañía corresponde exclusivamente a los administradores.

La lógica de esta estructura de delegación de la toma de decisiones en cabeza de quienes ostentan la administración conlleva a unas ventajas respecto de la gestión de la sociedad que radican principalmente en la optimización de costos y gestión de información si fueran los accionistas quienes tuvieran que tomar las decisiones de gestión de la sociedad por sí mismos, así como en la profesionalización y calificación de las personas que conforman estas estructuras o desempeñan este rol de administradores.

Reyes Villamizar bien hace en señalar como en aquellas estructuras en donde el ámbito de propiedad esta segregado del ámbito de dirección y administración, tanto los socios o accionistas de la sociedad, como terceros con quienes la sociedad tenga alguna relación – trabajadores, proveedores, clientes, competidores - se encuentran expuestos a un riesgo potencial derivado de las decisiones que tomen los administradores sociales, más

aún cuando estas tengan en consideración solo el beneficio individual de los administradores y no el de la sociedad o sus asociados<sup>19</sup>.

Con el fin de mitigar la materialización de este riesgo, normativamente se han definido una serie de deberes en cabeza de los administradores los cuales permiten medir la correcta gestión que estos lleven a cabo en el mejor beneficio de la sociedad y de los accionistas. Estos deberes, cuyo origen proviene del derecho norteamericano, el cuál ha servido como referencia para el diseño normativo en otras jurisdicciones como es el caso de Colombia, hacen parte de un régimen aplicable a los administradores sociales compuesto por una serie de conductas y responsabilidades específicas que estos deben desarrollar de cara a la sociedad, los accionistas o socios y terceros, todos los cuales pueden verse afectados por una administración negligente, en la toma de decisiones.

Estos deberes, que hacen parte del deber fiduciario, de acuerdo con el desarrollo norteamericano, consisten en el deber de cuidado (*duty of care*) y en el deber de lealtad (*duty of loyalty*). No obstante, en Colombia, la Ley 222 de 1995, la cual establece el régimen aplicable a los administradores de las sociedades ha incorporado un tercer deber, el deber de la buena fe, junto con los deberes anteriormente mencionados.

De acuerdo con Reyes Villamizar, estos deberes, que provienen de la legislación y la jurisprudencia norteamericana, propenden por dotar a los administradores de un carácter profesional sin que por ello se entienda que la responsabilidad de los administradores sea ilimitada. A juicio de Reyes Villamizar, estos deberes definidos en la ley constituyen “*pautas dentro de las cuales ellos pueden actuar*”<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Ibid., 564.

<sup>20</sup> Ibid., 588.

El deber de cuidado establece que los administradores, al momento de la toma de una decisión, y actuando en nombre de la sociedad, deben procurar encontrarse debida y completamente informados de forma tal que actúen con el mayor cuidado. De acuerdo con los pronunciamientos de las Cortes del Estado de Delaware, en virtud de este deber, los administradores de la sociedad deben actuar con el cuidado que una persona prudente y diligente usaría en circunstancias similares. De esta manera, un administrador incumple el deber de cuidado al no actuar en una situación en la que una persona cuidadosa sí lo habría hecho. Esta lectura implica que las decisiones de los administradores se encuentran expuestas a un juicio de razonabilidad cuando la misma es cuestionada. No obstante, las Cortes de Delaware han reconocido que los administradores, en la toma de decisiones deben asumir riesgos en procura de los mejores intereses de la sociedad y sus accionistas, de forma tal que el análisis que se lleve a cabo sobre la misma no siempre debe considerar únicamente el resultado obtenido si la decisión cuestionada fue adoptada en cumplimiento estricto de este deber. Los pronunciamientos judiciales que han estudiado decisiones bajo la óptica de este deber han sido particularmente cuidadosos en no imponer responsabilidad por decisiones que solo parecen erróneas bajo una óptica retrospectiva, es decir, bajo un análisis de resultados<sup>21</sup>.

En Colombia, el artículo 23 de la Ley 222 de 1995 establece que el deber de cuidado consiste en actuar “*con la diligencia de un buen hombre de negocios*”. A este respecto, de acuerdo con la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia de Sociedades, el

---

<sup>21</sup> Stanford Law School, *Fiduciary Duties of the Board of Directors*, January 2023, 9, <https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2023/01/Fiduciary-Duties-of-the-Board-of-Directors.pdf>.

deber de cuidado *“Hace relación a que las actuaciones de los administradores deben ejecutarse con la diligencia que tendría un profesional, un comerciante sobre sus propios asuntos, de manera que su actividad siempre debe ser oportuna y cuidadosa, verificando que la misma esté ajustada a la ley y a los estatutos, lo que supone un mayor esfuerzo y una más alta exigencia para los administradores en la conducción de la empresa.”* A su vez, en relación con el estándar de actuar con la diligencia de un buen hombre de negocios, la mencionada Circular señala que *“La diligencia del buen hombre de negocios, lleva implícitos deberes como el de informarse suficientemente antes de tomar decisiones, para lo cual el administrador debe asesorarse y adelantar las indagaciones necesarias, el de discutir sus decisiones especialmente en los órganos de administración colegiada y, por supuesto, el deber de vigilancia respecto al desarrollo y cumplimiento de las directrices y decisiones adoptadas.”*

A este respecto la Corte Suprema de Justicia de Colombia ha señalado que *“La connotación que destaca este deber, es que se trata de una obligación general, cuya satisfacción no exige una conducta concreta, sino la adecuación de las tareas o compromisos propios del administrador, con arreglo a un estándar o modelo de comportamiento específico, esto es, el de un “buen hombre de negocios”, diferente, como ya se dijo, al patrón medio para evaluar la conducta en el derecho común, referido al buen padre de familia”*<sup>22</sup>

Es de anotar que la revisión de este deber no implica o conlleva a entender que la decisión adoptada por el administrador deba ser acertada en términos de beneficios económicos

---

<sup>22</sup> Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sala de Casación Civil, Sentencia del 7 de julio de 2021. Magistrado Ponente: Álvaro Fernando García Restrepo. SC2749-2021. Sociedad LADRILLERA S.A.

para la sociedad, teniendo en cuenta que la obligación de los administradores es de medio y no de resultado. A este respecto la Corte Constitucional de Colombia, en sentencia C-123 de 2006, citando una sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, España, señala que *“El simple fracaso económico de la sociedad e incluso su quiebra por sí no determinan la responsabilidad de los administradores, es decir, no es suficiente para determinar la responsabilidad aquél el resultado negativo de la actividad social o del acto singular. Lo que los terceros o socios, en su caso, pueden exigir al administrador es el cumplimiento de sus obligaciones, pero no pueden responsabilizarlo por el fracaso económico de los negocios sociales(...) Al administrador no se le exige unos resultados, pero sí que desarrolle una actividad o gestión con la debida diligencia y prudencia (...) Es la falta de diligencia la que provoca o causa responsabilidad.”*<sup>23</sup>

El análisis para identificar el cumplimiento del deber de cuidado en la toma de decisiones se lleva a cabo a partir de la aplicación de un estándar de conducta respecto de los administradores sociales, cuyo desarrollo se ha dado tanto a nivel normativo como judicial. Este estándar, conocido como *business judgment rule* o principio de deferencia empresarial busca identificar que un administrador, en la toma de la decisión, actuó en cumplimiento de los deberes definidos en la ley, en concreto el deber de cuidado, y bajo las facultades legales y estatutarias, aun cuando el resultado de dicha decisión no hubiese sido el esperado. Este estándar fue creado por la Corte Suprema de Justicia del Estado de Delaware en los Estados Unidos, como un mecanismo de protección de los administradores sociales y con el fin de que estos pudiesen tomar los riesgos necesarios en la toma de decisiones, siempre que el proceso en la toma de la decisión implicara el

---

<sup>23</sup> Corte Constitucional de Colombia. Sentencia C-123 de 2006. Magistrada Ponente: Clara Inés Vargas Hernández.

cumplimiento de los deberes propios, en concreto el deber de cuidado. Bajo este mecanismo se presumirá que los administradores actuaron con información suficiente y con la convicción real y honesta de que la decisión tomada fue en el mejor interés de la compañía sin consideración al resultado de la decisión. De esta manera, le cabrá responsabilidad al administrador solo si en el marco de un proceso se acredita el desconocimiento de uno de los siguientes tres elementos: i) que la toma de la decisión se realizó sin haberse informado suficientemente, ii) que el administrador no actuó en cumplimiento del deber de buena fe y iii) que la decisión no se tomó en el mejor interés de la compañía, es decir, sin anteponer un interés personal<sup>24</sup>.

Tal como lo señala la Superintendencia de Sociedades de Colombia, esta regla de revisión judicial desarrollada por la Corte Suprema de Justicia del Estado de Delaware en los Estados Unidos, *“reconoce que no corresponde a los jueces auscultar decisiones de negocios tomadas por los administradores de una sociedad, siempre que estas hayan sido adoptadas de manera informada, bajo parámetros de mercado, en el mejor interés de la sociedad y sin violar la ley o incumplir sus deberes”*<sup>25</sup>. Con la creación de esta regla por parte de la Corte de Delaware se buscó que las revisiones judiciales que se hicieran respecto de las decisiones de los administradores sociales respetaran el criterio y la discrecionalidad de estos al momento de asumir razonablemente riesgos económicos, en

---

<sup>24</sup> Stanford Law School, *Fiduciary Duties of the Board of Directors*, January 2023, <https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2023/01/Fiduciary-Duties-of-the-Board-of-Directors.pdf>.

<sup>25</sup> Superintendencia de Sociedades de Colombia, *Guía sobre la regla de discrecionalidad empresarial*, 2, <https://www.supersociedades.gov.co/documents/20122/1229078/GUIA-DEFERENCIA-CRITERIO-DE-DISCRECIONALIDAD-EMPRESARIAL.pdf>.



cumplimiento de sus deberes legales y estatutarios, sin que existiese un cuestionamiento *a posteriori* por los resultados de su decisión siempre esta se ajustara a derecho.

En Colombia, este estándar fue incorporado al ordenamiento jurídico por medio de la Ley 222 de 1995 en la cual se prevé que el proceso de toma de decisiones por parte de los administradores sociales debe ser el de comportarse como un “*buen hombre de negocios*”. De acuerdo con la jurisprudencia de la Superintendencia de Sociedades, la conducta de los administradores sociales “*debe ser prudente, informada, suficiente, oportuna y razonable, entre otros posibles calificativos. El administrador debe entonces cumplir sus funciones con la diligencia que una persona prudente consideraría razonable a la luz del contexto y las circunstancias propias de cada decisión. En palabras de la Corte Suprema de Justicia, —el deber general fiduciario de diligencia ha de materializarse en el ámbito de las decisiones estratégicas o de negocios, donde el estándar del “buen hombre de negocios” se entiende cumplido, cuando ellas se han adoptado de buena fe, sin interés personal en el asunto, con información suficiente con arreglo a un procedimiento idóneo*”<sup>26</sup>.

lo cual supone que la decisión fue adoptada con información suficiente, de forma prudente y oportuna, en el marco de la ley, dando cumplimiento al deber de lealtad y sin la existencia de conflictos de intereses.

Por su parte, el deber de lealtad establece que los administradores deberán actuar en el mejor interés de la compañía y de los accionistas y no en beneficio de sus intereses personales. Este deber comprende no solo un deber de conducta afirmativo para proteger

---

<sup>26</sup> Superintendencia de Sociedades de Colombia, *Sentencia 800-452 del 30 de mayo de 2023*, citada en *Guía sobre la regla de discrecionalidad empresarial* (Superintendencia de Sociedades de Colombia).

los intereses de la sociedad, que en estricto sentido hace parte del deber de cuidado, sino también la obligación de abstenerse en la ejecución de conductas que puedan afectar o causar un daño a la sociedad y a sus accionistas. De esta manera, el catálogo de conductas que establece las prohibiciones o inhibiciones de los administradores sociales en desarrollo de sus funciones es un estándar desarrollado en virtud de este deber<sup>27</sup>, el cual se incumple cuando se actúa bajo un conflicto de interés no administrado o bajo una actuación de mala fe por parte del administrador<sup>28</sup>.

Tal como se establece en *The Anatomy of Corporate Law*, el deber de lealtad consiste en una serie de estándares que se refieren a los conflictos de interés y que limita los riesgos derivados de la asimetría de información, siendo este deber un estándar que requiere de un análisis judicial *ex post* para determinar si la sociedad o los accionistas se ven afectados por la decisión adoptada por el administrador ante una situación de posible conflicto de interés. Si bien bajo el deber de lealtad se puede concretar en una serie de deberes específicos que consistan en hacer o no hacer, todos tienen en común que operar bajo un conflicto de interés no administrado resulta ilegal y corresponderá a las cortes que estudien la decisión determinar su injusticia de manera posterior a la materialización de la decisión<sup>29</sup>. En este sentido se pronuncia Reyes Villamizar al establecer que la ley no prevé un catálogo de conductas o situaciones que constituyan una infracción a este deber; por el contrario “*Son los jueces quienes en su permanente quehacer interpretativo pueden determinar las circunstancias fácticas en las cuales se considera transgredido*”.

---

<sup>27</sup> Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017), 88.

<sup>28</sup> Stanford Law School, *Fiduciary Duties of the Board of Directors*, January 2023, 10.

<sup>29</sup> Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 161.

Aún cuando este deber no tiene un desarrollo particular en Colombia y tan solo es enunciado dentro de los deberes generales de los administradores sociales, el mismo artículo 23 de la Ley 222 de 1995 prevé que las actuaciones de los administradores “*se cumplirán en interés de la sociedad, teniendo en cuenta los intereses de sus asociados.*”, lo cual permite inferir el desarrollo de este deber de acuerdo con el estándar previsto en la legislación norteamericana.

Por último, en cuanto al deber de buena fe, la Superintendencia de Sociedades lo define en su Circular Básica Jurídica como “*un principio de derecho que presume que las actuaciones de las personas son legítimas, exentas de fraude o cualquier otro vicio. En el contexto de los administradores, su aplicación significa que deben obrar frente a todas las exigencias de la actividad de la sociedad y de los negocios que ésta celebre y no solamente respecto de los aspectos formales que su actividad demande. Se entiende como el obrar con la conciencia recta, con honradez y lealtad.*” A este respecto Reyes Villamizar, citando a Guillermo Ospina Fernández quien desarrolla este deber en el marco de los actos jurídicos, señala que este deber se encuentra referido al actuar “*con entera lealtad, con intención recta y positiva, para que así pueda realizarse cabal y satisfactoriamente la finalidad social y privada que obedece a su celebración*”.

Aun cuando este deber en Colombia pareciera tener una estructura y definición propia, bajo las Cortes de Delaware, el deber de buena fe ha sido analizado como un componente del deber de lealtad y no como un estándar autónomo propio de los deberes fiduciarios. De acuerdo con las definiciones de Delaware, en cumplimiento del deber de buena fe, un administrador debe actuar con honestidad y en el mejor interés de la

sociedad<sup>30</sup>. Aunque no exista una definición autónoma de este deber, en la legislación norteamericana sí se han identificado una serie de conductas que conllevan a su incumplimiento, en donde el estándar de medición va más allá de un solo análisis de conducta negligente para decantarse en un análisis de culpabilidad o dolo y en donde el umbral para determinar la existencia de una mala fe debe significar: i) que la conducta fue motivada con una intención actual de hacer daño o ii) existió un incumplimiento consciente del deber y un desconocimiento de las responsabilidades<sup>31</sup>.

En relación con el deber de lealtad y de buena fe, es importante tener en cuenta que las posiciones judiciales, tanto en Colombia como en los Estados Unidos, han coincidido en que su análisis es *ex post* y la responsabilidad que puede derivarse de su desconocimiento no se ampara bajo cláusulas de exclusión de responsabilidad o bajo la deferencia al criterio de discrecionalidad empresarial de los administradores o *business judgment rule* previsto para el análisis del cumplimiento del deber de cuidado.

La consagración a nivel legal de los deberes antes descritos ha facilitado la labor de los jueces al momento de evaluar el proceso de toma de decisiones por parte de los administradores sociales, no obstante, subsista una ambivalencia en la definición del mejor interés para la sociedad planteado desde el beneficio colectivo o individual.

Toda vez que un elemento en común en los deberes que hacen parte del deber fiduciario es el actuar en mejor beneficio de la sociedad y sus accionistas, constituye un reto para

---

<sup>30</sup> Stanford Law School, *Fiduciary Duties of the Board of Directors*, January 2023, 17.

<sup>31</sup> *Ibid.*, 17.

las estructuras jurídicas societarias identificar la manera en que debe medirse ese “*mejor beneficio*”.

Partiendo de una concepción individualista centrada exclusivamente en el beneficio económico, ese mejor beneficio podría entenderse como el mejor resultado económico que, en ejercicio de los deberes fiduciarios, los administradores puedan reportar a la sociedad y así a sus accionistas. No obstante, teniendo en cuenta las posturas que consideran la prevalencia del interés general sobre el individual en el ejercicio del derecho de propiedad y de hacer empresa; y en particular la consagración que de esta premisa tiene en la Constitución Política de Colombia, existe un reto muy claro en la construcción que debe hacerse en torno al análisis de los deberes de los administradores sociales que consista en identificar como esta perspectiva social o de prevalencia del interés general sobre el particular, soportada en el beneficio colectivo, debe integrarse en la revisión que se haga de las decisiones que adopten los administradores sociales. Lo anterior con el fin que el análisis del cumplimiento del deber fiduciario aglutine no solo un beneficio económico individualmente considerado para la sociedad y sus accionistas, sino que converja en la revisión del componente social, en virtud del cual se tenga en cuenta el impacto que tiene las decisiones de los administradores en su entorno.

## **2.4 La responsabilidad social corporativa y su conexión con el deber fiduciario**

Considerando la importancia que tienen el deber fiduciario, y cada uno de sus componentes, es importante identificar si la maximización de beneficios que resulten de la toma de decisiones puede ser entendida como una premisa absoluta, enfocada en el retorno económico o si debe ser evaluada bajo la óptica del impacto social.

Con el fin de entender como esta óptica de impacto social ha sido interiorizada en el proceso de toma de decisión, a nivel de gobierno corporativo se ha desarrollado el concepto de responsabilidad social empresarial (*corporate social responsibility* - CSR). Este concepto ha evolucionado hasta ser entendido como una nueva forma de pensar el impacto de las compañías en el desarrollo de su objeto social en lo social y ambiental.

Tal como precisan Niall Fitzgerald y Mandy Cormack<sup>32</sup>, la CSR busca que las compañías interioricen los impactos sociales y ambientales en el desarrollo de sus estrategias. De acuerdo con el Consejo Empresarial Mundial para el Desarrollo Sostenible (WBCSD por sus siglas en inglés), la CSR debe ser entendida como “*el compromiso permanente y continuado de los negocios de actuar de forma ética, contribuyendo al desarrollo económico y mejorando la calidad de vida de la fuerza laboral y de sus familias, así como de la comunidad y la sociedad en general.*”<sup>33</sup>. A su vez, la Unión Europea ha definido este concepto como “*la responsabilidad de las empresas por su impacto en la sociedad*”<sup>34</sup>.

Junto con el desarrollo de la CSR, a nivel corporativo también ha habido lugar a la incorporación de la teoría de la creación de valor compartido. Michael E. Porter desarrolló el concepto de Creación de Valor Compartido (*Creating Shared Value*<sup>35</sup>), a partir del cual se propone que las empresas puedan generar valor económico al mismo tiempo que generan valor social. Con esta aproximación Porter intenta reflejar como el impacto social

---

<sup>32</sup> Harvard University, *The Role of Business in Society: An Agenda for Action*, Report No. 12, Corporate Social Responsibility Initiative, John F. Kennedy School of Government (2006), [https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/programs/cr/cri/files/report\\_12\\_CGI%2BRole%2Bof%2BBusiness%2Bin%2BSociety%2BReport%2BFINAL%2B10-03-06.pdf](https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/programs/cr/cri/files/report_12_CGI%2BRole%2Bof%2BBusiness%2Bin%2BSociety%2BReport%2BFINAL%2B10-03-06.pdf).

<sup>33</sup> R. C. Llewellyn and A. C. Walter, “ESG and the Supply Chain,” *Practical Law The Journal*, February 2023, <https://www.reuters.com/practical-law-the-journal/plj-2023-02/>.

<sup>34</sup> Ibid.

<sup>35</sup> Michael E. Porter, *The Changing Role of Business in Society* (Harvard Business School, 2021), 23, [https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20210716%20Business%20in%20Society%20Paper%20For%20Website\\_84139c25-9147-4137-9ae9-28e27e1710a1.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20210716%20Business%20in%20Society%20Paper%20For%20Website_84139c25-9147-4137-9ae9-28e27e1710a1.pdf).

del desarrollo de un negocio debe ser parte del núcleo del modelo de negocio. De esta forma, y parafraseando a Porter, lo que se busca con la teoría de la Creación de Valor Compartido es que las empresas puedan crear una ventaja competitiva al satisfacer necesidades sociales no cubiertas mediante modelos de negocios rentables y escalables, es decir, que el propósito de los negocios sea crear el valor económico de una manera que también genere valor compartido para la sociedad.

Como se evidencia, tanto la CSR como la Creación de Valor Compartido, constituyen estándares éticos que busca que las empresas, al momento de definir las estrategias de sus negocios, consideren el impacto social y ambiental, aun cuando respecto de estos elementos no se han definido mecanismos de medición, dejando el análisis de resultados a una perspectiva cualitativa. Adicional a lo anterior, estos conceptos no han tenido un desarrollo normativo ni jurisprudencial que permita hacer exigible este estándar de forma tal que su adopción y aplicación sigue sujeta al libre albedrío de los administradores sociales, siendo un estándar o lineamiento ético de la actividad empresarial.

Toda vez que las teorías antes descritas son constructos éticos sin una fuerza vinculante que guíe el actuar de las empresas ni el proceso de toma de decisiones, su aplicación no puede ser exigida coercitivamente, dando lugar al surgimiento de posturas que, consideran que estas perspectivas atentan con el beneficio individual que debe reportar el ejercicio del deber fiduciario.

Importantes académicos, como es el Michael Friedman, sostiene que la única responsabilidad social existente en los negocios es la de utilizar los recursos disponibles y desarrollar el objeto social con el único fin de incrementar las ganancias, siempre y cuando se respeten las reglas de mercado, es decir, se asegure la libre competencia y

una actuación empresarial libre de engaño o fraude. Según Friedman, la finalidad de la actividad empresarial consiste en *“hacer cuanto más dinero sea posible conforme a las normas básicas de la sociedad, tanto las legales como las costumbre éticas”*<sup>36</sup>.

De acuerdo con Vicente Sánchez Jimenez, esta perspectiva utilitarista de Friedman, argumenta que las necesidades sociales y ambientales deben ser cubiertas por el Estado a partir de los recursos provenientes de los impuestos que pagan las empresas pero no a costa de las estrategias de negocios que estas desempeñen, ya que en todo caso, entre mayor sean los beneficios empresariales, mayores ingresos para el Estado y por lo tanto mejor grado de bienestar económico y social de la sociedad<sup>37</sup>. Frente a la incorporación de una CSR en la calificación del proceso de toma de decisiones, Friedman afirma que no es posible ya que los empresarios no son agentes morales sino económicos.

Bajo lo expuesto es claro como el entendimiento que se tiene del deber fiduciario oscila entre dos extremos, por un lado, la preponderancia hacia lo individual entendida esta como una perspectiva inequívoca de generación de ganancias; y por otro lado una visión colectiva sustentada en la solidaridad en donde las decisiones que se tomen en el marco del ejercicio de la empresa consideren el impacto social y ambiental. Frente a estas posturas no existe una posición de política pública definitiva, estando abierta la puerta a que el legislador en su proceso de creación normativa o los jueces por medio de sus decisiones, definan la tendencia que ha de tomar el ejercicio de la actividad empresarial.

---

<sup>36</sup> Vicente Sánchez Jiménez, “La redefinición del papel de la empresa en la sociedad,” *Revista Castellano-Manchega de Ciencias Sociales*, no. 20 (2015): 6, <https://www.redalyc.org/pdf/3221/322142550008.pdf>.

<sup>37</sup> Ibid.



### **3. En quién o quiénes se debe centrar los deberes de los administradores (*shareholderism vs. stakeholderism*)**

#### **3.1 Reconsiderando el planteamiento de Milton Friedman: un nuevo horizonte para el accionar de los administradores**

Al analizar el alcance los deberes fiduciarios de los directores o administradores de una compañía resulta importante precisar que existen dos partes con especial interés en su ejecución: los accionistas (*shareholders*) y los grupos de relación/interés (*stakeholders*). En su acepción más simple los accionistas son aquellos que poseen una participación directa en el capital de la sociedad. Por su parte los grupos de relación, aun cuando no posean una participación en el capital social de la compañía, sí detentan un interés concreto o se pueden ver afectados por la toma de decisiones de la entidad que actúa a través de los administradores (v.gr. empleados, clientes, proveedores y comunidades, entre otros).

El surgimiento de la agenda global 2030<sup>38</sup> y el debate público sobre cuál debe ser el rol del sector privado de cara al cumplimiento de los objetivos de desarrollo sostenible (ODS) ha reavivado la discusión planteada por Milton Friedman<sup>39</sup> hace ya más de 55 años. Esta discusión se centra en si los administradores y directores deben enfocarse solo en maximizar el valor para los accionistas (*shareholderism*) o si tienen una responsabilidad empresarial más amplia.

---

<sup>38</sup> United Nations, "General Assembly Adopts the 2030 Agenda for Sustainable Development," *Sustainable Development*, <https://sdgs.un.org/2030agenda>.

<sup>39</sup> Milton Friedman, "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits," *The New York Times Magazine*, September 13, 1970, <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.

Tradicionalmente, se ha considerado que los administradores y directores deben priorizar el interés de los accionistas y la generación de utilidades<sup>40</sup>. En ese sentido, actuar en beneficio de otros grupos de interés (lo que en el derecho anglosajón se ha denominado *external constituencies*) no debería ser parte del núcleo de las prestaciones obligacionales a cargo de los administradores y directores. A nivel global, los reguladores no suelen imponer deberes para privilegiar intereses ajenos a los de la sociedad y los accionistas, como los *stakeholders* o el entorno social y ambiental. Sin embargo, en países como Reino Unido, Brasil, India, Canadá y Países Bajos<sup>41</sup>, se ha intentado incluir exigencias que consideren el interés general, la responsabilidad social corporativa y el medio ambiente como detentores de los deberes de los administradores. En todo caso, en la mayoría de los sistemas jurídicos, el enfoque sigue centrado en los accionistas.<sup>42</sup>

Ahora bien, el enfrentamiento de estas dos posturas (*shareholderism* vs. *stakeholderism*<sup>43</sup>) a partido de un ejercicio de reconsideración de lo que quiso decir el Nobel de economía Milton Friedman en 1970, que, para algunos, sigue siendo considerada la piedra angular del sistema capitalista mientras que para otros es la fuente de muchos males en el sistema económico y político actual<sup>44</sup>.

Desde la perspectiva de Friedman, los administradores son empleados de la compañía y, por ende, deben atender los intereses de sus empleadores finales (los accionistas).

---

<sup>40</sup> Lucian A. Bebchuk and Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, March 2, 2020, 10, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/02/the-illusory-promise-of-stakeholder-governance/>.

<sup>41</sup>

<sup>42</sup> Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3rd ed. (Oxford: Oxford University Press, 2017), 98 y ss.

<sup>43</sup> Mayer, *Shareholderism Versus Stakeholderism*.

<sup>44</sup> Colin Mayer, *The Governance of Corporate Purpose*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 609/2021, May 12, 2021, <https://ssrn.com/abstract=3928613>.

Actuar en el interés de los accionistas significa dirigir el negocio de conformidad con el deseo de los accionistas y la hipótesis de negocio determinada por éstos; todo esto de conformidad con el cumplimiento de las reglas básicas de la sociedad establecidas por la ley y la costumbre. Si los administradores también tuvieran una responsabilidad social, se verían inmiscuidos en la tarea de utilizar los recursos de los accionistas para perseguir el interés general que, en su opinión, es una tarea “*eminentemente política*”<sup>45</sup> y debería ser desarrollada a través de los procesos democráticos fijados por la sociedad y no por los particulares que se encargan del gerenciamiento de los negocios en una economía. En ese sentido, no podría dejarse al albedrío de los administradores la determinación de cómo deben ser resueltos los asuntos económicos (inflación, competitividad de las naciones, lucha contra la pobreza, etc.) o ambientales (calentamiento global, protección del capital natural y la biodiversidad, etc.).

La crítica que se le podría formular al modelo planteado por Friedman es que se le otorga un rol extremadamente pasivo al accionista, pues lo convierte en mero beneficiario del deber de incrementar las ganancias a cargo de los administradores que son empleados por la compañía. Esta tesis resultaba sumamente atractiva para la época en el que fue escrita, pues en ese entonces las compañías estadounidenses eran de propiedad, mayoritariamente, de las personas naturales.<sup>46</sup> Hoy en día la propiedad accionaria de las empresas listadas en bolsa la detentan los inversionistas institucionales<sup>47</sup>, los cuales se

---

<sup>45</sup> Friedman, “The Social Responsibility of Business.

<sup>46</sup> Jeffrey N. Gordon, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices,” *Stanford Law Review* 59 (2007): 1465, <https://www.jstor.org/stable/40040357>.

<sup>47</sup> Un inversor institucional es una entidad colectora de fondos de terceros (como fondos mutuos, fondos de pensiones, aseguradoras, etc.), gestionada profesionalmente y licenciada por el estado para su funcionamiento, y altamente regulada para proteger a los inversionistas y la estabilidad del sistema financiero.

han convertido en actores clave en las dinámicas de los mercados de capitales.<sup>48</sup> Esta situación añade un actor más a la ecuación: ya no solo tenemos al accionista y al administrador, si no que aparecen los inversionistas institucionales como tenedores de las acciones, quienes a su vez deben atender los intereses de sus inversionistas que han entregado sus fondos para su gestión en ejercicio del ya expuesto deber fiduciario.

Lo anterior nos lleva a la pregunta de si estos *asset managers* o administradores de recursos de terceros deberían asumir algún tipo de responsabilidad social al momento de decidir en qué invierten o cómo votan a las propuestas que se plantean en las asambleas.<sup>49</sup>

Desde una perspectiva de gobernanza basada exclusivamente en los intereses de los accionistas, los gestores de estos fondos estarían impedidos para avanzar en una agenda política a través de la administración de los portafolios. Su único objetivo debería ser otorgarles a sus clientes el mayor retorno posible. En ausencia de un mandato de inversión claro que implique para el fondo o el portafolio incluir variables extra financieras en su estrategia de inversión, a los administradores les corresponde asumir que el objetivo del fondo es generar los máximos retornos financieros posibles.<sup>50</sup>

Pero los nuevos tiempos plantean una alternativa: un enfoque de gobernanza con un espectro más amplio. Un enfoque de administración fiduciaria que no solamente atienda al interés exclusivo de generar ganancias al accionista o inversionista, sino que conciba

---

<sup>48</sup> Ana Medina, Antonio de la Cruz, and Yung Tang, "Corporate Ownership and Concentration," *OECD Corporate Governance Working Papers*, no. 27 (Paris: OECD Publishing, 2022), <https://doi.org/10.1787/bc3adca3-en>.

<sup>49</sup> Luca Enriques, "ESG and Shareholder Primacy: Why They Can Go Together," in *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, ed. Paulo Câmara and Filipe Morais (Cham: Palgrave Macmillan, 2022), 134, <https://doi.org/10.1007/978-3-030-99468-6>.

<sup>50</sup> *Ibid.*, 135-36

la generación de valor del accionista como la inexorable necesidad de que los líderes de una compañía tengan en consideración los intereses de sus grupos de interés y así maximizar su valor final<sup>51</sup>. Es innegable que la empresa depende de sus *stakeholders* para poder desarrollar su objeto social: capital humano, infraestructura institucional o buena regulación, proveedores de calidad, etc. Por tal motivo, este enfoque ampliado de la gobernanza sugiere que, para lograr incrementar el valor del accionista en el largo plazo, debe considerarse los intereses de estos grupos, que no necesariamente tienen voz y voto en la toma de decisiones, abriendo la posibilidad a la idea de que la maximización del valor de su portafolio implique la adopción de políticas ASG en las compañías en las que el fondo tendría participación.<sup>52</sup>

Quizás, las posturas anteriormente expuestas no sean del todo contrarias. Lo que debería plantearse es que no resulte contradictorio considerar una visión integrada del enfoque administración pro-accionista y un enfoque pro-grupos de interés. El ejercicio de direccionamiento de una actividad empresarial dirigido a la maximización del valor de la compañía, y por extensión de sus dueños, implica la adopción de un enfoque de largo plazo para garantizar su crecimiento sostenible en el tiempo y no la postura de perseguir ganancias en el corto plazo a toda costa. El crecimiento sostenible de las empresas debe atender los intereses de sus grupos de interés (clientes, empleados, inversionistas, proveedores, la comunidad, el medio ambiente, las autoridades del estado) para asegurar que todos sean efectivamente compensados y aun así se le genere suficiente valor al accionista. Esto solo puede ser logrado con un cambio de mentalidad desde la

---

<sup>51</sup> Lucian A. Bebchuk and Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 15.

<sup>52</sup> John C. Coffee, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 541/2020, March 16, 2021, <https://ssrn.com/abstract=3678197>.

administración de las empresas o de los *asset managers* que gestionan los portafolios que invierten en dichas empresas.

Un enfoque ASG podría ser un buen camino para lograr lo anterior.

### **3.2 La aparición de los factores ASG y el nuevo enfoque del *stakeholderism***

La integración de consideraciones ambientales (v.gr. la evaluación y gestión de los riesgos ambientales, el nivel de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI), los impactos y dependencias de los servicios ecosistémicos y la biodiversidad, el impacto sobre el capital natural, el uso del suelo, la generación y aprovechamiento de los residuos de la operación), sociales (v.gr. las condiciones laborales de los empleados, el impacto de la actividad en comunidades locales y pueblos ancestrales, la diversidad la equidad e inclusión, la protección de la patrimonio cultural), y de gobierno (v.gr. políticas anticorrupción, políticas de compensación responsable a ejecutivos, diversidad en cargos de dirección, cultura de accionar ético, estrategias fiscales, comunicación y divulgación de información a los mercados)<sup>53</sup>, puede ser considerado un camino para lograr la generación de valor en el largo plazo. La forma en que una compañía atienda las problemáticas ASG puede ser un buen indicador de los niveles de riesgo a los que está expuesta y la calidad de la gestión. Las compañías con un mejor desempeño ASG pueden incrementar el valor de la acción a través de la buena gestión de estos riesgos emergentes, anticipándose a los cambios regulatorios y a los cambios en las tendencias

---

<sup>53</sup> Elizabeth Pollman, *The Making and Meaning of ESG*, University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper No. 22-23, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 659/2022, *Harvard Business Law Review* 14 (2024): 403, <https://ssrn.com/abstract=4219857>.

en las preferencias de los consumidores<sup>54</sup> (v.gr. riesgos de transición hacia una economía baja en carbono).

Durante la última década los inversionistas y las empresas han venido adoptado un enfoque de gobernanza basado en los grupos de interés (*stakeholderism*) a fin de renfocar el propósito de la actividad empresarial, lo que ha llevado a la integración de factores ambientales, sociales y de gobernanzas (ASG) en la toma de decisiones de direccionamiento de las compañías y la integración de portafolios de inversión. Bajo una concepción del derecho corporativo basada en los grupos de interés, se sostiene que la regulación debería buscar alinear los incentivos privados de las compañías, incluyendo al sistema financiero, con el propósito social de las empresas con el fin de generar mayor prosperidad en general<sup>55</sup>.

La introducción de los factores ASG en la actividad empresarial y en el proceso de toma de decisiones por parte de los administradores sociales ha significado un cambio de paradigma, pues termina siendo una invitación a abandonar la mentalidad y enfoque tradicional de centrarse únicamente en las ganancias como móvil de los administradores, para así darle paso a la integración de variables no financieras en los análisis de resultados con el fin de atender las preocupaciones de grupos de interés, tales como el medio ambiente, la sociedad, los empleados, entre otros.<sup>56</sup>

---

<sup>54</sup> United Nations (UN), *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World* (2004), [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/sustainability-at-ifc/publications/publications\\_report\\_whocareswins\\_wci\\_1319579352610](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579352610).

<sup>55</sup> Colin Mayer, *Shareholderism Versus Stakeholderism – A Misconceived Contradiction: A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”* by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 522/2020, June 3, 2020, <https://ssrn.com/abstract=3617847>.

<sup>56</sup> Luh Luh Lan and Walter Wan, *ESG and Director’s Duties: Defining and Advancing the Interests of the Company*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 737/2023, NUS Law Working Paper No. 2023/026, October 28, 2023, <https://ssrn.com/abstract=4615870>.

El acrónimo ASG se volvió popular a principios de milenio con la publicación de un reporte de Naciones Unidas en el 2004<sup>57</sup> que contenía las recomendaciones de la industria financiera para incorporar de estos factores en los análisis de mercado, la industria de *asset management*, y la intermediación de valores<sup>58</sup>.

La tesis era sencilla: en un contexto de un mundo globalizado, interconectado y cada vez más competitivo, abordar problemáticas ambientales, sociales y de gobernanza formaba parte de la gestión empresarial para garantizar la competitividad en el largo plazo. Para tales efectos, las instituciones financieras se debían comprometer a integrar los factores ASG en sus procesos de inversión y otorgamiento de crédito, con el apoyo y compromiso sólido a nivel de Junta Directiva y la Alta Gerencia. Por su parte, los *asset managers* debían empezar a realizar, exigir y premiar los análisis que incluyesen los aspectos ASG con el fin de favorecer las compañías mejor administradas en los procesos de toma de decisión e integración de portafolios<sup>59</sup>.

La anterior discusión plantea el interrogante de si un enfoque de gobernanza que atienda el interés de los *stakeholders* implicaría la redefinición del alcance los deberes fiduciarios o la forma en que debe medirse este de cara a la gestión que realizan los administradores sociales en el proceso de toma de decisiones. En el siguiente apartado se aborda esta problemática.

---

<sup>57</sup> Elizabeth Pollman, "The Making and Meaning of ESG," Harvard Business Law Review 14, no. 2 (2024): 1–72, <https://ssrn.com/abstract=4539056>.

<sup>58</sup> United Nations (UN), Who Cares Wins Connecting Financial Markets to a Changing World (2004), [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/sustainability-at-ifc/publications/publications\\_report\\_whocareswins\\_wci\\_1319579352610](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579352610).

<sup>59</sup> Ibid., 1-3



#### **4. Alcance de los deberes fiduciarios de cara a la integración de factores**

##### **ASG: el caso de los riesgos climáticos financieros**

#### **4.1 El propósito corporativo y la integración del *shareholdersim* y el *stakeholderism***

En las secciones anteriores se analizó el deber fiduciario y sus componentes, sin embargo, para determinar su alcance dentro del contexto de la sostenibilidad, necesariamente debe establecerse para qué existen las compañías, es decir, cuál es su propósito, y adicionalmente entender lo que regulatoriamente abarca el concepto de *stakeholder*. Para efectos de este escrito, nos gusta la siguiente definición del propósito de la empresa<sup>60</sup>:

*“El propósito de una corporación es llevar a cabo un negocio legal, ético, rentable y sostenible con el fin de asegurar su éxito y aumentar su valor a largo plazo. Esto requiere tener en cuenta a todos los grupos de interés que son fundamentales para su éxito (accionistas, empleados, clientes, proveedores y comunidades), según lo determine la corporación y su junta directiva utilizando su criterio empresarial y con un compromiso regular con los accionistas, quienes son socios esenciales en el apoyo al cumplimiento del propósito de la corporación. Cumplir con este propósito de esta manera es plenamente coherente con los deberes fiduciarios de la junta directiva y con las obligaciones de responsabilidad de los accionistas”.*

---

<sup>60</sup> Martin Lipton, Adam O. Emmerich, Kevin S. Schwartz, Sabastian V. Niles, and Anna M. D’Ginto, Understanding the Role of ESG and Stakeholder Governance Within the Framework of Fiduciary Duties, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, November 29, 2022, <https://ssrn.com/abstract=4294180>.

Si el enfoque regulatorio de un país es el adoptar el *stakeholderism*, hay lugar a debatir si los administradores y directores tienen un deber fiduciario ampliado y, en ese sentido, debería considerarse la integración de factores ASG en la administración social como un componente esencial del deber fiduciario.

Para el caso de los gestores de fondos o *asset managers* es claro que el deber fiduciario se predica exclusivamente de los inversionistas, sin embargo, el problema yace en el alcance que se le dé al concepto del “hombre prudente” en la gestión de activos de terceros, para determinar si debería incluir únicamente variables financieras o puede atender factores extra financieros para satisfacer los intereses de los inversionistas.<sup>61</sup> En este frente, académicos en Estados Unidos<sup>62</sup> han concluido que si bien la integración de factores ASG no hace, ni debería hacer, parte del deber fiduciario (explicado lo anterior por la fuerte influencia del *shareholderism* en el derecho corporativo anglosajón y desarrollo jurisprudencial de los deberes de los administradores de la Corte de Delaware<sup>63</sup> y más recientemente Texas<sup>64</sup>), lo que se ha llamado como inversión responsable, es decir, aquella que incorpora la dimensión ASG en la gestión del

---

<sup>61</sup> Jonathan A. McGowan, “The Trouble with Tibble: Environmental, Social, and Governance (ESG) and Fiduciary Duty,” *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 23, no. 3 (2021): 705–45, <https://scholarship.law.upenn.edu/jbl/vol23/iss3/3>.

<sup>62</sup> Max M. Schanzenbach and Robert H. Sitkoff, “Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee,” *Stanford Law Review* 72, no. 2 (February 2020): 381–454.

<sup>63</sup> Leo E. Strine Jr., The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law, *Wake Forest Law Review* 50 (2015): 761, University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper No. 15-08, <https://ssrn.com/abstract=2576389>.

<sup>64</sup> *Spence v. American Airlines, Inc., et al.*, U.S. District Court for the Northern District of Texas, No. 4:23-cv-00552-O, June 20, 2024. El 20 de junio de 2024, la Corte del Distrito Norte de Texas negó una moción de juicio sumario presentada por American Airlines y el comité de prestaciones para empleados del plan de jubilación de la empresa. American Airlines buscaba poner fin a una demanda colectiva en la que el demandante alega que ellos incumplieron sus deberes fiduciarios en virtud de la Employee Retirement Income Security Act (ERISA) al no supervisar ni tomar medidas para detener el supuesto “activismo” ASG por parte de los gestores de activos que ofrecen fondos de inversión en su plan 401(k).

portafolio, sí puede tener cabida cuando el gestor razonablemente concluye que la integración de los factores ASG beneficiarán la rentabilidad del fondo.<sup>65</sup>

Creemos que el reenfoque de lo que debería ser el propósito de una compañía invita a pensar que la integración de factores ASG es necesaria para su cumplimiento. Desconocer lo anterior implicaría la destrucción de valor en el largo plazo, bajo lo que sería una concepción integrada del *shareholderism* y *stakeholderism* anteriormente planteada. Como ya se mencionó, el derecho establece en cabeza de los directores y los administradores un deber fiduciario de diligencia en la toma de decisiones en el direccionamiento de la compañía que representan. La maximización del valor de los accionistas en el largo plazo como foco de la corporación debería ser en ese entonces compatible con los deberes a cargo de los administradores. La idea central detrás de todo esto es que, si una compañía ignora los intereses de sus grupos de relación y la dimensión de la sostenibilidad, no habría la misma vocación de generación de rentabilidad en el largo plazo como sí ocurriría con una compañía que incorpore estos criterios en sus análisis.<sup>66</sup>

#### **4.2 Los riesgos relacionados con el clima y su incidencia en el sistema financiero**

A continuación, tomaremos el ejemplo de los riesgos climáticos con el fin de comprobar si efectivamente los deberes fiduciarios logran permear la esfera de asuntos relacionados

---

<sup>65</sup> Lo anterior, dejando de lado el supuesto en el que la tesis de inversión de un portafolio esté diseñada en atención a estos factores y sobre eso versa el mandato de los inversionistas o adherentes al fondo; pues en este último caso, el deber fiduciario del gestor debe enfocarse en la generación de valor a sus clientes siempre que las inversiones cumplan con los criterios ASG priorizados por los beneficiarios del fondo.

<sup>66</sup> Martin Lipton, Adam O. Emmerich, Kevin S. Schwartz, Sabastian V. Niles, and Anna M. D’Ginto, *Understanding the Role of ESG and Stakeholder Governance Within the Framework of Fiduciary Duties*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance.

con la sostenibilidad y en ese sentido, ameritaría incluir las necesidades de *stakeholders*, diferentes a los accionistas, en la toma de decisiones; en este caso, el medio ambiente.

Académicamente se ha planteado si la obligación legal que tienen las compañías de maximizar las ganancias para los accionistas implica a su vez la reafirmación de faceta del deber fiduciario que facilita o habilita a la destrucción de clima<sup>67</sup>. En otras palabras, se busca analizar si, bajo el modelo utilitarista de Milton Friedman, los administradores e inversionistas institucionales tienen el deber fiduciario de maximizar las ganancias mediante el ejercicio y promoción de actividades económicas sin importar que impliquen una afectación contra el medio ambiente pues producen, comercializan y usan combustibles fósiles como carbón, gas, y petróleo (principales contribuyentes al calentamiento climático global<sup>68</sup>). Para poder lograr a una respuesta, es importante contextualizar los riesgos relacionados con el clima y su posible incidencia en la actividad empresarial.

El cambio climático es una de las mayores amenazas actuales<sup>69</sup>. La toma de conciencia sobre sus graves consecuencias para la humanidad ha llevado a los gobiernos a acelerar la transición hacia la carbono-neutralidad. Un ejemplo destacado de esta coordinación internacional es el Acuerdo de París de 2015, donde los países acordaron tomar medidas para limitar el calentamiento global a menos de 2°C en comparación con los niveles

---

<sup>67</sup> Eric W. Orts, “Is There Really a Fiduciary Duty to Destroy the Climate?” CLS Blue Sky Blog, Columbia Law School, March 17, 2025, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2025/03/17/is-there-really-a-fiduciary-duty-to-destroy-the-climate/>.

<sup>68</sup> Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change, ed. Valérie Masson-Delmotte et al. (Cambridge: Cambridge University Press, 2021), <https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/>.

<sup>69</sup> Mark Elsner, Grace Atkinson, and Saadia Zahidi, The Global Risks Report 2025, 20th ed. (World Economic Forum, January 15, 2025), <https://www.weforum.org/reports/global-risks-report-2025/>.

preindustriales, y hacer todo lo posible por limitarlo a 1.5°C.<sup>70</sup> En 2018, el Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (IPCC) señaló que las diferencias entre limitar el calentamiento a 2°C o a 1.5°C son significativas en términos de sequías, temperaturas extremas, alteración de los patrones de lluvia, aumento del nivel del mar, impactos en los ecosistemas y la biodiversidad, acidificación de los océanos, efectos en la salud humana, la agricultura y, en última instancia, el crecimiento económico.<sup>71</sup>

Ante este panorama, surge la duda de cómo el cambio climático podría afectar a los sistemas financieros. La Red de Bancos Centrales y Supervisores para el Enverdecimiento el Sistema Financiero (NGFS por sus siglas en inglés) ha afirmado que los riesgos derivados del cambio climático (tanto físicos como de transición<sup>72</sup>) pueden tener efectos materiales sobre la estabilidad del sistema financiero<sup>73</sup>. De igual modo el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS por sus siglas en inglés) ha sostenido que los riesgos relacionados con el clima pueden afectar la seguridad y estabilidad de las

---

<sup>70</sup> United Nations, Paris Agreement, United Nations Framework Convention on Climate Change (2015), [https://unfccc.int/sites/default/files/english\\_paris\\_agreement.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf).

<sup>71</sup> Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), Global Warming of 1.5°C: An IPCC Special Report on the Impacts of Global Warming of 1.5°C above Pre-Industrial Levels and Related Global Greenhouse Gas Emission Pathways, ed. Valérie Masson-Delmotte et al. (IPCC, 2018), <https://www.ipcc.ch/sr15/>.

<sup>72</sup> De conformidad con el Reporte Final de 2017 del Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Los riesgos climáticos se clasifican en dos categorías: los riesgos físicos y los de transición. Los primeros, se refieren a que el cambio climático tiene la potencialidad de afectar financieramente a las empresas por los daños directos en los activos o impactos indirectos provocados por las interrupciones en las cadenas de abastecimiento. Pueden ser agudos (los provocados por algún desastre v.gr. como el aumento en la gravedad de los fenómenos atmosféricos tales como ciclones, huracanes, ciclones), o crónicos (los cambios a largo plazo en los patrones climáticos v.gr. temperaturas altas continuas). Los segundos, se refieren al hecho de que la transición hacia una economía baja en emisiones de carbono conlleva cambios regulatorios, tecnológicos y de mercado con el fin de abordar los requisitos de mitigación y adaptación al cambio climático. Dependiendo de la velocidad y naturaleza de la transición se puede estar en frente de grandes riesgos financieros y reputacionales para las empresas

<sup>73</sup> Network for Greening the Financial System (NGFS), Call for Action: Climate Change as a Source of Financial Risk (April 2019), [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs\\_first\\_comprehensive\\_report\\_es.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_es.pdf).

instituciones financieras por la incidencia que ellos pueden tener en los riesgos financieros tradicionales de los bancos: crédito, mercado, liquidez, y operacional (ver Tabla 1)<sup>74</sup>.

**Evidence suggests that the impacts of these risk drivers on banks can be observed through traditional risk categories.** The table below summarises the potential effects in each risk type:

| Risk              | Potential effects of climate risk drivers (physical and transition risks)                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Credit risk       | Credit risk increases if climate risk drivers reduce borrowers' ability to repay and service debt (income effect) or banks' ability to fully recover the value of a loan in the event of default (wealth effect).                                                                                                                                       |
| Market risk       | Reduction in financial asset values, including the potential to trigger large, sudden and negative price adjustments where climate risk is not yet incorporated into prices. Climate risk could also lead to a breakdown in correlations between assets or a change in market liquidity for particular assets, undermining risk management assumptions. |
| Liquidity risk    | Banks' access to stable sources of funding could be reduced as market conditions change. Climate risk drivers may cause banks' counterparties to draw down deposits and credit lines.                                                                                                                                                                   |
| Operational risk  | Increasing legal and regulatory compliance risk associated with climate-sensitive investments and businesses.                                                                                                                                                                                                                                           |
| Reputational risk | Increasing reputational risk to banks based on changing market or consumer sentiment.                                                                                                                                                                                                                                                                   |

(Tabla 1) Tomado de: (BCBS) [Climate related risk drivers and their transmission channels](https://www.bis.org/bcbs/publ/d517.pdf)

En ese sentido, teniendo en cuenta la relevancia que tienen los riesgos climáticos en el sistema financiero, las implicaciones que traerían su materialización en la solvencia y liquidez de las entidades financieras, y al mismo tiempo las repercusiones que traería para los portafolios de inversión que no consideren los factores de riesgo climático a los que están expuestas las empresas en las cuales el fondo está invirtiendo, la debida gestión de los riesgos climáticos a los que están expuestos tanto los bancos como los fondos de inversión, implicaría que tanto administradores como gestores de fondos integren en sus análisis las consideraciones relacionadas con la resiliencia climática de la entidad o el portafolio como parte del cumplimiento de su deber fiduciario<sup>75</sup>. El no hacerlo podría poner en riesgo la estabilidad a futuro de la compañía o el fondo, lo que

<sup>74</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Climate-Related Risk Drivers and Their Transmission Channels (Bank for International Settlements, April 2021), <https://www.bis.org/bcbs/publ/d517.pdf>.

<sup>75</sup> Cynthia A. Williams, "Fiduciary Duties and Corporate Climate Responsibility," *Vanderbilt Law Review* 74, no. 6 (November 2021): 1875–1916, <https://vanderbiltlawreview.org/lawreview/2021/11/fiduciary-duties-and-corporate-climate-responsibility/>.

entraría en conflicto con el propósito de generación de valor en el largo plazo de la que hemos hablado a lo largo de este escrito.

#### **4.3 Hacia la reconfiguración del deber fiduciario para proteger el clima: marcos regulatorios e precedentes judiciales internacionales**

Es pertinente preguntarse si, más allá de la interpretación que los posibles impactos que el cambio climático pudiere tener en el sistema financiero y en el mercado de capitales y eso puede desplegar una carga fiduciaria de gestionar esos riesgos en cabeza de los administradores, directores o gestores de inversión, en el derecho positivo colombiano se despliegan obligaciones en cabeza de estas personas que permitan concluir que en el ejercicio de sus funciones deben contemplar los factores climáticos so pena de estar incurriendo en la transgresión de sus deberes fiduciarios de cara los accionistas y/o inversionistas.

En ese sentido, existen dos referentes normativos que vale la pena analizar en este contexto. El Acuerdo de París de 2015 firmado por Colombia (aprobado mediante la Ley 1844 de 2017), y la Ley de Acción Climática (Ley 2169 de 2021), ambas aprobadas por el Congreso de la República.

En el caso colombiano, la Constitución Política contempla la existencia del llamado Bloque de Constitucionalidad mediante el cual, desde una perspectiva de fuentes del derecho, se le otorga el mismo rango constitucional a los tratados internacionales que hayan sido suscritos por el país. En ese orden, el Acuerdo de París y las obligaciones que de él se desprenden tienen un rango constitucional en el ordenamiento colombiano. Si bien una de las características principales del derecho internacional público es que los

sujetos obligados por los tratados son los estados, es importante plantear la discusión de si el sector privado, en pro de contribuir al cumplimiento de los objetivos climáticos que se desprenden, y de conformidad con el alcance de la función social de la propiedad, tienen algún tipo de responsabilidad de alinear las estrategias corporativas o de inversión en pro de la descarbonización de la economía.

Lo mismo ocurre de cara a la Ley de Acción Climática que establece las metas y medidas mínimas para alcanzar la carbono-neutralidad, la resiliencia climática y el desarrollo bajo en carbono en el país en el corto, mediano y largo plazo, en el marco de los compromisos internacionales asumidos por Colombia. Si esta disposición está dirigida al sector público, la Ley contempla que para lograr estos propósitos de lucha contra el cambio climático el sector público debe trabajar junto con el sector privado. En lo particular, Colombia se ha comprometido entre otras cosas a: i) reducir en un 51% las emisiones de GEI, ii) lograr la carbono-neutralidad a 2050 y iii) reducir la deforestación de bosque natural a cero (0) hectáreas a 2023<sup>76</sup>.

Dado los ambiciosos compromisos climáticos del país y la necesaria coordinación público-privada que su cumplimiento requiere, además de las exigencias legales, es evidente que los administradores y directores de empresas expuestas a riesgos climáticos, o cuyo modelo de negocio depende de los efectos que produce el cambio climático, deben incluir el medio ambiente y la sociedad en sus deberes fiduciarios. Actuar de buena fe, con lealtad y diligencia, implica considerar los riesgos y oportunidades climáticos en sus decisiones, atendiendo los intereses de sus *stakeholders*. En ese sentido, consideramos que priorizar acciones contra el cambio climático significa

---

<sup>76</sup> Artículo 5 de la Ley 2169 de 2021 de la República de Colombia



gestionar adecuadamente los riesgos de la compañía, lo que a largo plazo generará valor para el accionista.

Lo anterior tiene sustento en la academia, donde se ha planeado que debe existir un deber fiduciario sustantivo que obligue a los administradores a cumplir con el Acuerdo de Paris, a lo que se le ha llamado el “*deber de responsabilidad social*”<sup>77</sup>, el cual impone la carga de actuar de manera responsable atendiendo los intereses generales de la sociedad, lo que implicaría el uso responsable del capital natural, humano, social y de los inversores.

Asimismo, no debe dejarse de lado el reciente pronunciamiento del 29 de mayo de 2025 de la Corte Interamericana de Derechos Humanos (CIDH), la cual frente a una consulta realizada por la República de Chile y la República de Colombia sobre la Emergencia Climática y Derechos Humanos emitió una Opinión Consultiva<sup>78</sup> en la que resalta como el ambiente sano es un derecho humano que se ha entendido como un derecho fundamental para la existencia de la humanidad, con connotaciones tanto individuales como colectivas, siendo desde lo colectivo un derecho de interés universal. Dentro de este contexto los Estados tienen una “*obligación de garantía*” que de acuerdo con la CIDH consiste en que “*los Estados deben adoptar todas las medidas necesarias para disminuir los riesgos derivados, por una parte, de la degradación del sistema climático global y, por otra, la exposición y la vulnerabilidad frente a los efectos de dicha degradación*”. Dentro de estas medidas, corresponde a los Estados legislar para prevenir las violaciones a los

---

<sup>77</sup> Jaap W. Winter, *Addressing the Crisis of the Modern Corporation: The Duty of Societal Responsibility of the Board*, April 13, 2020, <https://ssrn.com/abstract=3574681>.

<sup>78</sup> Corte Interamericana de Derechos Humanos, *Opinión Consultiva OC-32/25 de 29 de mayo de 2025: Emergencia climática y derechos humanos* (2025), [https://corteidh.or.cr/docs/opiniones/seriea\\_32\\_esp.pdf](https://corteidh.or.cr/docs/opiniones/seriea_32_esp.pdf).

derechos humanos por parte de las empresas, así como exhortar a las empresas a que adopten medidas efectivas para combatir el cambio climático y sus impactos sobre los derechos humanos.

Lo anterior es claro como desde el derecho internacional hay un claro interés por incentivar en los Estados la producción normativa dirigida a la adopción de medidas que propendan por la protección del medio ambiente, no solo desde una perspectiva de monitoreo y acciones afirmativas a nivel estatal, sino también mediante el involucramiento del sector privado.

Los jueces en Europa también se están empezando a pronunciar sobre el asunto. En el 2021 una corte del distrito en La Haya determinó<sup>79</sup> que la Royal Dutch Shell había violado sus deberes fiduciarios bajo la ley holandesa por haber no abordado adecuadamente los riesgos climáticos a los que estaba expuesta su operación, ordenando además en su fallo la reducción de las emisiones netas de CO<sub>2</sub> en un 45% para finales de 2023 con respecto a los niveles de 2019<sup>80</sup>. Como era previsible, la decisión fue apelada por la Shell en 2022, y aunque el fallo fue confirmado por el Tribunal de segunda instancia, en la decisión la Corte mencionó que los jueces no podían establecer metas de reducción de emisiones concretas en los demandados. No obstante, se mantuvo la postura de desplegar en cabeza de la Shell un deber social de cuidado de carácter vinculante para los administradores, consistente en proteger los derechos humanos de la población contra

---

<sup>79</sup> *Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell plc*, Climate Change Litigation Database, <https://climatecasechart.com/climate-change-litigation/non-us-case/milieudefensie-et-al-v-royal-dutch-shell-plc/>.

<sup>80</sup> Jacqueline Peel, "Guest Commentary: An Assessment of the Hague District Court's Decision in *Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell plc*," *Climate Law: A Sabin Center Blog*, May 28, 2021, <https://blogs.law.columbia.edu/climatechange/2021/05/28/guest-commentary-an-assessment-of-the-hague-district-courts-decision-in-milieudefensie-et-al-v-royal-dutch-shell-plc/>.

los efectos del cambio climático. Dicho estándar de cuidado tiene como fuente la regulación internacional y regional sobre los derechos humanos, así como el consenso científico alrededor del cambio climático<sup>81</sup>.

Finalmente, vale la pena mencionar otro caso ante los tribunales de los Países Bajos. En marzo de 2025 se presentó ante la Corte del Distrito de Ámsterdam una demanda por parte de una ONG contra el banco más grande de ese país, el ING Bank.<sup>82</sup> Los demandantes acusan al banco de importancia sistémica de haber violado el “deber de cuidado” existente bajo la legislación civil neerlandés, al financiar proyectos de alto impacto climático sin adoptar medidas concretas y efectivas para reducir sus emisiones. En ese sentido, las pretensiones de la demandante buscan que ING Bank reduzca sus emisiones totales en un 48% para el 2030, frene la financiación del sector *oil & gas*, y obligue a sus clientes corporativos a presentar planes de transición climática creíbles. Si bien este caso aún no ha sido fallado, creemos que el hecho de que la demanda haya sido admitida (además de estar en precedentes judiciales importantes como el *Milieudefensie v. Shell*, anteriormente mencionado y el de *Urgenda*<sup>83</sup> *v. Países Bajos*) demuestra el creciente interés de los jueces de analizar las conductas de las compañías y sus administradores de cara a las obligaciones legales desprendidas de sus marcos regulatorios y el nivel de incidencia de sus acciones en el cambio climático, con el fin de

---

<sup>81</sup> Marlies Hesselman and Maria Antonia Tigre, “*Milieudefensie v. Shell*: 3 Takeaways and Challenges on the Appeal’s Court Decision,” *Climate Law: A Sabin Center Blog*, December 12, 2024, <https://blogs.law.columbia.edu/climatechange/2024/12/12/milieudefensie-v-shell-3-takeaways-and-challenges-on-the-appeals-court-decision/>.

<sup>82</sup> *Milieudefensie v. ING Bank*. Change Litigation Database, <https://climatecasechart.com/non-us-case/milieudefensie-v-ing-bank/>.

<sup>83</sup> *Urgenda Foundation v. Kingdom of the Netherlands*. Change Litigation Database, <https://climatecasechart.com/non-us-case/urgenda-foundation-v-kingdom-of-the-netherlands/>

tutelar los derechos de la comunidad; dicho de otra forma, el impacto de las decisiones de las empresas en sus grupos de relación.

#### **4.4 Un breve comentario del movimiento anti-ASG en los Estados Unidos**

En el 2018, Larry Fink el CEO de BlackRock (la administradora de activos más grande a nivel global), sorprendió los mercados con su carta anual titulada “*A Sense of Purpose*”<sup>84</sup> donde afirmó que las compañías debían tener un propósito más allá de obtener beneficios financieros, y que la generación de valor en el largo plazo no se podía lograr sin la consideración del impacto de las empresas en la sociedad y en todos sus *stakeholders*. Ese documento sirvió de impulso a la agenda ASG en el sistema financiero a nivel global y movilizó la industria de *asset managers* al introducir la idea de que los inversionistas institucionales debían tener un rol más protagónico al momento de integrar sus portafolios atendiendo consideraciones relacionadas con la sostenibilidad.

En el 2022, Larry Fink volvió a ser el centro de atención con su carta anual titulada “*The Power of Capitalism*” retomando el concepto del capitalismo responsable y las intersecciones entre el modelo económico actual y la sostenibilidad. Sostuvo en su misiva que el enfoque del *stakeholderism* no es correspondía a una agenda ideológica y que es a través de un capitalismo enfocado en los grupos de relación de las empresas que la asignación de capital es eficiente y se asegura la rentabilidad y la creación de valor en el largo plazo<sup>85</sup>.

---

<sup>84</sup> A Sense of Purpose,” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, January 17, 2018, <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/>.

<sup>85</sup> “Letter to CEOs,” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, January 19, 2022, <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/19/letter-to-ceos-2/>.

A pesar de lo anterior, los últimos dos años han estado permeado por discusiones políticas y legales, ambientadas principalmente por congresistas, funcionarios y ex funcionarios del estado, de abogados y académicos, de los Estados Unidos. Ha surgido un movimiento anti-ASG que abiertamente se ha opuesto a la incorporación de factores ASG en la toma de decisiones corporativas y de inversión, lo que se dice ha generado una interrupción en el avance de los asuntos relacionados con la sostenibilidad<sup>86</sup>.

Un ejemplo de lo anterior fue la carta enviada por Congresistas del Partido Republicano a BlackRock donde los acusaban de priorizar una agenda climática por encima de los intereses de sus clientes, entre los que se encuentran los pensionados<sup>87</sup>; a lo que BlackRock respondió<sup>88</sup> que las acusaciones eran imprecisas y que el enfoque adoptado en sus estrategias de inversión y su pertenencia a iniciativas y coaliciones climáticas era consistente con su deber fiduciario.

El asunto incluso ha llegado al terreno del derecho *antitrust*. Varios funcionarios del Partido Republicano han empezado hacer uso de la regulación de protección de la competencia para atacar las coaliciones internacionales climáticas a las que entidades financieras de los Estados Unidos pertenecen (v.gr. *Glasgow Financial Alliance for Net Zero*, *Net-Zero Banking Alliance*, *Net Zero Asset Managers Initiative*, y la *Net-Zero Insurance Alliance*). Se señala que las coaliciones climáticas que promueven iniciativas

---

<sup>86</sup> Martin Lipton, Adam O. Emmerich, Kevin S. Schwartz, Sabastian V. Niles, and Anna M. D’Ginto, *Understanding the Role of ESG and Stakeholder Governance Within the Framework of Fiduciary Duties*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance

<sup>87</sup> Saijel Kishan and Alastair Marsh, “BlackRock Is Caught in the ESG Crossfire and Struggling to Get Out,” *Bloomberg*, October 13, 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-13/blackrock-is-caught-in-the-esg-crossfire-and-struggling-to-get-out>.

<sup>88</sup> “BlackRock Strikes Back at ESG Critics,” *Bloomberg*, October 25, 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-25/blackrock-strikes-back-at-esg-critics>.

de industria para lograr llegar hacia escenarios de carbono-neutralidad, pueden ser violatorias de las reglas antitrust por favorecer la toma de decisiones que injustamente pueden penalizar y distorsionar los mercados<sup>89</sup>. Estas acusaciones han generado que muchas entidades financieras del sector financiero se retiren de estas coaliciones para evitar cualquier persecución o actuación legal por el Departamento de Justicia de los Estados Unidos (DOJ) <sup>90</sup>.

Este movimiento anti-ASG resulta desafortunado teniendo en cuenta el importante avance que el discurso de la sostenibilidad ha tenido en la última década. No se espera que la situación cambie durante la actual administración de Donald J. Trump, dada su abierta oposición a los temas relacionados con la lucha contra el cambio climático. Esta coyuntura en los Estados Unidos puede dificultar la aceptación de teorías que impliquen un ensanchamiento de los deberes fiduciarios de los administradores y los *asset managers* que implique la inclusión de consideraciones ASG y la integración de grupos de interés como el medio ambiente, como la que este escrito pretende defender.

## 5. Conclusiones

Es claro como el rol de los administradores sociales y de los gestores de inversiones se encuentra medido por el deber fiduciario, el cuál ha presentado una construcción y

---

<sup>89</sup> Arthur J. Gallagher & Co., *Climate Coalitions and Antitrust Concerns: Is the Regulator Key to Strong, Transparent Partnerships?* (August 2023), <https://www.ajg.com/-/media/files/gallagher/global/insights/climate-coalitions-and-antitrust-concerns.pdf>.

<sup>90</sup> "BlackRock's Decision to Leave NZAM," *BlackRock*, <https://www.blackrock.com/corporate/newsroom/press-releases/article/corporate-one/blk-departs-nzam>; "JPMorgan Leaves Net Zero Banking Group, Completing Departure of Major U.S. Banks," *ESG Today*, <https://www.esgtoday.com/jpmorgan-leaves-net-zero-banking-group-completing-departure-of-major-u-s-banks/>; "Zurich Insurance Becomes Second Firm to Quit Climate Alliance," *Reuters*, April 6, 2023, <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/zurich-insurance-quits-climate-alliance-2023-04-06/>; "Bank of America, Citigroup, Morgan Stanley Latest to Exit Net-Zero Banking Alliance," *ESG Dive*, <https://www.esgdive.com/news/bank-of-america-citigroup-morgan-stanley-exit-net-zero-banking-alliance/697576/>.

evolución desde lo normativo y jurisprudencial, atendiendo cada vez más a las necesidades de los grupos de interés que se ven impactados por este deber y no solo el interés del accionista. Si bien este deber puede tener connotaciones distintas en cada jurisdicción, muchas coinciden en la importancia de contar con un parámetro objetivo que les permita a los jueces evaluar la toma de decisiones de los administradores sociales en procura del mayor beneficio de los interesados. Allí las jurisdicciones europeas, son las que más claras han sido en la incorporación de deberes de cuidado para la protección del medio ambiente y la cortes así lo reconocen en sus fallos.

La perspectiva del bien común y lo colectivo ha ganado mayor relevancia en la actualidad, especialmente debido a la emergencia climática global y la creciente responsabilidad social hacia el medio ambiente en las decisiones tomadas dentro del marco del deber fiduciario. Aunque la jurisprudencia y la normativa no han adoptado una posición unánime, es evidente que la necesidad de considerar el impacto social y ambiental de las decisiones de inversión y la administración social ha cobrado cada vez más importancia. Esto ha llevado a la necesidad de reevaluar o replantear el concepto del deber fiduciario tal como ha sido entendido en la gestión de activos a lo largo de la historia.

En el desarrollo de la definición de este mejor beneficio se han identificado posturas opuestas que han llevado a que este estándar de conducta oscile entre el beneficio meramente económico e individual del accionista o de quienes delegan la gestión de activos en los administradores y una perspectiva colectiva que propende por considerar el bien común como rasero o mínimo que debe ser tenido en cuenta al momento de evaluar las decisiones de los administradores sociales.

Si bien la definición del deber fiduciario bajo una perspectiva común sigue en proceso de construcción, es claro el camino que se ha venido abriendo para que las decisiones de política pública y la postura de los jueces, en el compromiso global que se tiene por atender aspectos sociales y ambientales, encuentren en el enfoque de lo social una forma de generar valor a largo plazo para los accionistas y *stakeholders*, incluyendo el medio ambiente.

## 6. Bibliografía

- American Bar Association. *Model Business Corporation Act: Official Text with Official Comment and Statutory Cross-References*. 2016. [https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business\\_law/corplaws/2016\\_mbca.authcheckdam.pdf](https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2016_mbca.authcheckdam.pdf).
- Arthur J. Gallagher & Co. *Climate Coalitions and Antitrust Concerns: Is the Regulator Key to Strong, Transparent Partnerships?* August 2023. <https://www.ajg.com/-/media/files/gallagher/global/insights/climate-coalitions-and-antitrust-concerns.pdf>.
- Assemblée Nationale Constituante. *Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen*. 1789. [https://www.conseil-constitutionnel.fr/sites/default/files/as/root/bank\\_mm/espagnol/es\\_ddhc.pdf](https://www.conseil-constitutionnel.fr/sites/default/files/as/root/bank_mm/espagnol/es_ddhc.pdf).
- Basel Committee on Banking Supervision. *Climate-Related Risk Drivers and Their Transmission Channels*. Bank for International Settlements, April 2021. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d517.pdf>.
- Bebchuk, Lucian A., and Roberto Tallarita. *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, March 2, 2020. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/02/the-illusory-promise-of-stakeholder-governance/>.
- Black's Law Dictionary. St. Paul, MN: West Publishing, 1990.
- Coffee, John C. *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 541/2020. March 16, 2021. <https://ssrn.com/abstract=3678197>.
- Corte Interamericana de Derechos Humanos, Opinión Consultiva OC-32/25 de 29 de mayo de 2025
- Corte Constitucional de Colombia. *Sentencia C-123 de 2006*. Magistrada Ponente: Clara Inés Vargas Hernández.
- ———. *Sentencia C-306 de 2013*. Magistrado Ponente: Nilson Pinilla Pinilla.



- ———. *Sentencia C-595 de 1999*. Magistrado Ponente: Carlos Gaviria Díaz.
- ———. *Sentencia C-029 de 2020*. Magistrada Ponente: Diana Fajardo Rivera.
- ———. *Sentencia T-406 de 1992*. Magistrado Ponente: Ciro Angarita Barón.
- Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sala de Casación Civil. *Sentencia SC2749-2021 del 7 de julio de 2021*. Magistrado Ponente: Álvaro Fernando García Restrepo.
- Elsner, Mark, Grace Atkinson, and Saadia Zahidi. *The Global Risks Report 2025*. 20th ed. World Economic Forum, January 15, 2025.  
<https://www.weforum.org/reports/global-risks-report-2025/>.
- Enriques, Luca. “ESG and Shareholder Primacy: Why They Can Go Together.” In *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, edited by Paulo Câmara and Filipe Morais, 134. Cham: Palgrave Macmillan, 2022.  
<https://doi.org/10.1007/978-3-030-99468-6>.
- Fink, Larry. “A Sense of Purpose.” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, January 17, 2018. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/>.
- “Letter to CEOs.” *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, January 19, 2022. <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/19/letter-to-ceos-2/>.
- Friedman, Milton. “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits.” *The New York Times Magazine*, September 13, 1970.  
<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>.
- Getzler, Joshua. “Fiduciary Principles in English Common Law.” In *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, edited by Evan J. Criddle, Paul B. Miller, and Robert H. Sitkoff, 470–89. Oxford: Oxford University Press, 2019.  
<https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780190634100.013.26>.
- Gordon, Jeffrey N. “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices.” *Stanford Law Review* 59 (2007): 1465. <https://www.jstor.org/stable/40040357>.
- Harvard University. *The Role of Business in Society: An Agenda for Action*. Report No. 12, Corporate Social Responsibility Initiative, John F. Kennedy School of Government, 2006.  
[https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/programs/crri/files/report\\_12\\_CGI%2BRole%2Bof%2BBusiness%2Bin%2BSociety%2BReport%2BFINAL%2B10-03-06.pdf](https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/programs/crri/files/report_12_CGI%2BRole%2Bof%2BBusiness%2Bin%2BSociety%2BReport%2BFINAL%2B10-03-06.pdf).
- Hesselman, Marlies, and Maria Antonia Tigre. “Milieudéfensie v. Shell: 3 Takeaways and Challenges on the Appeal’s Court Decision.” *Climate Law: A Sabin Center Blog*, December 12, 2024.  
<https://blogs.law.columbia.edu/climatechange/2024/12/12/milieudéfensie-v-shell-3-takeaways-and-challenges-on-the-appeals-court-decision/>.

- Inter-American Court of Human Rights. *Opinión Consultiva OC-32/25 de 29 de mayo de 2025: Emergencia climática y derechos humanos*. 2025.  
[https://corteidh.or.cr/docs/opiniones/seriea\\_32\\_esp.pdf](https://corteidh.or.cr/docs/opiniones/seriea_32_esp.pdf).
- Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC). *Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change*, edited by Valérie Masson-Delmotte et al. Cambridge: Cambridge University Press, 2021.  
<https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg1/>.
- ———. *Global Warming of 1.5°C: An IPCC Special Report on the Impacts of Global Warming of 1.5°C above Pre-Industrial Levels and Related Global Greenhouse Gas Emission Pathways*, edited by Valérie Masson-Delmotte et al. IPCC, 2018.  
<https://www.ipcc.ch/sr15/>.
- Kraakman, Reinier, et al. *The Anatomy of Corporate Law*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2017
- Kishan, Saijel, and Alastair Marsh. “BlackRock Is Caught in the ESG Crossfire and Struggling to Get Out.” *Bloomberg*, October 13, 2023.  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-10-13/blackrock-is-caught-in-the-esg-crossfire-and-struggling-to-get-out>.
- Lan, Luh Luh, and Walter Wan. *ESG and Director’s Duties: Defining and Advancing the Interests of the Company*. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 737/2023, NUS Law Working Paper No. 2023/026, October 28, 2023. <https://ssrn.com/abstract=4615870>.
- Lipton, Martin, Adam O. Emmerich, Kevin S. Schwartz, Sabastian V. Niles, and Anna M. D’Ginto. *Understanding the Role of ESG and Stakeholder Governance Within the Framework of Fiduciary Duties*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, November 29, 2022. <https://ssrn.com/abstract=4294180>.
- Llewellyn, R. C., and A. C. Walter. “ESG and the Supply Chain.” *Practical Law The Journal*, February 2023. <https://www.reuters.com/practical-law-the-journal/plj-2023-02/>.
- Mayer, Colin. *Shareholderism Versus Stakeholderism – A Misconceived Contradiction: A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance” by Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita*. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 522/2020, June 3, 2020. <https://ssrn.com/abstract=3617847>.
- ———. *The Governance of Corporate Purpose*. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 609/2021, May 12, 2021.  
<https://ssrn.com/abstract=3928613>.
- McGowan, Jonathan A. “The Trouble with Tibble: Environmental, Social, and Governance (ESG) and Fiduciary Duty.” *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 23, no. 3 (2021): 705–45.  
<https://scholarship.law.upenn.edu/jbl/vol23/iss3/3>.

- Medina, Ana, Antonio de la Cruz, and Yung Tang. "Corporate Ownership and Concentration." *OECD Corporate Governance Working Papers*, no. 27. Paris: OECD Publishing, 2022. <https://doi.org/10.1787/bc3adca3-en>.
- Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell plc. *Climate Change Litigation Database*. <https://climatecasechart.com/climate-change-litigation/non-us-case/milieudefensie-et-al-v-royal-dutch-shell-plc/>.
- Milieudefensie v. ING Bank. *Climate Change Litigation Database*, <https://climatecasechart.com/non-us-case/milieudefensie-v-ing-bank/>.
- Noda, Hiroshi. "Ley de Sociedades Mercantiles." In *Japón. Una visión jurídica y geopolítica en el siglo XXI*, 255–56. Mexico City: Universidad Nacional Autónoma de México – Instituto de Investigaciones Jurídicas, Chuo University, 2017. <https://archivos.juridicas.unam.mx/www/bjv/libros/12/5850/26.pdf>.
- Orts, Eric W. "Is There Really a Fiduciary Duty to Destroy the Climate?" *CLS Blue Sky Blog*. Columbia Law School, March 17, 2025. <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2025/03/17/is-there-really-a-fiduciary-duty-to-destroy-the-climate/>.
- Peel, Jacqueline. "Guest Commentary: An Assessment of the Hague District Court's Decision in Milieudefensie et al. v. Royal Dutch Shell plc." *Climate Law: A Sabin Center Blog*, May 28, 2021. <https://blogs.law.columbia.edu/climatechange/2021/05/28/guest-commentary-an-assessment-of-the-hague-district-courts-decision-in-milieudefensie-et-al-v-royal-dutch-shell-plc/>.
- Pollman, Elizabeth. "The Making and Meaning of ESG." *Harvard Business Law Review* 14, no. 2 (2024): 1–72. <https://ssrn.com/abstract=4539056>.
- Porter, Michael E. *The Changing Role of Business in Society*. Harvard Business School, 2021. [https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20210716%20Business%20in%20Society%20Paper%20For%20Website\\_84139c25-9147-4137-9ae9-28e27e1710a1.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20210716%20Business%20in%20Society%20Paper%20For%20Website_84139c25-9147-4137-9ae9-28e27e1710a1.pdf).
- Reyes Villamizar, Francisco. *Derecho societario*. Vol. I. 2nd ed. Bogotá: Editorial Temis, 2011.
- Sánchez Jiménez, Vicente. "La redefinición del papel de la empresa en la sociedad." *Barataria. Revista Castellano-Manchega de Ciencias Sociales* 20 (2015). <https://www.redalyc.org/pdf/3221/322142550008.pdf>.
- Schanzenbach, Max M., and Robert H. Sitkoff. "Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee." *Stanford Law Review* 72, no. 2 (February 2020): 381–454.
- Schulz, Fritz. *Derecho Romano Clásico*. Barcelona: Bosch, 1960. <https://archive.org/details/fritz-schulz-derecho-romano-clasico-bosch-1960/page/325/mode/2up>.

- Spence v. American Airlines, Inc., et al. U.S. District Court for the Northern District of Texas, No. 4:23-cv-00552-O, June 20, 2024.
- Stanford Law School. *Fiduciary Duties of the Board of Directors*. January 2023. <https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2023/01/Fiduciary-Duties-of-the-Board-of-Directors.pdf>.
- Strine Jr., Leo E. *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*. *Wake Forest Law Review* 50 (2015): 761. University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper No. 15-08. <https://ssrn.com/abstract=2576389>.
- Superintendencia de Sociedades de Colombia. *Guía sobre la regla de discrecionalidad empresarial*. <https://www.supersociedades.gov.co/documents/20122/1229078/GUIA-DEFERENCIA-CRITERIO-DE-DISCRECIONALIDAD-EMPRESARIAL.pdf>.
- ———. *Sentencia 800-452 del 30 de mayo de 2023*, citada en *Guía sobre la regla de discrecionalidad empresarial*. Bogotá: Superintendencia de Sociedades de Colombia.
- United Nations. *General Assembly Adopts the 2030 Agenda for Sustainable Development*. Sustainable Development Goals. <https://sdgs.un.org/2030agenda>.
- ———. *Paris Agreement*. United Nations Framework Convention on Climate Change, 2015. [https://unfccc.int/sites/default/files/english\\_paris\\_agreement.pdf](https://unfccc.int/sites/default/files/english_paris_agreement.pdf).
- ———. *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*. New York: United Nations, 2004. [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/sustainability-at-ifc/publications/publications\\_report\\_whocareswins\\_wci\\_1319579352610](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579352610).
- Urgenda Foundation v. Kingdom of the Netherlands. Change Litigation Database, <https://climatecasechart.com/non-us-case/urgenda-foundation-v-kingdom-of-the-netherlands/>
- Williams, Cynthia A. “Fiduciary Duties and Corporate Climate Responsibility.” *Vanderbilt Law Review* 74, no. 6 (November 2021): 1875–1916. <https://vanderbiltlawreview.org/lawreview/2021/11/fiduciary-duties-and-corporate-climate-responsibility/>.
- Winter, Jaap W. *Addressing the Crisis of the Modern Corporation: The Duty of Societal Responsibility of the Board*. April 13, 2020. <https://ssrn.com/abstract=3574681>.