

**41 Jornadas Nacionales de Administración Financiera**  
Septiembre 30 y Octubre 1, 2021

## **El interés en los intere- sados**

### **Capitalismo de *stakeholders* y el "objetivo financiero de la empresa"**

**Ricardo A. Fornero**

*Universidad Nacional de Cuyo*

#### SUMARIO

1. Introducción
2. Maximización de valor para el accionista:  
Objetivo financiero y objetivos de la em-  
presa
3. Valor para el accionista como base del go-  
bierno societario
4. La perspectiva de stakeholders de la crea-  
ción de valor
5. De propósitos y conductas
6. Características del capitalismo de stakehol-  
ders
7. Comentarios finales

Para comentarios:  
[ricardo.fornero@fce.uncu.edu.ar](mailto:ricardo.fornero@fce.uncu.edu.ar)

## 1. Introducción

La perspectiva de la empresa centrada en todos sus participantes (los interesados o *stakeholders*) es una parte integral de la teoría de organizaciones y de la práctica directiva. Se ha considerado como opuesta al enfoque en los accionistas o propietarios de la empresa posiblemente porque se interpreta que es una orientación predominante de las grandes empresas hacia la ganancia y el valor de mercado de las acciones.

La noción de que la maximización del valor del capital como objetivo financiero de la empresa se origina en los años 1950. Es una reexpresión del criterio de la ganancia que la teoría económica en ese momento consideraba que el propietario aplica en las decisiones de la empresa. No es una predefinición de qué aspectos deben considerarse o de cuáles predominan con exclusividad. Una vez que se consideran todos los elementos que se estiman relevantes y que pueden identificarse en el espacio de decisión, el criterio dice que se elegirá la alternativa que maximiza el valor del capital.

Es claro que la incertidumbre afecta la especificación de los valores que predominarán en ese proceso de la organización. El denominado objetivo financiero de la empresa ha sido una pauta flexible, como guía de decisiones o como argumento en los procesos políticos de la organización.

En años recientes ha ido creciendo la noción de una supuesta oposición entre los accionistas y los demás interesados (*stakeholders*) y se pone cada vez más énfasis en lo imprescindible que serían las declaraciones de *propósito de la empresa* referidas a sus *stakeholders* en sentido amplio (incluyendo los aspectos sociales y ambientales).<sup>1</sup>

En una producción audiovisual, profesores de la escuela de negocios IESE decían a fines de 2019 que 2020 sería el año del *propósito empresarial*.<sup>2</sup> La realidad se encarga de llevar a su verdadera dimensión los enunciados grandiosos: 2020 fue el año de la pandemia.

Poco antes, en los últimos meses de 2019, se produjo la declaración de Business Roundtable acerca del propósito empresarial y una actualización de la declaración del World Economic Forum que propone un *capitalismo de stakeholders*, en vez de un capitalismo de accionistas (*stockholders*).

En 2020 también se cumplieron 50 años del ensayo de Milton Friedman en cuyo título expresaba que la responsabilidad social de una empresa de negocios es aumentar sus ganancias. Y desarrollaba la noción de que en ese propósito tienen cabida los aspectos sociales y ambientales, cuando correspondan a la esfera de decisión de la empresa. Ese enunciado de propósito ha sido muy criticado, en especial por aquellos que parece que leyeron sólo el título.

En este ensayo se presentan reflexiones acerca de este interés en los interesados y de algunas posturas “de reformas” que están siempre dispuestas a desplegar sus alas. Para una carto-

---

<sup>1</sup> Más allá de algunas características, no hay consenso sobre una definición operativa de *stakeholder* que sea la base una teoría unificada de *stakeholders*. Samantha Miles examina y sistematiza casi seiscientas definiciones y articula un conjunto de categorías para las pruebas empíricas del concepto. Samantha Miles, *Stakeholder theory classification: A theoretical and empirical evaluation of definitions*, Journal of Business Ethics, 2015, 83: 1-23.

<sup>2</sup> IESE Business School, *Business trends for 2020: The year of purpose*. Disponible en <https://www.youtube.com/watch?v=3gZPv1KIJ0U>.

grafía de ese ámbito complejo se ponen en contexto la noción de objetivo financiero, la teoría de *stakeholders* (en su expresión pragmática o instrumental y en su expresión normativa o intrínseca) y las características organizacionales del propósito de la empresa.

## 2. Maximización de valor para los propietarios: Objetivo financiero y objetivos de la empresa

### 2.1 Objetivo de negocios y el capitalismo gerencial

David Durand expresa en 1952: “En lugar de aceptar el enunciado habitual de que el interés del hombre de negocios es maximizar su ganancia este ensayo considera la propuesta alternativa de que el hombre de negocios trataría de maximizar su riqueza. Esta alternativa tiene la ventaja de una mayor flexibilidad y por eso permite evitar los errores que pueden resultar de forzar el principio de la maximización de la ganancia en situaciones en que es estrictamente inaplicable.”<sup>3</sup>

Este enunciado, que después se denomina el *objetivo financiero de la empresa*, se realiza en el marco de la teoría económica de la empresa. Se plantea como una forma de ampliar la expresión de un objetivo de negocios relacionado con la ganancia, que era típicamente la magnitud a optimizar por el empresario en la teoría económica.

Entonces, tal objetivo financiero no se plantea inicialmente como el objetivo de la empresa en términos de su conducción. Puede verse, más bien, como una especificación técnica para el análisis de decisiones de la empresa.

El contexto empresarial, en ese momento, puede calificarse como capitalismo gerencial o directivo (*managerial capitalism*), en la terminología que emplea Alfred Chandler.<sup>4</sup>

Esta fase es la cuarta en la secuencia evolutiva que explica Hyman Minsky, después del capitalismo comercial (*merchant capitalism*), industrial y financiero (o de banqueros de inversión, *banker capitalism*).<sup>5</sup>



David Durand



Alfred Chandler

<sup>3</sup> David Durand, *Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement*, Conference on Research in Business Finance 1952, National Bureau of Economic Research (NBER).

<sup>4</sup> Chandler estudia este fenómeno en los Estados Unidos, el Reino Unido, Alemania y Japón. Alfred D. Chandler Jr., *The emergence of managerial capitalism*, *Business History Review*, 1984, 58: 473-503.

<sup>5</sup> Puede verse una explicación esquematizada en Charles J. Whalen, *Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's theory of capitalist development*, *Journal of Economic Issues*, 2001, 35 (4): 805-823.

*Nota:* Para dar un significado económico a la palabra *capitalismo* –en vez de sólo ideológico y retórico– se puede considerar que en las economías capitalistas predomina la expectativa de obtener un excedente –ganancia– mediante una inversión de riesgo, en un contexto de instituciones de orden privado para la generación de dinero y crédito.<sup>6</sup>

También es interesante recordar la distinción que hace Fernand Braudel entre capitalismo y economía de mercado. Refiriéndose a su concepción del ámbito del capitalismo señala que “hay una dialéctica viva del capitalismo en contradicción con lo que, por debajo de él, no es el verdadero capitalismo”. Entonces, las grandes empresas “tienen necesidad de unidades más pequeñas que ellas, por una parte y ante todo, para librarse de mil tareas más o menos mediocres, indispensables para la vida de cualquier sociedad y que al capitalismo le traen sin cuidado. Además (...) para confiar ciertas tareas a subcontratistas. (...) También hay cabida para los revendedores, los intermediarios, etc. Todas estas cadenas de subcontratistas evidentemente dependen en forma directa del capitalismo, pero no constituyen más que un sector particular de la pequeña empresa.”<sup>7</sup>

En los Estados Unidos el capitalismo gerencial se configura cuando las grandes corporaciones formadas desde fines del siglo XIX comienzan a ser dirigidas por equipos gerenciales especializados que sustituyen en la conducción al empresario u organizador. A esto se agrega el mayor control estatal después de la crisis de 1929. Aparece el tema de la separación de la propiedad y el control y, con esto, de las formas en que las empresas son conducidas. La característica financiera es lo que William Lazonick denomina *retener y reinvertir* (*retain and reinvest*).<sup>8</sup>

Frente al poder que acumulaban los directivos de las empresas con respecto a los accionistas, Adolf Berle y Gardiner Means plantean como solución ampliar el poder de todos los grupos que son afectados por la gran corporación, incluyendo a empleados y consumidores. Ven al directivo como un administrador profesional que equilibra los reclamos de los inversionistas, empleados, consumidores y ciudadanos y asigna los beneficios en consecuencia.

“Parece casi esencial, para que el sistema corporativo pueda sobrevivir, que el control de las grandes corporaciones se convierta en una tecnocracia puramente neutral, equilibrando una variedad de reclamos de varios grupos en la comunidad y que asigna a cada uno una parte del flujo de ingresos sobre la base de la política pública en lugar de la codicia privada.”<sup>9</sup>



William Lazonick



Adolf Berle



Gardiner Means

<sup>6</sup> Michael Pirson, Ulrich Steinvorth, Carlos Largacha-Martinez & Claus Dierksmeier (Ed), *From Capitalistic to Humanistic Business*, 2014, pág. 19.

<sup>7</sup> Fernand Braudel, *Civilización material, economía y capitalismo, Vol. 3, El tiempo del mundo*, 1984, pág. 532.

<sup>8</sup> William Lazonick & Mary O'Sullivan, *Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance*, *Economy and Society*, 2000, 29 (1): 13-35.

<sup>9</sup> Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, pág. 356.

La doctrina del gerencialismo (*managerialism*) está prefigurada en la obra de Thorstein Veblen desde principios del siglo XX. En *Teoría de la empresa de negocios*, de 1904,<sup>10</sup> analiza la diferencia entre el capitán de industria y el capitán de empresa, en el contexto del creciente capitalismo financiero.

Considera que el primero, personificado en el ingeniero, tiene un interés racional en el crecimiento; de este modo, está orientado hacia la comunidad y no tiende a restringir artificialmente la producción y el comercio. El capitán de empresa busca obtener una ganancia diferencial, que se origina en un desajuste en el proceso industrial (para Veblen, en la economía moderna, el proceso industrial es un proceso mecánico altamente interrelacionado). “El fin es el beneficio pecuniario y los medios son la perturbación del sistema industrial.” Para el hombre de negocios, “sus ganancias (o sus pérdidas) están relacionadas con la magnitud de las perturbaciones que se producen, más que con la relación que tienen con el bienestar de la comunidad”.

El móvil del beneficio pecuniario es la codicia privada a que se refieren Berle y Means. El administrador, o el “ingeniero” en la teoría económica bastante sofisticada de Veblen, es la figura que Berle y Means presentan como tecnocracia corporativa, neutral frente a los “grupos de la comunidad”.

Las nociones de Berle y Means se difunden en el ámbito de negocios y, por esto, en 1951, un poco antes de que David Durand formulara su enunciado del objetivo del hombre de negocios, Frank Abrams, presidente de Standard Oil of New Jersey (que actualmente es Exxon Mobil), expresa:<sup>11</sup>

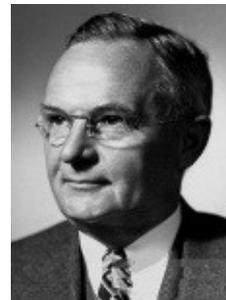
El trabajo de la gerencia es mantener un equilibrio equitativo y funcional entre los reclamos de los diversos grupos de interés directamente afectados, accionistas, empleados, clientes y público en general. Los gerentes de negocios están ganando estatus profesional en parte porque ven en su trabajo las responsabilidades básicas hacia el público que otros profesionales hace mucho tiempo han reconocido que tienen.

En esta declaración acerca de los directivos se expone un enfoque que después se denominará “de *stakeholders*”.

Sin embargo, en la misma época se encuentran enunciados disonantes con esta postura. Por ejemplo, en un artículo publicado en *Fortune Magazine* en 1962 se reproduce un párrafo del manual interno de Indian Head Mills:<sup>12</sup>



Thorstein Veblen



Frank Abrams

<sup>10</sup> Thorstein Veblen, *Theory of Business Enterprise*, 1904. (Una traducción al español se publica en 1965 como *Teoría de la empresa de negocios*.)

<sup>11</sup> Frank Abrams, *Management's responsibilities in a complex world*, Harvard Business Review, 1951, 29 (3): 29-34. Está reproducido en T. Carroll (Ed.), *Business Education for Competence and Responsibility*, 1954.

<sup>12</sup> *The chief shows them how at Indian Head*, Fortune Magazine, May 1962. El párrafo fue reproducido en James M. McTaggart, Peter W. Kontes & Michael C. Mankins, *The Value Imperative: Managing for superior shareholder returns*, 1994, pág. 8. Pueden verse comentarios en Denis Kilroy & Marvin Schneider, *Customer Value, Shareholder Wealth, Community Wellbeing: A roadmap for companies and investors*, 2017, págs. 5-6.

El objetivo de nuestra compañía es aumentar el valor intrínseco de nuestras acciones. No estamos en el negocio para ser más grandes sólo por aumentar el tamaño, ni para ser más diversificados, ni para hacer lo mayor o lo mejor de algo, ni para generar empleos, tener las plantas más modernas, los clientes más felices o liderar el desarrollo de nuevos productos, ni para alcanzar cualquier otra posición que no tenga relación con el uso económico del capital. Cualquiera de estos aspectos, o todos, puede ser, de vez en cuando, un medio para nuestro objetivo; pero los medios y los fines nunca deben confundirse. Estamos en el negocio únicamente para mejorar el valor del capital de los accionistas de la empresa.

Este párrafo ha sido empleado durante los años 1990 como una expresión del objetivo de la empresa centrado en el valor para el accionista (*shareholder value*).

Indian Head Mills tiene sus orígenes en el rubro textil en los años 1820 en los Estados Unidos. Entre 1954 y 1962 adquiere varias firmas con negocios no relacionados. Esta orientación se acentúa en los años 1960: en 1969 tiene negocios de envases de vidrio, metalúrgica y automoción, además de las subsidiarias textiles especializadas, en los Estados Unidos, Canadá y los Países Bajos. Se asocia con una sociedad holding holandesa, Thyssen-Bornemisza Group NV, a principios de los años 1970 y adquiere un fabricante líder de contenedores para transporte. Indian Head es absorbida en 1975 por la firma holandesa y en 1982 se vende la división de textiles a un holding inglés.<sup>13</sup>

## 2.2 Los fines de la organización y los *stakeholders*

La noción enunciada por Frank Abrams como expresión de la tarea gerencial se refina a medida que se desarrolla la teoría de la organización desde los años 1950. Esta teoría considera la organización como “una coalición de individuos, algunos de los cuales están organizados en subcoaliciones”. Es un entramado de acuerdos en los que se especifican los fines perseguidos por la organización. Sin embargo, “tras un acuerdo sobre unos objetivos bastante vagos se esconde un desacuerdo e incertidumbre considerables en cuanto a los subobjetivos”, explican Cyert y March.<sup>14</sup>

A principios de los años 1960 se desarrollan las nociones instrumentales para el análisis de la estrategia de la empresa. Igor Ansoff introduce la denominación de *stakeholders* para referirse a los participantes que juegan un papel en la configuración y el mantenimiento de la coalición. Expresa:<sup>15</sup>

La teoría de *stakeholders* sostiene que los objetivos de la empresa deberían ser derivados de balancear [equilibrar] los reclamos contrapuestos (*conflicting claims*) de los diversos *stakeholders* de la firma: directivos, trabajadores, accionistas, proveedores, vendedores. La empresa tiene una responsabilidad hacia todos ellos y debe configu-



Igor Ansoff

<sup>13</sup> *Indian Head Remembered*, en sitio web fabrics.net.

<sup>14</sup> Richard M. Cyert & James G. March, *A behavioral theory of organizational objectives*, en Mason Haire, *Modern Organization Theory: A symposium of the Foundation for Research on Human Behavior*, 1959, pág. 78. Reproducido en Richard M. Cyert & James G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, 1963 (traducción en español *Teoría de las decisiones económicas en la empresa*, 1965).

<sup>15</sup> H. Igor Ansoff, *Corporate Strategy: An analytic approach to business policy for growth and expansion*, 1965, pág. 34.

rar sus objetivos de modo de dar a cada uno alguna satisfacción. La ganancia es un rendimiento sobre la inversión del accionista y es una de tales satisfacciones, pero no tiene especial predominio en la estructura de objetivos.

Los *stakeholders* son considerados de modo central en el estudio de la sociología del trabajo que se desarrolla en Europa. Eric Rhenman, del Instituto Tavistock de Londres, analiza en 1968 las características y explica su papel en los procesos de cooperación y coordinación:<sup>16</sup> “Los *stakeholders* son los individuos o los grupos que dependen de la organización para la realización de sus propias metas y de quienes la organización depende para su continuidad. Su participación se basa en que reciban ciertos incentivos mínimos y en que hagan una cierta contribución mínima.”

Entonces, tanto en los Estados Unidos como en Europa se observa este enfoque del gobierno societario. Por eso, Klaus Schwab (quien es el impulsor de la Cumbre de Davos, que después, en 1987, se denomina World Economic Forum) señala que describió una noción equiparable a la de *stakeholders* “cuando era un joven académico de negocios que había estudiado en los Estados Unidos y en Europa”.<sup>17</sup> Se refiere a su libro *Moderne Unternehmensführung im Maschinenbau* (Administración moderna de compañías de ingeniería mecánica), publicado en 1971.

Acorde con esto, el manifiesto de la cumbre de Davos, en 1973, expresa:<sup>18</sup>

El propósito de la gestión profesional es servir a los clientes, accionistas, trabajadores y empleados, así como a las comunidades en que actúan, y armonizar los diferentes intereses de los *stakeholders*.

La dirección tiene que atender a sus clientes. Tiene que satisfacer las necesidades de sus clientes y darles el mejor valor. La competencia entre empresas es la forma habitual y aceptada de garantizar que los clientes reciban la mejor opción de valor. El objetivo de la dirección es traducir nuevas ideas y avances tecnológicos en productos y servicios comerciales.

La dirección tiene que servir a sus inversores proporcionando un rendimiento de sus inversiones superior al rendimiento de los bonos del gobierno. Este mayor rendimiento es necesario para integrar una prima de riesgo en los costos de capital. La dirección es el fideicomisario de los accionistas.

La dirección tiene que servir a sus empleados porque en una sociedad libre el liderazgo debe integrar los intereses de quienes son dirigidos. En particular, la dirección debe garantizar la continuidad de los empleados, la mejora de los ingresos reales y la humanización del lugar de trabajo.

La dirección tiene que estar al servicio de la sociedad. Debe asumir el papel de fideicomisario del universo material para las generaciones futuras. Debe utilizar los recursos mate-



Eric Rhenman



Klaus Schwab

<sup>16</sup> Eric Rhenman, *Industrial Democracy and Industrial Management*, 1968, págs. 25-31.

<sup>17</sup> Klaus Schwab, *Stakeholder Capitalism: A global economy that works for progress, people and planet*, 2021, pág. 225.

<sup>18</sup> *Davos Manifesto: A code of ethic for business leaders*, 1973

riales e inmateriales a su disposición de manera óptima. Tiene que ampliar continuamente las fronteras del conocimiento en gestión y tecnología. Tiene que garantizar que su empresa pague los impuestos adecuados a la comunidad para permitir que la comunidad cumpla con sus objetivos. La dirección también tiene que poner su propio conocimiento y experiencia a disposición de la comunidad.

La gerencia puede lograr los objetivos anteriores a través de la entidad económica de la que es responsable. Por esta razón, es importante garantizar la existencia a largo plazo de la empresa. La existencia a largo plazo no puede garantizarse sin una rentabilidad suficiente. Así, la rentabilidad es el medio necesario para que la dirección pueda servir a sus clientes, accionistas, empleados y sociedad.

La noción de coalición y de equilibrio secuencial de lo que buscan los participantes en la organización está en la base de la tarea del directivo. El proceso político de la organización consiste en lograr el compromiso de recursos para un propósito acordado. Esto requiere, como señala Edward Freeman, “resolver los conflictos para que los *stakeholders* no se salgan del trato o, peor aún, utilicen el proceso político [societal] para apropiarse de valor para sí mismos o para regular el valor creado para otros”.<sup>19</sup>

Es decir, la complejidad de la gestión no puede simplificarse en una función de optimización que sea fácilmente enunciable. “Donde hay conflictos, el directivo debe intentar redefinir los intereses, crear algún valor nuevo, de modo que se desarrolle un nuevo espacio en el que todos consideran que ganan. Encontrar la intersección de los intereses de los *stakeholders* es la clave de la gestión.”<sup>20</sup>

Resumiendo, el enunciado de un objetivo financiero del propietario, tal como planteó David Durand, se concibe en esa época como una especificación principalmente técnica, para introducir la perspectiva financiera en la evaluación de las decisiones de la empresa. No se refiere a los objetivos de la empresa ni a los procesos políticos de la coalición. Se suele considerar que es una expresión del objetivo financiero de la empresa. Tiene implícito (o no tanto) que es un objetivo al que debe atender la empresa y como tal entraría en el cuadro de los fines de la organización.

Ese enunciado tiene distintas expresiones según el momento y la referencia. Es habitual que se mencione como maximizar el precio de las acciones (o el valor de mercado del capital). También, en forma más genérica, se expresa como maximizar el valor del capital que los propietarios tienen comprometido en la empresa. Esto supone la perspectiva de transacción de los títulos de capital, sea porque tienen cotización pública o porque son objeto de una transacción privada del control.

---

<sup>19</sup> R. Edward Freeman, Andrew C. Wicks & Bidhan Parmar, *Stakeholder theory and “The corporate objective revisited”*, *Organization Science*, 2004, 15 (3): 364-369.

<sup>20</sup> R. Edward Freeman, *Stakeholder theory: 25 years later*, *Philosophy of Management*, 2009, 8 (3): 97-107.

### 3. Valor para el accionista como base del gobierno societario

#### 3.1 Valor para el accionista y el capitalismo del administrador de fondos

Durante los años 1960 hubo una expansión masiva de las empresas en los Estados Unidos: fue una ola de conglomeraciones que marcó el fin de las décadas de capitalismo gerencial de antiguo estilo. Esta expansión produjo un desempeño económico deficiente en la década de 1970, exacerbado por un ambiente inestable y el aumento de la competencia internacional.

La reacción fue un proceso de adquisiciones durante los años 1980 que reorientó los recursos de las empresas. El argumento es que esa forma de conducir las empresas privaba a los accionistas de la riqueza que les pertenecía. Varias transformaciones institucionales subyacen en este movimiento, como el mercado de bonos de alto rendimiento, la regulación de los fondos de pensiones y las compañías de seguros, el crecimiento de los fondos mutuos.

Desde los años 1970 se desarrolla un enfoque de gobierno societario basado en la noción de agencia. El argumento es que los directivos, si no son restringidos por el mecanismo de mercado, usan de manera oportunista el control que tienen de la asignación de recursos de la empresa. Se explica que el atrincheramiento de los directivos produce el desempeño relativamente pobre de las empresas y que esto se corrige mediante las transacciones de control societario (*corporate control*), que son guiadas por la noción de valor para los accionistas.<sup>21</sup>

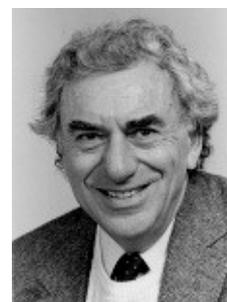
A mediados de los años 1980, Alfred Rappaport expresa los lineamientos para relacionar la estrategia de la empresa con la creación de valor para el accionista.<sup>22</sup> Señala que este sería el nuevo estándar del desempeño de los negocios (*the new standard for business performance*). Esos lineamientos plantean que los *resultados competitivos deseables* a los que apuntan todas las metodologías de dirección estratégica deben también ser resultados positivos para el accionista.

En los años 1990 se difunde el enfoque de la dirección basada en el valor (para los accionistas), *value-based management*, con sus tres pilares: una medida de desempeño relacionada con el valor para los accionistas, un sistema de compensación de directivos congruente con eso y medios funcionales de información a los inversores.

Los nuevos actores de mercado son los inversores institucionales, cuya importancia aumenta por los cambios regulatorios y financieros desde los años 1980. Hyman Minsky denomina a esto el capitalismo del administrador de fondos (*money manager capitalism*). Es la quinta etapa en su noción evolucionaria de la economía: señala que la economía, más que un sistema que tiende al equilibrio es un sistema que cambia en respuesta a factores endógenos y exógenos. En esta evolución un determinante fundamental es la estructura institucional que “facilita, influye, regula y restringe la actividad económica”, siendo las instituciones de



Alfred Rappaport



Hyman Minsky

<sup>21</sup> Stephen Ross, *The economic theory of agency: The principal's problem*, American Economic Review, 1973, 63: 134-139; Michael Jensen & William Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 1976, 3: 305-360.

<sup>22</sup> Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value: The new standard for business performance*, 1986.

crédito y finanzas un aspecto central del desarrollo capitalista, no algo que se agrega sobre una estructura de producción e intercambio.

Esta teoría del desarrollo capitalista impulsado por las finanzas se presenta en algunos artículos publicados desde 1990. Por el papel de los bancos centrales como prestamistas de último recurso, Minsky explica que el sistema financiero se hace más frágil, ya que se promueve la expansión del financiamiento con deuda. En la prosperidad, las empresas ofrecen planes de jubilación a más y más trabajadores, que implican fondos de capital que deben ser administrados. Proliferan las entidades financieras no bancarias y la innovación en los productos bancarios, incluyendo la administración de fondos.

Entonces, una de los principales desarrollos de la posguerra, los fondos de pensión y los fondos de inversión (fondos mutuos, fondos de inversión, etc.), tienen un significativo crecimiento. “Las tenencias de riqueza de los individuos cada vez más toman la forma de participación en fondos en vez de carteras propias de títulos de empresas”.<sup>23</sup>

El objetivo de los administradores de fondos (y el único criterio con el que se los juzga) es la maximización del valor de las inversiones financieras que realizan. Como resultado, los directivos de empresas comienzan a ser cada vez más sensibles a las ganancias de cada período y a la valuación día a día de las acciones de la empresa.

“Durante la larga expansión desde 1982 comienza a ser cada vez más claro que los administradores de fondos (inversores institucionales) son los nuevos rectores de la economía y que esos fondos son la nueva fuente básica de financiamiento.”<sup>24</sup>

El crecimiento de la figura del inversor institucional impulsa la evolución del sistema financiero, ya que implica un conjunto de compradores de todo tipo de títulos innovadores. Esto también impulsa transacciones societarias (divisiones, fusiones, recompra de acciones) ya que los administradores de fondos tienen un fuerte incentivo para apoyar cualquier iniciativa que prometa un aumento rápido del valor de su cartera de inversión.

Minsky explica en 1990: “El capitalismo de los fondos administrados (*managed money capitalism*) es internacional tanto en los inversores como en las inversiones. Esto ha tornado obsoleta la visión de que es el comercio internacional el que determina los movimientos de corto plazo de los tipos de cambio.” (...) “A medida que aumenten los países en los que predomina el *capitalismo de administración de fondos* será más necesaria una división internacional de responsabilidades para mantener las ganancias brutas agregadas.”<sup>25</sup>

Alfred Rappaport, al introducir la edición de su libro en 1998, realiza comentarios que reflejan esta situación:<sup>26</sup>

Es mucho lo que ha sucedido en el vasto campo del valor para el accionista desde la publicación del libro en 1986. La tarea de vigilar a los directivos de aquellas empresas con pobre actuación ha pasado de los tiburones corporativos de los años 1980 a los inver-

---

<sup>23</sup> Hyman Minsky, *Schumpeter and finance*, en Salvatore Biasco, Alessandro Roncaglia & Michele Salvati (Ed), *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini*, 1993.

<sup>24</sup> Charles J. Whalen, *Money manager capitalism*, en Jan Toporowski & Jo Michell (Ed), *Handbook of Critical Issues in Finance*, págs. 254-262, 2012.

<sup>25</sup> Hyman Minsky, *Schumpeter: Finance and evolution*, en Arnold Heertje & Mark Perlman (Ed), *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, págs. 51-74, 1990.

<sup>26</sup> Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value: A guide for managers and investors*, 1998.

sores institucionales dinámicos de los años 1990. Hace doce años se sabía bastante menos sobre el valor para el accionista y existía muchísimo más escepticismo sobre la importancia de su papel en el gobierno societario. Ahora, en directo contraste, los directorios y ejecutivos principales (CEO) asumen de modo casi generalizado la idea de maximizar el valor para los accionistas. Es un concepto que ha llegado a ser políticamente correcto, aunque en la práctica no siempre se lleva a cabo totalmente.

Así como antes de los años 1990 las aplicaciones de valor para el accionista se referían principalmente a la evaluación de los gastos de capital y la valuación de las adquisiciones de empresas, ahora las empresas introducen medidas de valor para el accionista en la planificación y en la evaluación del desempeño de los negocios. Lo que no ha cambiado es el propio modelo fundamental de valor para el accionista. Después de todo, continúa reflejando la forma en que los participantes racionales en una economía de mercado establecen el valor de un activo: considerando el flujo de fondos que es capaz de generar y el riesgo al que está expuesto.

### 3.2 Declaración de Business Roundtable y los principios del gobierno societario

Como reflejo de esta situación, Business Roundtable, BRT (organización formada en 1972 con la unión de tres organizaciones de directivos de empresas)<sup>27</sup> enuncia en 1997 una declaración sobre el gobierno societario (o gobernanza empresaria) totalmente alineada con el criterio del valor para el accionista.<sup>28</sup>



The Business Roundtable desea enfatizar que el principal objetivo de una empresa de negocios es generar rendimiento económico para sus propietarios. Aunque se debate el vínculo entre las formas de gobierno y el desempeño económico, The Business Roundtable cree que las buenas prácticas de gobierno societario proporcionan un marco importante para una respuesta oportuna por parte del directorio de una corporación a situaciones que pueden afectar directamente el valor para los accionistas. La ausencia de un buen gobierno societario, incluso en una corporación que tiene un buen desempeño financiero, puede implicar vulnerabilidad para los accionistas porque la entidad no está en una posición óptima para hacer frente a los desafíos financieros o de gestión que puedan surgir. (...) Una corporación puede tener excelentes estructuras y políticas de gobierno corporativo en el papel, pero si el CEO y los directores no se enfocan en el valor para los accionistas es menos probable que la corporación realice efectivamente ese valor.

La declaración también puntualiza:<sup>29</sup>

El gobierno societario no es un objetivo abstracto, sino que existe para servir a los propósitos corporativos al proporcionar una estructura dentro de la cual los accionistas, los directores y la gerencia pueden perseguir de manera más efectiva los objetivos de la corporación. Ha habido mucho debate en la literatura sobre gobierno societario sobre las partes a las que los directores tienen un deber de lealtad y en cuyo interés se debe administrar la

<sup>27</sup> Las tres organizaciones eran Construction Users Anti-Inflation Roundtable, March Group y Labor Law Study Group.

<sup>28</sup> Business Roundtable, *Statement on Corporate Governance*, September 1997.

<sup>29</sup> Business Roundtable, *Statement on Corporate Governance*, 1997, págs. 2-4.

corporación. Algunos dicen que las corporaciones deben administrarse exclusivamente en interés de los accionistas o, más precisamente, en el interés de sus accionistas presentes y futuros a largo plazo. Otros afirman que los directores también deben tener en cuenta los intereses de otras partes interesadas (*stakeholders*), como empleados, clientes, proveedores, acreedores y la comunidad.

The Business Roundtable no considera que estas dos posiciones estén en conflicto, pero ve la necesidad de aclarar la relación entre estas dos perspectivas. Es de interés a largo plazo para los accionistas que una corporación trate bien a sus empleados, sirva bien a sus clientes, anime a sus proveedores a continuar su relación, honre sus deudas y tenga una reputación de responsabilidad cívica. Por lo tanto, para administrar la corporación en beneficio de los intereses a largo plazo de los accionistas, la gerencia y el directorio deben tener en cuenta los intereses de las demás partes interesadas de la corporación.

En opinión de The Business Roundtable, el deber primordial de la gerencia y el directorio es para con los accionistas de la empresa. Los intereses de otros grupos de interés son relevantes como un derivado del deber para con los accionistas. La noción de que el directorio debe equilibrar de alguna manera los intereses de los accionistas con los intereses de otras partes interesadas malinterpreta fundamentalmente el papel de los directores. Es, además, una noción inviable porque dejaría al directorio sin un criterio para resolver conflictos entre los intereses de los accionistas y de otros *stakeholders* o entre diferentes grupos de *stakeholders*.

Este enfoque del gobierno societario también se encuentra en los *Principios de gobierno societario* que expresa la OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development, Organización para la cooperación y el desarrollo económico) en 1999. “El directorio es responsable principalmente del seguimiento del desempeño directivo y de lograr un adecuado rendimiento para los accionistas”.<sup>30</sup> Y, con respecto a todos los participantes, se expresa:

Un aspecto clave del gobierno societario tiene que ver con asegurar el flujo de capital externo a las empresas. El gobierno societario también se preocupa por encontrar formas de alentar a las diversas partes interesadas (*stakeholders*) de la empresa a asumir niveles socialmente eficientes de inversión en capital físico y humano específico de la empresa. La competitividad y el éxito final de una corporación es el resultado del trabajo en equipo que incorpora las contribuciones de una variedad de diferentes proveedores de recursos, incluidos inversores, empleados, acreedores y proveedores. Las corporaciones deben reconocer que las contribuciones de las partes interesadas constituyen un recurso valioso para construir empresas competitivas y rentables. Por lo tanto, es de interés a largo plazo para las empresas fomentar la cooperación creadora de riqueza entre las partes interesadas. El marco de gobierno debe reconocer que los intereses de la corporación se sirven reconociendo los intereses de las partes interesadas y su contribución al éxito a largo plazo de la corporación.

Puede observarse que los enunciados, a diferencia de la declaración de BRT, están cuidadosamente matizados para reconocer el papel de los otros *stakeholders*, además de los propietarios.

Tal enfoque se mantiene en la versión publicada en 2004, que expresa:<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> OECD *Principles of Corporate Governance*, 1999, pág. 40.

<sup>31</sup> OECD *Principles of Corporate Governance*, 2004, pág. 3.

Las empresas comprenden cómo el buen gobierno societario contribuye a su competitividad. Los inversores, especialmente las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones que actúan como fiduciarios, se dan cuenta de que tienen un papel que desempeñar para garantizar las buenas prácticas de gobierno societario, apuntalando así el valor de sus inversiones. En las economías actuales, el interés en el gobierno societario va más allá del de los accionistas en el desempeño de las empresas individuales. Dado que las empresas desempeñan un papel fundamental en nuestras economías y dependemos cada vez más de las instituciones del sector privado para administrar los ahorros personales y asegurar los ingresos de jubilación, una buena gobernanza empresarial es importante para segmentos amplios y en crecimiento de la población.

Durante los años 1990 se explicita cada vez más la diferencia entre esta perspectiva de valor para el propietario como finalidad de la empresa y la perspectiva de valor para todos los *stakeholders*. Los argumentos giran en torno a la respuesta que se da a la pregunta ¿en interés de quién se maneja la empresa?

## 4. La perspectiva de *stakeholders* de la creación de valor

### 4.1 La teoría de *stakeholders* de la dirección estratégica

R. Edward Freeman, en 1984, coloca el enfoque de *stakeholders* en el centro de la dirección estratégica de la empresa. Define a un *stakeholder* (*interesado* o *participante*) de una empresa como “cualquier grupo o individuo que puede afectar, o puede ser afectado por, la consecución del propósito de la empresa”.<sup>32</sup> Los cinco tipos principales de interesados (*core stakeholders*) son: propietarios, empleados, proveedores, clientes y las comunidades relevantes para la empresa.

Freeman, sin embargo, se refiere a un amplio espectro de interesados: menciona también los gobiernos, los competidores, las organizaciones de consumidores, las organizaciones ambientalistas, los medios.<sup>33</sup>

Enfatiza la importancia de considerar de modo conjunto, en el enfoque gerencial, la perspectiva de los *participantes más importantes* (*core stakeholders*), a fin de generar un desempeño sobresaliente de la empresa, tanto en términos de su propósito como de las medidas del mercado financiero. Y considera que una responsabilidad directiva es identificar el tipo de relaciones que es necesario crear o articular con estos participantes para alcanzar el propósito de la empresa.

De acuerdo con esto, el análisis de los interesados (*stakeholder analysis*) apunta a identificar interacciones, mejorar las decisiones y predecir conflictos. Con esto se identifican los



Edward Freeman

<sup>32</sup> R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, 1984, pág. 25.

<sup>33</sup> Yves Fassin distingue los tipos de interés (*stake*) que reconoce el enfoque considerando tres categorías: “los participantes internos y los *stakeholders* que tienen un interés real en la empresa, los grupos de presión que influyen en la firma [a los que denomina *stakeholders*] y los reguladores que imponen un control externo sobre la empresa [denominados *stakekeepers*]”. Yves Fassin, *The stakeholder model refined*, *Journal of Business Ethics*, 2009, 84:113-135.

principales actores e intereses. Además de este planteo instrumental, la teoría de interesados (*stakeholder theory*) se plantea con “el supuesto de que los valores son necesaria y explícitamente una parte de hacer negocios”, es decir, que ética y economía no pueden separarse neta y claramente.<sup>34</sup>

“El valor económico es creado por personas que voluntariamente están juntas y cooperan para mejorar las circunstancias de cada uno. Los directivos deben desarrollar relaciones, inspirar a los participantes y crear comunidades en las que cada uno se esfuerza por hacer lo mejor que puede para que la empresa entregue el valor que promete.”<sup>35</sup> “Las ganancias son una característica importante de la actividad de la empresa, pero la preocupación por la ganancia no es el impulsor del proceso de creación de valor; más bien, la ganancia es el resultado de este proceso.”

Este enfoque, que Freeman califica como pragmático, es una expresión de las nociones organizativas de coalición de intereses y compromisos de recursos, una manera de resolver los conflictos influyendo en la forma en que los participantes consideran sus valores. La dirección de la empresa equilibra estos intereses de manera secuencial: es una concepción congruente con el capitalismo gerencial al que se refiere Alfred Chandler.

Freeman puntualiza que el enfoque de *stakeholders* incluye nítidamente a los propietarios como interesados: “Si bien la teoría de *stakeholders* puede ser muchas cosas para muchas personas, de esto no se sigue que podamos caracterizarla como ‘cualquier cosa que no esté orientada al accionista’ (*everything nonshareholder oriented*)”. “Es importante recordar que los accionistas son interesados (*stakeholders*). Dividir el mundo en ‘asuntos del accionista’ (*shareholder*) y ‘asuntos del interesado’ (*stakeholder*) es algo así como el equivalente lógico de oponer ‘manzana’ con ‘fruta’. Los accionistas son interesados y de ningún modo podemos tratar de oponer a ambos, a menos que tengamos una agenda ideológica para la cual sea útil hacer esto.”<sup>36</sup>

“La teoría de *stakeholders* no significa que los representantes de todos los *stakeholders* deban formar parte de los directorios. (...) Implica que los intereses de todos estos grupos son conjuntos y que, para crear valor, uno debe centrarse en cómo se crea valor para todos y cada uno de los interesados. La forma en que se crea valor para los *stakeholders* es simplemente la forma en que cada una se ve afectada por las acciones de los demás y de los gerentes.”<sup>37</sup>

“Una de las ideas críticas de la teoría de *stakeholders* es que los intereses de los *stakeholders* son siempre conjuntos, al menos parcialmente. A veces, estos intereses entran en conflic-

---

<sup>34</sup> R. Edward Freeman, *The politics of stakeholder theory*, *Business Ethics Quarterly*, 1994, 4 (4): 409-421.

<sup>35</sup> La creación de valor es una expresión relacionada con el bienestar que tiene poca precisión teórica y empírica. Duane Windsor hace una revisión de las diferentes nociones y medidas que se han relacionado con la creación de valor, considerando el excedente del productor y de los *stakeholders*. Duane Windsor, *Value creation theory: Literature review and theory assessment*, en David M. Wasieleski & James Weber (Ed), *Stakeholder Management*, 2017, págs. 75-100.

<sup>36</sup> R. Edward Freeman, Andrew C. Wicks & Bidhan Parmar, *Stakeholder theory and “The corporate objective revisited”*, *Organization Science*, 2004, 15 (3), pág. 365.

<sup>37</sup> R. Edward Freeman, Andrew C. Wicks & Bidhan Parmar, *Stakeholder theory as a basis for capitalism*, en Lorenzo Sacconi, Margaret Blair, R. Edward Freeman & Alessandro Vercelli (Ed), *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The contribution of economic theory and related disciplines*, 2011, pág. 55.

to; pero ese conflicto puede ser utilizado por el directivo o el empresario para redefinir intereses de modo que pueda crear valor. Al centrarnos en la unión de los intereses de los *stakeholders* con frecuencia podemos evitar compensaciones o balances (*tradeoff*) complicados que destruyen valor.”<sup>38</sup>

Algunos desarrollos teóricos entre fines de los años 1980 y principios de los años 1990 relacionan la teoría de *stakeholders* con los elementos que influyen en la valuación y con la teoría de agencia, empleando las nociones de la teoría de dependencia de recursos (*resource dependence*)<sup>39</sup>.

Cornell & Shapiro introducen la noción de derechos implícitos (*implicit claims*) en las relaciones con los *stakeholders* principales (clientes, empleados, proveedores, financiadores), además de los derechos explícitos contractuales. Explican que el efecto en el valor surge de la diferencia entre los ingresos por esos derechos implícitos y el costo de atenderlos en el futuro.<sup>40</sup>

Hill & Jones amplían la teoría de agencia para integrar los diferenciales de poder entre los directivos y los *stakeholders*.<sup>41</sup> En esta teoría de la firma los mercados son eficientes pero tienen desequilibrios de corto plazo, producidos por cambios endógenos y exógenos, que implican diferencias temporarias de poder. Esto permite explicar las estrategias como modos de explotar y mantener estas diferencias. También se integran las formas de incentivos y los mecanismos institucionales que se desarrollan para reducir esos desequilibrios y diferencias de poder.

## 4.2 El espacio de discrecionalidad de los directivos

El enfoque de *stakeholders* para la dirección estratégica puede considerarse la enunciación de la doctrina que sustenta el capitalismo gerencial.

La determinación del espacio relevante de equilibrio o compensación entre *stakeholders* queda en la discrecionalidad de la dirección de la empresa (lo cual incluye a los propietarios que también dirigen la empresa).

Esa discrecionalidad es muy grande. *Stakeholders* son quienes se ven afectados, directa o indirectamente, por las decisiones de la empresa. Delinear el conjunto de *stakeholders* relevantes es difícil, no digamos en general sino en cada empresa o situación.

En la decisión de trasladar una planta de producción, además de los efectos negativos en los empleados actuales y la comunidad en la que se encuentra, ¿deben tenerse en cuenta los efectos positivos en los nuevos empleados y la nueva comunidad? ¿es distinta la respuesta si

---

<sup>38</sup> R. Edward Freeman, *Stakeholder theory: 25 years later*, *Philosophy of Management*, 2009, 8 (3), pág. 104.

<sup>39</sup> Bradford Cornell & Alan C. Shapiro, *Corporate stakeholders and corporate finance*, *Financial Management*, 1987, 16 (1): 5-14.

<sup>40</sup> Jeffrey Pfeffer & Gerald R. Salancik, *The External Control of Organizations: A resource dependence perspective*, 1978.

<sup>41</sup> Charles W. L. Hill & Thomas M. Jones, *Stakeholder-agency theory*, *Journal of Management Studies*, 1992, 29 (2): 131-154.

la nueva ubicación es en otro país? Considerando el aspecto temporal, ¿son *stakeholders* relevantes no sólo los actualmente relacionados con la empresa sino también los futuros?

En el caso de un plan de expansión, que implica aumentar el personal de la empresa, ¿deberían balancearse los efectos negativos sobre los empleados y los proveedores de un competidor que se vería afectado por este plan? (ya que estos pueden considerarse efectos en las comunidades relacionadas con la empresa).

En fin, puesto que los efectos de una decisión se expanden en el espacio y el tiempo, ¿cuáles son los impactos en comunidades y en el ambiente que deben balancearse con el resto de los efectos de las decisiones de la empresa?

En un estudio sobre los efectos de la declaración de BRT, Lucian Bebchuk y Roberto Tallarita concluyen:<sup>42</sup> “Quienes propician el enfoque de *stakeholders* [a quienes denominan *stakeholderists*, que puede expresarse con el neologismo *interesadistas*] han evitado en gran medida ofrecer respuestas a preguntas de este tipo y tampoco presentan una metodología para llegar a esas respuestas. En cambio, tratan estas cuestiones asignándolas a quienes conducen la empresa, para que las resuelvan según su criterio.”

El papel central de la dirección de la empresa en este proceso es prácticamente la esencia de la teoría de *stakeholders*, como enfoque pragmático de la dirección. La determinación de los *stakeholders* relevantes no puede hacerse en general, pero en cada empresa, en cada decisión, los directivos podrán identificar cuáles son los intereses a considerar. Estos resultan de algunas características, que han sido tipificadas como poder, legitimación y urgencia.<sup>43</sup> También se plantea la necesidad de abarcar el sistema de trabajo de *stakeholder* (*stakeholder work*), en el cual la identificación es una etapa (seguida de entendimiento, priorización y compromiso).<sup>44</sup>

“La esencia de la corporación son los reclamos competitivos que hacen de ella los diversos *stakeholders*. Es un hecho de la vida empresarial que diferentes *stakeholders* tienen expectativas diferentes y a menudo contradictorias. De hecho, se puede decir que la propia empresa es un invento que permite descubrir, sacar a la superficie y resolver dicho conflicto, porque es necesario descubrir las reclamaciones en conflicto y ejecutar los métodos de resolución. Este conflicto inherente es una característica no solo de la gran corporación ya establecida sino también del acto mismo de creación de la empresa de negocios. El espíritu empresarial implica la producción conjunta en la que se deben reunir varias partes interesadas diferentes para crear el nuevo producto o servicio.”<sup>45</sup>

---

<sup>42</sup> Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The illusory promise of stakeholder governance*, Cornell Law Review, 2020, 106, pág. 119.

<sup>43</sup> Ronald K. Mitchell, Bradley R. Agle & Donna J. Wood, *Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts*, Academy of Management Review, 1997, 22 (4): 853-886.

<sup>44</sup> Ronald K. Mitchell & Jae Hwan Lee, *Stakeholder identification and its importance in the value creating system of stakeholder work*, en Jeffrey S. Harrison, Jay B. Barney, R. Edward Freeman & Robert A. Phillips (Ed), *The Cambridge Handbook of Stakeholder Theory*, 2019, págs. 53-73.

<sup>45</sup> Sankaran Venkataraman, *Stakeholder equilibration and the entrepreneurial process*, en R. Edward Freeman & Sankaran Venkataraman (Ed), *Ethics and Entrepreneurship*, The Ruffin Series of the Society for Business Ethics, Vol. 3, 2002, pág. 48.

Las respuestas cuya ausencia destacan Bebchuk y Tallarita puede encontrarse en una integración del impacto (dicho de otro modo, la sostenibilidad) en el modelo de empresa, de modo que la maximización de la ganancia (o del valor) incluya los efectos (beneficios y costos) para la sociedad y el medio ambiente. Esto implica alejarse del enfoque de *stakeholders* como perspectiva de la dirección estratégica y adoptar una perspectiva de impacto social. En este caso, la noción de *stakeholders* se hace más abarcadora, pero también más ambigua.

### 4.3 La teoría ampliada de *stakeholders*

Michael Jensen argumenta que el vínculo entre la maximización del valor para los accionistas y la teoría de *stakeholders* es lo que denomina *maximización ampliada de valor (enlightened value maximization)*.<sup>46</sup> Esta incluye buena parte de la estructura de la teoría de *stakeholders*, manteniendo el valor a largo plazo de la empresa como criterio en el balance de intereses que se requiere para la viabilidad de la organización.

“La teoría ampliada de los interesados (*enlightened stakeholder theory*) enfoca la atención en las demandas de todos los componentes importantes de la empresa, pero especifica como objetivo de la empresa la maximización de valor en el largo plazo. De este modo resuelve los problemas que aparecen a partir de los múltiples objetivos que tiene la teoría tradicional de los interesados y proporciona a los directivos un modo claro de pensar acerca del tipo de balances que se requieren (*tradeoffs among corporate stakeholders*).”<sup>47</sup>



Michael Jensen

Jensen también señala: “Se puede argumentar que el interés propio de los directivos los llevará a preferir la teoría de *stakeholders* porque esto aumenta su poder y significa que no pueden ser hechos responsables por sus acciones (en el sentido de que deban rendir cuentas). Y también que el interés propio de los grupos especiales de *stakeholders* que desean adquirir legitimación en los círculos del gobierno empresario para aumentar su influencia en la asignación de los recursos de la empresa los llevará a abogar por el uso de la teoría de *stakeholders* por parte de los directivos.”

De ahí la importancia del objetivo de maximización de valor, que funciona como un circuito de rendición de cuentas (*accountability*) en ese balance (*trade off*) que efectivamente se hace de los intereses predominantes en cada situación.

<sup>46</sup> Algunos emplean en español la expresión literal equivalente a *enlightened*, refiriéndose a una teoría *ilustrada* de los interesados y una maximización *ilustrada* del valor (considerando *ilustrado* no en el sentido de que tenga figuras sino de que es inteligente). Esa palabra puede tener la connotación del *despotismo ilustrado*, expresión con la que se caracterizó a las monarquías que procuraban para sí la figura de una aplicación *ilustrada* del poder, siguiendo algunos de los principios enunciados por los pensadores de la Ilustración, especialmente referidos a cuestiones sociales. Parece prudente no evocar con la denominación de la teoría de *stakeholders* este tipo de conducción bastante paternalista, porque actualmente la imagen de esa forma de conducción no es muy buena. Además, es mejor evitar tal denominación porque, en un cierto sentido, la figura del despotismo ilustrado se parece demasiado a lo que subyace en la teoría de *stakeholders*.

<sup>47</sup> Michael Jensen, *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, 14 (3), pág. 9.

En la empresa ese balance funciona como restricciones para el objetivo de maximización del valor para los accionistas (ya que en todo problema de optimización las restricciones son un componente esencial). Pero es una optimización compleja que requiere considerar las interacciones; es decir, es estratégica en un sentido estricto.

Cabe señalar que la optimización se realiza en condiciones de incertidumbre y, por esto, la dirección de la empresa tiene un espacio bastante amplio de discrecionalidad para argumentar acerca de los efectos de las decisiones en el valor para los accionistas.

Loderer *et al* estudian las declaraciones de objetivos de 1.284 sociedades en 23 países desarrollados. Observan que 45% incluyen en su declaración básica el compromiso con los accionistas (otro 20% se refiere a la rentabilidad como objetivo); y que estas empresas tienen un mejor desempeño (considerando medidas basadas en el mercado de acciones y en rendimiento contable). “La causalidad parece ir de las intenciones al desempeño.” “Esto no necesariamente significa que los directivos sin un compromiso declarado de valor para el accionista actúen según otros objetivos, sino que aquellos en los que el compromiso aparece se desempeñan mejor.”<sup>48</sup>

Jensen busca explicitar el modo en que funciona el proceso de decisiones estratégicas. Este proceso, en la teoría de las organizaciones como coaliciones, se plantea de modo integrado con la perspectiva de los interesados o *stakeholders*. Tal perspectiva es la que hace viable y gobernable la organización. En esta explicitación rescata el valor para los accionistas como aspecto final.

Este papel del valor para los accionistas, por lo que se indicó en la sección 3, caracteriza la etapa del capitalismo del administrador de fondos, en la que se coloca la perspectiva financiera de un modo central en el proceso de decisión. Esa perspectiva considera los efectos de agencia como un elemento constitutivo.

En el análisis económico, la noción de agencia considera que las personas tienden a comportamientos oportunistas mientras buscan su interés propio. Tal característica se considera en la conducta de todos los integrantes de la organización. Jensen & Meckling, al considerar distintos “modelos de conducta”, enuncian un modelo de comportamiento ingenioso, evaluador y maximizador (*resourceful, evaluative, maximizing model*, REMM).<sup>49</sup> Esto es lo que también se denomina interés propio ampliado.

Freeman no acepta la generalización de este enfoque de la conducta como base de la teoría de la organización. Al explicar lo que denomina principio de responsabilidad (“la mayoría de las personas, la mayor parte del tiempo, quieren y aceptan la responsabilidad de los efectos de sus acciones en los demás”) señala:<sup>50</sup>

Una respuesta al principio de responsabilidad es que algunas personas, de hecho, no quieren ser responsables o éticos. Simplemente quieren salirse con la suya tanto como sea po-

---

<sup>48</sup> Claudio Loderer, Lukas Roth, Urs Waelchli & Petra Joerg, *Shareholder value: Principles, declarations, and actions*, Financial Management, 2010, 39 (1), pág. 29.

<sup>49</sup> Michael C. Jensen & William H. Meckling, *The nature of man*, Journal of Applied Corporate Finance, 1994, 7 (2), pág. 5.

<sup>50</sup> R. Edward Freeman, Andrew C. Wicks & Bidhan Parmar, *Stakeholder theory as a basis for capitalism*, en Lorenzo Sacconi, Margaret Blair, R. Edward Freeman & Alessandro Vercelli (Ed), *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The contribution of economic theory and related disciplines*, 2011, págs. 54-55.

sible a expensas de los demás. La gente a veces actúa “de manera oportunista y con astucia”. Si bien hay algo de verdad en este punto de vista, la cuestión está en desde dónde se parte. Si se empieza por el principio de responsabilidad aún hay que lidiar con el problema del oportunismo. Pero esto no se convierte en una consideración fundamental para definir el diseño organizacional. Si se comienza con el oportunismo es probable que se dejen de lado ideas importantes como la dignidad humana, los esfuerzos cooperativos, el espíritu creativo. Pensamos que todos estos elementos son las piedras angulares del capitalismo.

Es interesante mencionar que el periodista de investigación Duff McDonald realiza una fuerte crítica a la perspectiva del valor para los accionistas tal como fue insertada en la formación gerencial desde los años 1980.<sup>51</sup> El ataque se dirige en especial a Michael Jensen. McDonald asocia su incorporación en Harvard Business School con el cambio de énfasis en la formación de las elites de negocios que quiso hacer la institución, al pasar del enfoque gerencial al predominantemente financiero.<sup>52</sup>

### 4.3 Coincidencias y condiciones

Las teorías que reflejan el capitalismo gerencial (*stakeholder theory*) y el capitalismo del administrador de fondos (*shareholder value theory*) tienen, sin embargo, puntos de conexión. Así lo señala Edward Freeman cuando evalúa que los enunciados de Milton Friedman y Michael Jensen (los principales exponentes del enfoque del accionista en la teorización económica) pueden considerarse compatibles con una perspectiva de *stakeholders*.<sup>53</sup>

“Si interpretamos la teoría de *stakeholders* como una teoría sobre cómo se crea el valor, tenemos poca diferencia con economistas como Friedman y Jensen.” “Estamos de acuerdo con Friedman en que los negocios y el capitalismo no es un asunto de responsabilidad social. La teoría de *stakeholders* se refiere a negocios y creación de valor: es gerencial.”<sup>54</sup>



Edward Freeman

<sup>51</sup> Duff McDonald, *The Golden Passport: Harvard Business School, the limits of capitalism, and the moral failure of the MBA elite*, 2017.

<sup>52</sup> Puede verse el capítulo 42 de *The Golden Passport*, titulado *El asesinato del gerencialismo (The murder of managerialism)*. A partir de allí McDonald describe los efectos del cambio de énfasis, con el predominio de la perspectiva del administrador de fondos en vez de la perspectiva gerencial en la determinación del rumbo de una empresa.

<sup>53</sup> R. Edward Freeman, Andrew C. Wicks & Bidhan Parmar, *Stakeholder theory as a basis for capitalism*, en Lorenzo Sacconi, Margaret Blair, R. Edward Freeman & Alessandro Vercelli (Ed), *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The contribution of economic theory and related disciplines*, 2011, págs. 56-59.

<sup>54</sup> Freeman desarrolla el punto de esta coincidencia en su intervención en *Dialogue: Toward superior stakeholder theory*, realizado en la reunión anual de 2007 de Academy of Management. En este diálogo, Donna Wood, R. Edward Freeman, Michael Jensen, Thomas Donaldson y Ronald Mitchell expresan sus puntos de vista sobre el tema. El texto fue publicado en *Business Ethics Quarterly*, 2008, 18

Se observa en este acuerdo una comprensión cabal del sentido que Friedman dio a su afirmación “la responsabilidad social de las empresas es aumentar sus ganancias”,<sup>55</sup> explicando los supuestos con los cuales es correcta. Y en ausencia de los cuales hay motivos para alejarse del criterio de valor para el accionista.

Friedman de ningún modo afirmó, por ejemplo, que las empresas deben maximizar las ganancias aumentando los precios de los clientes, pagando mal a los trabajadores y contaminando el medio ambiente. Por el contrario, señala que el único modo de aumentar las ganancias (al menos a largo plazo) es tratar seriamente a los *stakeholders*. “Bien puede ser de interés a largo plazo para una empresa que es un empleador importante en una comunidad pequeña dedicar recursos a brindar servicios a esa comunidad o mejorar su gobierno. Eso puede facilitar la atracción de empleados deseables.”

Alex Edmans señala que la afirmación tiene tres supuestos importantes:<sup>56</sup>

- 1) *Una empresa no tiene una ventaja comparativa en la realización de acciones socialmente responsables* (un peso gastado en una iniciativa social crea el mismo valor que un peso gastado por cualquier otra persona). Con esto se “reconoce que los individuos tienen responsabilidades sociales más allá de las ganancias y la responsabilidad social de las empresas es aumentar las ganancias porque al hacerlo, los individuos (inversionistas, empleados y clientes) tienen la máxima flexibilidad para elegir qué responsabilidades sociales desean cumplir. No es prerrogativa de los directivos quitarles esta decisión y apoyar su propia causa social favorita.” Esto significa que la responsabilidad social de la empresa no es filantropía empresarial. La inversión en temas sociales sólo es responsabilidad de la empresa si con ella pueden generar más valor que otros.
- 2) *Los gobiernos funcionan bien, es decir, establecen adecuadamente las reglas de juego*. Esto se refiere a una imposición adecuada y políticas públicas relacionadas con temas sociales y ambientales que son efectivas. “Algunos votantes quieren salarios mínimos altos e impuestos al carbono; otros no. Los políticos establecen las regulaciones al nivel que mejor representa las preferencias agregadas del electorado, o de lo contrario pueden ser rechazados. Por el contrario, un directivo que se orienta a causas sociales (...) puede estar siguiendo sus propias preferencias, no las de los accionistas o la sociedad.” Sólo si la regulación es imperfecta aparece alguna responsabilidad de las empresas por temas sociales o ambientales (cuando hay buenos argumentos para afirmar que el gobierno no atiende correctamente algunas prioridades en esos aspectos).
- 3) *Las ganancias se pueden estimar con algún grado de precisión* (no hay incertidumbre plena). En las inversiones con resultados muy inciertas, el criterio de ganancia o valor “lleva a no realizar algunas inversiones en los *stakeholders*, lo que finalmente reduce el valor para los accionistas. El enfoque de maximizar las ganancias puede llevar a que las empresas no lo hagan.” Cuando hay un criterio explícito de valor para los *stakeholders*, realizará algunas inversiones por razones intrínsecas, no con la justificación de la ganancia o el valor para el accionista. “Una empresa puede construir un gimnasio para los empleados simplemente porque se preo-

---

(2): 153-190. Una traducción al español se publica en AURKILAN Special Issue on Business Ethics Quarterly, 2009, 1: 91-136.

<sup>55</sup> Milton Friedman, *The social responsibility of business is to increase its profits*, The New York Times Magazine, September 13, 1970.

<sup>56</sup> Alex Edmans, *What stakeholder capitalism can learn from Milton Friedman*, Promarket, Stigler Center Chicago Booth School of Business, September 10, 2020 (<https://promarket.org/2020/09/10/what-stakeholder-capitalism-can-learn-from-milton-friedman/>).

cupa por su salud. Al hacerlo, probablemente reclutará, retendrá y motivará a trabajadores mejores, aumentando las ganancias como un subproducto, incluso si este aumento no se pudo cuantificar desde el principio.” El argumento de valor se referirá, entonces, al valor para *stakeholders*: que un peso invertido en un tipo de *stakeholder* debería generar más de un peso para ese *stakeholder*.

Freeman *et al*, finalmente, también destacan la afirmación de Jensen de que “podemos aprender de la teoría de *stakeholders* el modo de enseñar a los gerentes y a los participantes de una organización a pensar de manera más general y creativa sobre cómo las políticas de la organización tratan a todos los componentes importantes de la empresa. Esto incluye no solo los mercados financieros, sino también los empleados, los clientes, los proveedores, la comunidad en la que existe la organización, etc.”.

## 5. De propósitos y conductas

### 5.1 La expresión del propósito de la empresa

*Visión y misión.* A principios de los años 1980 comienzan a practicarse dos tipos de enunciados en las empresas: la *visión* (qué quiere ser)<sup>57</sup> y la *misión* (qué va a hacer). Esta última se relaciona con la definición de estrategias comerciales y con orientar los modos de funcionamiento de la organización, apuntando a la obtención de una ventaja competitiva.<sup>58</sup>

Lundberg en 1984 señala que, “si bien todos están de acuerdo que son necesarias, las declaraciones de misión no existen en muchas organizaciones y en otras son inadecuadas”.<sup>59</sup> Ese acuerdo se refiere a que la declaración de misión tiene efectos positivos en el desempeño, por la mayor motivación del personal y los directivos para lograr un propósito común, con lo que se logra un uso más enfocado de los recursos de la empresa.<sup>60</sup>

Desde entonces, académicos y consultores desarrollan modelos para las declaraciones de misión, señalando los componentes de una declaración completa: la identificación de los clientes y mercados a los que apunta la empresa, los principales productos y servicios, los mercados geográficos, las tecnologías más importantes, el compromiso con la supervivencia, el crecimiento y la rentabilidad, la especificación de los elementos claves de la filosofía de la empresa y su autoconcepto, y la imagen pública que desea tener.<sup>61</sup>

---

<sup>57</sup> James C. Collins & Jerry I. Porras, *Building your company's vision*, Harvard Business Review, 1996, 74 (5): 65-77.

<sup>58</sup> Puede verse Inés Alegre, Jasmina Berbegal-Mirabent, Adrián Guerrero & Marta Mas-Machuca, *The real mission of the mission statement: A systematic review of the literature*, Journal of Management & Organization, 2018, 24 (4): 456-473.

<sup>59</sup> Craig C. Lundberg, *Zero-in: A technique for formulating better mission statements*. Business Horizons, 1984, 27 (5): 30-33.

<sup>60</sup> Jerome H. Want, *Corporate mission: The intangible contributor to performance*, Management Review, 1986, 75: 46-50.

<sup>61</sup> John A. Pearce II & Fred David, *Corporate mission statements: The bottom line*. Academy of Management Executive, 1987, 1 (2): 109-116.

*Propósito.* El énfasis en el enunciado de visión y misión no significa que hasta esa época las empresas no definieran su propósito. En primer lugar, porque es un elemento constitutivo en términos legales, generalmente expresado como el objeto de la sociedad. Esto es así aunque esa expresión no resulte satisfactoria para algunos o bien que sea insuficiente como medio de orientación estratégica (de ahí que se expande en los contenidos de la misión).<sup>62</sup>

Y, en segundo lugar, porque el funcionamiento de la organización determina lo que es realmente su propósito, más allá de las declaraciones. En la que fue una de sus últimas exposiciones públicas, el experto en cibernética y sistemas sociales Stafford Beer expresó:<sup>63</sup> “En la cibernética, el propósito de un sistema es lo que hace. Esto es un punto de partida, un hecho nítido para comprender el sistema que es mejor que las atribuciones o las declaraciones de buenas intenciones, los prejuicios acerca de las expectativas, los juicios morales o la simple ignorancia de las circunstancias.”



Stafford Beer

Desde hace algunos años se ha enfatizado un sentido especial del *propósito* de la empresa como su razón de ser: una asunción de su responsabilidad ante la sociedad. En este sentido, no es sólo una base para su actuación ante sus mercados o sus principales *stakeholders* (clientes, empleados, proveedores), como suelen ser las expresiones de *misión*. Se considera, entonces, que el propósito debería referirse a la actuación económica, ambiental y social. Y es casi un requisito que incluya la mención de la sostenibilidad, pieza central de la retórica empresarial actual.

El propósito empresarial (*corporate purpose*) es la razón fundamental de ser de una empresa que va más allá de las ganancias. Describe por qué existe una empresa y el impacto que quiere tener. El propósito empresarial concilia las ganancias con las necesidades del planeta y las personas, permitiendo que las empresas sean el vehículo más poderoso para generar cambios sociales.

El propósito empresarial no es la visión ni la misión de la empresa. En cambio, representa una transformación organizacional que ayuda a trascender las fallas del capitalismo, apoya a las empresas en la transición hacia economías sostenibles y en la operacionalización de los objetivos de desarrollo sostenible (ODS, *sustainable development goals* SDG) en el sector privado. La noción de propósito empresarial involucra los mecanismos mediante los cuales las empresas pueden contribuir a la sociedad y, más específicamente, a los ODS.<sup>64</sup>

El propósito se suele diferenciar de la noción común de objetivo (u objetivos) de la empresa. Un objetivo es a lo que se quiere llegar, para orientar las decisiones que apuntan a su concreción. El propósito, entendido como se ha descrito, se dice que comprende también

<sup>62</sup> Puede verse una perspectiva histórica del propósito empresarial en Elizabeth Pollman, *The history and revival of the corporate purpose clause*, Texas Law Review, 2021, 99: 1423-1452.

<sup>63</sup> Conferencia dictada en Valladolid (España) en octubre de 2001, al recibir el honor de Doctor Honoris Causa. Stafford Beer, *What is cybernetics?*, Kybernetes, 2002, 31 (2), pág. 218.

<sup>64</sup> Dayana Jimenez, Isabel B. Franco & Tahlia Smith, *A review of Corporate Purpose: An approach to actioning the Sustainable Development Goals (SDGs)*, Sustainability, 2021, 13, 3899, pág. 2.

el cómo se obtiene lo que se busca, una característica que define a la empresa (por qué y para qué existe) y específicamente su cultura.

El propósito se considera un elemento de expresión y comunicación. Quizá por eso se ha popularizado el enunciado de Richard Leider que señala que el propósito es la razón de ser, “no lo que haces sino lo que eres” (*not what you do, but who you are*).<sup>65</sup> Esta distinción es expresada en 1994 con la connotación de responsabilidad: “El propósito es la declaración de una respuesta moral de la empresa a sus responsabilidades ampliamente definidas, no un plan amoral para explotar oportunidades comerciales”.<sup>66</sup>

Según esto, puede decirse que el propósito es “alcanzar correctamente el fin propuesto”: sería, entonces, una *visión* recargada.

*Propósito integrado.* Se observa que el énfasis en la declaración “de lo que se es” puede ocultar que a veces “lo que se hace” es contrario a lo que se dice, que es justamente lo que previene la afirmación de Stafford Beer.

En este sentido, Colin Mayer señala que “por muy inspiradoras que sean estas nociones de propósito, carecen de precisión. El propósito no debe ser mundano ni aspiracional. No es puramente descriptivo de lo que hace una empresa, una declaración de misión, ni poco realista sobre lo que busca hacer, una declaración de visión con aspiraciones para salvar el mundo.” “El propósito es encontrar formas de resolver problemas de manera rentable, donde las ganancias se definen netas de los costos de evitar y remediar los impactos negativos.” “Un propósito es preciso sobre qué problemas busca resolver, de quién, cómo los resolverá, cuándo y por qué la empresa en cuestión está particularmente bien adaptada para resolver esos problemas.”<sup>67</sup>



Colin Mayer

Frente al argumento referido a la existencia de intercambios entre beneficios para unos u otros interesados (aspecto que se comentó en la sección 4), Mayer aclara que el propósito así encuadrado “no perjudica a ninguna de las partes porque las ganancias solo son legítimas si no se obtienen a expensas de otras partes y los fines corporativos solo son válidos si son rentables en este sentido”. “Cualquier propósito que satisfaga estas dos condiciones es beneficioso. Pueden variar desde los que ofrecen los máximos beneficios a los accionistas, ya que los beneficios no se obtienen a expensas de otros, hasta los que ofrecen los máximos beneficios para otras partes y rendimientos mínimos a los accionistas.”

Cabe mencionar que esto es así de un modo pleno en el marco concreto de la redefinición del gobierno societario y la propiedad, tal como se plantea en documentos de British Academy.<sup>68</sup>

<sup>65</sup> Richard J. Leider, *Leading our organizations on purpose*, Leader to Leader, 1998, Summer, pág. 12.

<sup>66</sup> Christopher A. Bartlett & Sumantra Ghoshal, *Changing the role of top management: Beyond strategy to purpose*, Harvard Business Review, 1994, 72 (6), pág. 80.

<sup>67</sup> Colin Mayer, *The future of the corporation and the economics of purpose*, Journal of Management Studies, 2021, 58 (3), pág. 892.

<sup>68</sup> British Academy, *Reforming business for the 21st century*, 2018; *Principles for purposeful business*, 2019.

*Resumen.* En los años 1990 se recopilan enunciados de *misión*, para ejemplificar y orientar el alcance con que es definida.<sup>69</sup> De modo similar, en la actualidad se comentan las especificaciones de *propósito* que desarrollan las empresas, por ejemplo, dentro del marco *articular-asimilar-activar*;<sup>70</sup> o bien como lineamientos basados en enunciados que realizan las empresas<sup>71</sup> centrados en la responsabilidad, es decir, asumir los efectos que las actividades de la empresa tienen en los demás.

## 5.2 Noción instrumental del propósito

Edward Freeman resume la relación del propósito con la teoría de *stakeholders*: “El propósito que se plantea una empresa debe servir para coordinar los intereses de los *stakeholders*.” Y destaca que ser escéptico frente a la propuesta de un solo propósito para *la empresa*, ya que hay muchas respuestas para el propósito de *esta empresa en particular*.<sup>72</sup>

Boston Consulting Group, en un documento de BCG Henderson Institute referido a la optimización del valor social y del negocio, expone las características instrumentales del propósito:<sup>73</sup>

El punto de partida es inculcar un propósito inspirador que capture la ambición más amplia del negocio que vaya más allá de las ganancias y que dé a los empleados un significado en su trabajo diario. Sin embargo, el “propósito” no debe ser una declaración reconfortante y autocomplaciente de lo que la empresa ya hace; eso sería un impedimento para el progreso. Más bien, debe definir la contribución social a la que se aspira de una empresa en función de sus atributos únicos e inspirar la conciencia del contexto más amplio y el progreso hacia el valor empresarial y social.

Armados con un propósito, los líderes pueden promover una cultura de curiosidad y coraje para estirar sus modelos de negocios de nuevas formas, en los ecosistemas económicos, ambientales y sociales que los rodean. Sabiendo que tal pensamiento transformador puede verse obstaculizado por métricas tradicionales, que solo nos dicen cómo atribuir valor, los líderes con visión de futuro trabajarán para cambiar lo que valoramos. Romperán con la tiranía de los informes financieros trimestrales al involucrar a los inversores y demás *stakeholders* en el desempeño de la empresa frente a un cuadro de mando más equilibrado, demostrando cómo sus acciones transformarán el modelo de negocio, posicionando mejor a la empresa para generar rendimientos e impacto social a lo largo del tiempo. Pensarán más allá de diseñar sus operaciones y organización principalmente para la eficien-

---

<sup>69</sup> John W. Graham & Wendy C. Havlick, *Mission Statements: A guide to the corporate and nonprofit sectors*, 1994.

<sup>70</sup> Mark Chong & Flocy Joseph, *Living the corporate purpose: Insight from companies in Asia*, 2021.

<sup>71</sup> Victoria Hurth, Charles Ebert & Jaideep Pradhu, *Organizational purpose: The construct and its antecedents and consequences*, Working paper Cambridge Judge Business School, 2018 (Chartered Management Institute difunde un resumen como white paper con el título *The what, the why and the how of purpose*).

<sup>72</sup> R. Edward Freeman, *Stakeholder theory: 25 years later*, *Philosophy of Management*, 2009, 8 (3), pág. 104.

<sup>73</sup> David Young, Wendy Woods & Martin Reeves, *Optimize for both social and business value*, BCG Henderson Institute, 2019, pág. 3

cia, y diseñarán cuidadosamente la redundancia, la diversidad y la flexibilidad para una mayor resistencia y adaptabilidad. Y enriquecerán su toma de decisiones al incluir personal con habilidades comerciales no tradicionales.

En definitiva, el propósito es una manifestación de la perspectiva de *stakeholders*: un modo de lograr los compromisos en que consiste la coalición, de hacerla una organización gobernable. No se refiere a objetivos sociales, sino a las actividades de negocios. Es una forma de explicitar un espacio en que pueden acordar los *stakeholders* relevantes para el negocio.

### 5.3 El objetivo de bienestar del propietario

¿Quién especifica el propósito de la empresa y con qué criterio? La respuesta depende del tipo de propiedad de la empresa y del momento en su ciclo.

El valor para el accionista es una expresión de objetivo de la empresa cuyo fundamento es el bienestar del accionista. Pero tal bienestar coincide con el valor financiero en algunas situaciones y en otras no. Hay individuos que valoran los criterios sociales y ambientales como guías de la empresa que financian o conducen (de modo que esos criterios son parte de su bienestar) y otros no, o no tanto.

Una sociedad existente y con propiedad relativamente dispersa tendrá accionistas con distintas funciones de bienestar. Los directivos deberán identificar el propósito y las actividades según las demandas o las prioridades que observan en todos los *stakeholders* relevantes.

En el otro extremo del continuo, en una sociedad con propiedad concentrada en pocos accionistas el propósito se establece según las preferencias de éstos, como expresión de su bienestar.

Consideremos una característica que ha sido observada en las cuestiones de responsabilidad social y ambiental. Las decisiones tienen compensaciones monetarias y sociales (y ambientales). Las compensaciones monetarias, en el caso empresarial, son el valor (o las ganancias) de la empresa. Las sociales son resultado de “hacer lo correcto” o “hacer lo socialmente (y/o ambientalmente) correcto”.

El bienestar individual surge de ponderar las compensaciones por una decisión (por ejemplo, invertir en algún negocio). Las ponderaciones varían de una persona a otra. Y *un individuo pondera la compensación social (o ambiental) sólo si se siente responsable de esa actividad*.<sup>74</sup>

Hart & Zingales desarrollan las consecuencias de esta conducta.<sup>75</sup> De este modo se explica que un emprendedor puede iniciar una empresa que considera explícitamente propósitos sociales o ambientales, ya que se siente responsable por ello. Y también que una sociedad sin tales propósitos integrados en sus actividades sólo será comprada por un inversor prosocial

---

<sup>74</sup> Acerca de las conductas, incentivos y motivaciones puede verse Roland Bénabou & Jean Tirole, *Individual and corporate social responsibility*, *Economica*, 2010, 77: 1-19. Véase también Florian Engl, *A theory of causal responsibility attribution*, Working paper, 2017.

<sup>75</sup> Oliver Hart & Luigi Zingales, *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2017, 2: 247-274.

para imbuirla con propósitos sociales o ambientales si el valor que paga ya tiene un descuento debido a las actividades actuales. Si no es así, su compensación final será negativa.

Concluyen que en las situaciones en que se cumplen las condiciones de Friedman (las actividades orientadas a lo social y ambiental son separables y las regulaciones internalizan las externalidades) la maximización del bienestar de los accionistas coincide con la maximización del valor. Pero si la empresa tiene una ventaja (respecto a sus accionistas) para producir beneficios sociales y ambientales o bien las regulaciones no son completamente efectivas, el bienestar de los accionistas y el valor de la empresa no coinciden. En este caso, las actividades sociales y ambientales de la empresa aportan bienestar a los accionistas y deberían integrarse en el objetivo de las decisiones.

#### 5.4 Continuidad de los propósitos

Cuando el fundador de una sociedad la ha imbuido con un propósito social o ambiental explícito (dado que esto era importante para su bienestar), la pregunta es si ese propósito podrá mantenerse después de un cambio en el control societario. La respuesta depende de si se han incluido defensas en el contrato societario y si las mismas son efectivas frente a la transacción de control.

Un caso muy analizado es el del fabricante de helados Ben & Jerry's. Desde 1982, conducida por sus fundadores considerando un propósito de “doble resultado final”, priorizando tanto las ganancias como sus efectos en los empleados, la comunidad y el ambiente: se fue desarrollando su reputación de compañía “justa con sus empleados, respetuosa del medio ambiente y amable con las vacas”.<sup>76</sup> La firma inició la oferta pública de acciones en 1985. Funcionó con mucho éxito de este modo hasta que en el año 2000 el directorio aceptó la oferta de adquisición de Unilever. Dentro de la comunidad de lo socialmente responsable Unilever tenía reputación de estar claramente orientada a las ganancias.

El propósito estatutario de Ben & Jerry's nunca incluyó afirmaciones prosociales. En el momento de su venta era “participar en la producción, fabricación y distribución, tanto mayorista como minorista, de helados, novedades en helados, helados, crepes, junto con otros alimentos y bebidas, alcohólicas y no alcohólicas”.

Cuando se completó la adquisición de Unilever se modificó el estatuto, para incluir una declaración de misión más extensa:<sup>77</sup>

“Tenemos una misión social progresista y no partidista que busca satisfacer las necesidades humanas y eliminar las injusticias en nuestras comunidades locales, nacionales e internacionales integrando estas preocupaciones en nuestras actividades comerciales diarias. Nuestro enfoque está en los niños y las familias, el medio ambiente y la agricultura sostenible en las granjas familiares.” (Es decir, se hizo explícito lo de la amabilidad con las personas, el ambiente y las vacas.)

<sup>76</sup> Antony Page & Robert A. Katz, *Freezing out Ben & Jerry: Corporate law and the sale of a social enterprise icon*, Vermont Law Review, 2010, 35 pág. 215.

<sup>77</sup> George A. Mocsary, *Freedom of corporate purpose*, Brigham Young University Law Review, 2016, 5, págs. 1378-1379.

“Nos esforzamos por crear oportunidades económicas para aquellos a quienes se les han negado y por promover nuevos modelos de justicia económica que sean sostenibles y replicables.”

“Por definición, la fabricación genera residuos. Nos esforzamos por minimizar nuestro impacto negativo en el medio ambiente.

“El cultivo de alimentos depende demasiado del uso de productos químicos tóxicos y otros métodos que son insostenibles. Apoyamos métodos de producción de alimentos sostenibles y seguros que reducen la degradación ambiental, mantienen la productividad de la tierra a lo largo del tiempo y respaldan la viabilidad económica de las granjas familiares y las comunidades rurales.

“Buscamos y apoyamos formas no violentas de lograr la paz y la justicia. Creemos que los recursos gubernamentales se utilizan de manera más productiva para satisfacer las necesidades humanas que para construir y mantener sistemas de armas.

“Nos esforzamos por mostrar un profundo respeto por los seres humanos dentro y fuera de nuestra empresa y por las comunidades en las que viven.”

“La declaración se refiere a la integración de esta misión en las operaciones comerciales, lo que sugiere que su misión se aplica solo en la medida en que pueda conducir a una mayor creación de riqueza (como lo ha hecho durante gran parte de la vida de la empresa).” En 2012 la empresa obtuvo la certificación B Lab. Pese a las prevenciones de muchos participantes de la comunidad de responsabilidad social, con el control de Unilever no sólo se mantuvo el propósito de los fundadores y directivos sino que se hizo más explícito. La explicitación del propósito tiene como función el que se mantenga aunque Unilever se desprenda del negocio en el futuro.

Posiblemente esta integración de propósito se vio como una parte esencial del éxito comercial de la firma, algo que es mucho más efectivo que simplemente incorporar en los documentos societarios una declaración de propósito orientado a los *stakeholders*.

## 6. Características del capitalismo de *stakeholders*

### 6.1 Declaración de Business Roundtable en 2019

En agosto 2019, The Business Roundtable difunde una declaración del propósito de la empresa, suscripta por los CEO de 181 firmas de los Estados Unidos.<sup>78</sup> Con ella modifica sustancialmente el enfoque de la declaración de 1997, que se comentó en la sección 3. La nueva declaración afirma:

Aun cuando cada una de nuestras empresas tiene sus propios propósitos, compartimos un compromiso básico con todos nuestros *stakeholders*. Nos comprometemos a

- Proporcionar valor a nuestros clientes, profundizando la tradición de las empresas estadounidenses de liderar el camino en cumplir o excederlas expectativas de nuestros clientes.



<sup>78</sup> Business Roundtable, *Statement on the Purpose of a Corporation*, 2019.

- Invertir en nuestros empleados. Esto comienza con una compensación justa y la provisión de beneficios importantes. También incluye respaldarlos a través de educación y entrenamiento que les permita desarrollar destrezas para el mundo cambiante. Promovemos la diversidad, inclusión, dignidad y respeto.
- Relacionarnos justa y éticamente con nuestros proveedores, dedicándonos a servir como buenos socios con las empresas, grandes y pequeñas, que nos ayuden a cumplir nuestro propósito.
- Respalda a las comunidades en las que operamos, respetando a las personas en nuestras comunidades y proteger el medio ambiente con prácticas sostenibles en todas nuestras actividades.
- Generar valor de largo plazo para nuestros accionistas, que proporcionan el capital que permite a las empresas invertir, crecer e innovar. Estamos comprometidos con la transparencia y el compromiso efectivo con nuestros accionistas.

Cada uno de nuestros *stakeholders* es esencial. Nos comprometemos a proporcionar valor a todos ellos para el éxito futuro de nuestras empresas, nuestras comunidades y nuestro país.

Esta declaración tuvo mucha repercusión en las noticias económicas. Tanto la propia declaración como el comunicado de prensa que la acompaña la presentan como un cambio radical de la posición anterior de BRT: se describe como “una redefinición del propósito de la corporación”, “alejándose de la primacía de los accionistas”.<sup>79</sup>

La declaración de 1997 se refería al deber del directorio para con los accionistas y consideraba de modo instrumental los intereses de los otros *stakeholders*, a los que se refiere con expresiones similares en ambas declaraciones.

Es significativo que ambas declaraciones no mencionan algunos aspectos que suelen ser objeto de crítica hacia las empresas. No existe un compromiso con respecto a la elusión impositiva mediante el planeamiento impositivo agresivo. Tampoco se menciona que se evitarán los productos o las actividades que son legales pero que tienen consecuencias negativas (por ejemplo, armas, productos relacionados con opiodes, abuso de la información de usuarios, posición frente a las regulaciones de algunos productos para la protección del medio ambiente). En ambos aspectos parece que el cumplimiento será en términos estrictamente legales.

Tampoco se refiere a que se realinearán los incentivos de los directivos, con remuneraciones que consideren métricas de sostenibilidad. O que se modificará la actuación de las empresas en cuanto a la influencia para evitar leyes de protección ambiental o del consumidor, o contra las prácticas abusivas.

Tal vez por esto se puede interpretar que las formas de conducción no requieren una adecuación significativa. Bebchuk y Tallarita analizan la evidencia societaria y observan que previo a suscribir la declaración de 2019 no se han realizado reuniones o declaraciones a directores o accionistas con una referencia específica a la misma. Tampoco se ha hecho después de la misma, ni se han modificado sustancialmente los documentos estatutarios de las firmas en los aspectos relacionados con la declaración.<sup>80</sup>

<sup>79</sup> <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

<sup>80</sup> Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *Will corporations deliver value to all stakeholders?*, Working paper Program on Corporate Governance at Harvard Law School, 2021.

En las casi 100 compañías que actualizaron sus pautas de gobierno societario después de la declaración de 2019 no se ha agregado nada que mejore la situación de los *stakeholders*; en la mayoría de los casos se mantienen las directrices del compromiso con la primacía de los accionistas. En las 40 propuestas a los accionistas para la implementación de la declaración de BRT se acepta que la misma no requiere cambios en la especificación de relaciones con los demás *stakeholders*. Además, las compañías que suscriben la declaración continuaron con una forma de compensación a sus directivos que alinea fuertemente sus intereses con el valor para los accionistas.



Lucian Bebchuk



Roberto Tallarita

Bebchuk y Tallarita concluyen que la declaración fue principalmente “para el público” (*for show*) y que las firmas “no tenían la intención ni esperaban que produjera ningún cambio material en la forma en que tratan a los *stakeholders*”.

Para una publicación de *Fortune* sobre el tema, un portavoz de Business Roundtable manifiesta su desacuerdo con estas conclusiones:<sup>81</sup> “Consideramos que la tesis de que la Declaración requería cambios en los estatutos, las pautas de gobierno societario y las políticas de la empresa, así como el apoyo a ciertas propuestas de los accionistas, es profundamente defectuosa. (...) “Los directores ejecutivos que firmaron la Declaración de 2019 creen que refleja mejor la convicción de que las empresas no pueden prosperar o crear valor a sus accionistas a largo plazo sin invertir en los *stakeholders* que hacen posible el éxito. Ese punto de vista es consistente con la ley societaria existente y no requiere ningún cambio en los estatutos de las empresas y las pautas de gobierno.”

Esto es justamente lo que han hecho: la mayoría de las empresas usó el argumento de que “ya servimos a los *stakeholders* y lo hemos hecho durante años”. Citigroup, por ejemplo, dice que la declaración de BRT simplemente “refleja prácticas y políticas actuales de la Compañía”. BlackRock dijo que “las acciones y divulgaciones de la Compañía ya incorporan los compromisos incluidos en la Declaración de BRT” y, por lo tanto, “no se requieren cambios en los sistemas de gobierno y gestión existentes”.

Sin embargo, una entidad que representa a los inversores institucionales (Council of Institutional Investors) reaccionó a la declaración diciendo que es un error “poner a los accionistas en último lugar, viéndolos sólo como proveedores de capital”.<sup>82</sup> Aquí aparece un tema muy debatido, que es el carácter de los accionistas como propietarios en sentido estricto en el caso de una sociedad con propiedad dispersa.<sup>83</sup>

<sup>81</sup> Geoff Colvin, *America's top CEOs didn't live up to their promises in Business Roundtable letter, researchers find*, *Fortune*, August 5, 2021 (en sitio web fortune.com).

<sup>82</sup> [https://www.cii.org/aug19\\_brt\\_response](https://www.cii.org/aug19_brt_response)

<sup>83</sup> El enfoque de *stakeholders*, en su expresión normativa, cuestiona la calidad de propietario de los inversores financieros en las empresas grandes con cotización pública y propiedad dispersa (puede verse Thomas Donaldson & Lee E. Preston, *The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*, *Academy of Management Review*, 1995, 20 (1): 65-91). Se plantea que los accionistas de las empresas grandes no cumplen la función social de empresario. No, al menos, como los propietarios más cercanos a la problemática de la empresa, a quienes los que sostienen esto presuponen con la suficiente sensibilidad económica (y moral) como para confiar en que buscarán lo

Este asunto también evoca el tema de la imperfección de los mercados (tanto los mercados de bienes como los “mercados de responsabilidad”). Un argumento usual es que si a la empresa, para su supervivencia de largo plazo, le conviene actuar de un cierto modo con los *stakeholders*, es lo que hará. Si las empresas quieren atraer un público preocupado por cuestiones sociales o ambientales, aplicarán las políticas acordes con esto.

Hay que destacar que este argumento supone que los consumidores tienen toda la información relevante y actúan en base a ella. Lo mismo los empleados, las instituciones financieras, los medios de comunicación, etc. Este no parece ser un supuesto realista. Todos ellos actúan con información bastante acotada y en su consideración hay sesgos cognitivos. También los accionistas, cuya percepción de los efectos de largo plazo es limitada.

Bebchuk y Tallarita señalan que la aparente orientación hacia los *stakeholders* (lo que denominan *stakeholderism*) que surge de la declaración de BRT puede aumentar la discrecionalidad de los directivos, reduciendo su responsabilidad hacia los accionistas:<sup>84</sup> “Podría inducir a los inversores institucionales a ser más respetuosos con los directivos de la empresa y a estar menos dispuestos a apoyar desafíos al control y más dispuestos a apoyar o aceptar acuerdos de gobierno societario que protejan a la administración de la empresa de las presiones del mercado financiero.”

La manifestación de orientación hacia los *stakeholders* por parte de los directivos, sus asesores y consultores “puede ser estratégica: un intento de promover una agenda gerencial vestida con ropa de *stakeholders* para hacerla más atractiva al público en general y obtener el apoyo de quienes se preocupan por las externalidades de las empresas”. Esto disminuye la presión por regulaciones vinculadas con temas sociales y ambientales, ya que las empresas se presentarían como autorreguladas en esos aspectos.

En este sentido, firmas de consultoría estratégica como Boston Consulting Group<sup>85</sup> y McKinsey Co.<sup>86</sup> vienen enunciando diferentes aspectos como bases de una estrategia de la empresa orientada a la creación de valor total.

BCG señala que es necesario “repensar la sostenibilidad de todo el sistema frente a externalidades extremas”, a fin de que las empresas mantengan “el permiso social y político para seguir avanzando”, ya que “dos décadas de grandes transformaciones, como las tecnologías digitales, la globalización y los flujos de inversión han enfatizado y remodelado todos los aspectos de las empresas y la sociedad”.

Katharina Pistor, profesora de derecho que ha manifestado en numerosos ensayos su posición crítica del papel de los directivos de las grandes empresas, señala en el momento en que se difundió la declaración de BRT:<sup>87</sup>

---

que es mejor para todos. Según esto, los directivos profesionales serían los depositarios de esta calidad.

<sup>84</sup> Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The illusory promise of stakeholder governance*, Cornell Law Review, 2020, 106, págs. 164-175.

<sup>85</sup> David Young, Wendy Woods & Martin Reeves, *Optimize for both social and business value*, BCG Henderson Institute, 2019.

<sup>86</sup> Kevin Sneader, Sarah Keohane Williamson, Tim Koller, Victoria Potter & Ariel Babcock, *Corporate long-term behaviors: How CEOs and boards drive sustained value creation*, McKinsey & Company / FCLT Global, October 2020.

<sup>87</sup> Katharina Pistor, *Por qué los CEO en Estados Unidos ahora están en contra de los accionistas*, Project Syndicate, August 26, 2019.

¿Por qué los CEO irían en contra de un statu quo que les ha permitido reinar casi sin oposición, para favorecer a un modelo de gobierno de *stakeholders* que sitúa a los empleados y al medio ambiente en igualdad de condiciones con los accionistas? La respuesta es que las revoluciones a menudo devoran a sus propios hijos. La primacía del precio de las acciones no sólo ha dejado de proteger a los CEO de la forma en la que lo hacía antes, sino que se ha convertido en una amenaza para ellos.

(...) Al verse enfrentados con los vientos en contra que ellos mismos generaron, los CEO de Estados Unidos parecen haber llegado a la conclusión de que la mejor defensa es un buen ataque.

No obstante, si toman en serio el abandono del modelo de la primacía de los accionistas, las declaraciones públicas no serán suficientes. Deben también apoyar las reformas legales, en especial las medidas necesarias para responsabilizar a los directores y ejecutivos corporativos ante los propietarios a cuyo servicio se encuentran. Eso podría significar extender la representación de la junta directiva a los empleados y otros *stakeholders*, o podría tomar la forma de auditorías especiales, parecidas a aquellas a las que se someten las empresas de beneficio (B Corp).

(...) Si el nuevo modelo de *stakeholders* va a ser más que la antigua farsa de la “democracia de los accionistas”, los propios dueños de las empresas deben participar en la creación del nuevo régimen. Si dejamos que los representantes decidan por sí solos, terminaremos justo donde empezamos.



Katharina Pistor

## 6.2 El manifiesto de Davos 2020 y el capitalismo de *stakeholders*

A fines de 2019 se difunde una nueva versión del manifiesto de Davos, antes de la reunión de 2020 del World Economic Forum. Por eso se denomina manifiesto 2020.<sup>88</sup>

A. El propósito de una empresa es involucrar a todos sus *stakeholders* en la creación de valor compartido y sostenido. Al crear dicho valor, una empresa sirve no solo a sus accionistas, sino a todos sus *stakeholders*: empleados, clientes, proveedores, comunidades locales y la sociedad en general. La mejor manera de comprender y armonizar los intereses divergentes de todos los *stakeholders* es a través de un compromiso compartido con las políticas y decisiones que fortalecen la prosperidad a largo plazo de una empresa.

- i) Una empresa sirve a sus clientes brindándoles una propuesta de valor que mejor se adapte a sus necesidades. Acepta y apoya la competencia leal y la igualdad de condiciones. Tiene tolerancia cero con la corrupción. Mantiene el ecosistema digital en el que opera confiable y digno de confianza. Hace que los clientes sean plenamente conscientes de la funcionalidad de sus productos y servicios, incluidas las implicaciones adversas o las externalidades negativas.
- ii) Una empresa trata a su gente con dignidad y respeto. Honra la diversidad y se esfuerza por lograr mejoras continuas en las condiciones de trabajo y el bienestar de los



<sup>88</sup> Klaus Schwab, *Davos Manifesto 2020: The universal purpose of a company in the fourth industrial revolution*, en sitio web [weforum.org](http://weforum.org).

empleados. En un mundo de rápidos cambios, una empresa fomenta la empleabilidad continua a través de la mejora continua y la actualización.

iii) Una empresa considera a sus proveedores como verdaderos socios en la creación de valor. Brinda una oportunidad justa a los nuevos participantes en el mercado. Integra el respeto por los derechos humanos en toda la cadena de suministro.

iv) Una empresa sirve a la sociedad en general a través de sus actividades, apoya a las comunidades en las que trabaja y paga su parte justa de impuestos. Garantiza el uso seguro, ético y eficiente de los datos. Actúa como un administrador del universo ambiental y material para las generaciones futuras. Protege conscientemente nuestra biosfera y defiende una economía circular, compartida y regenerativa. Amplía continuamente las fronteras del conocimiento, la innovación y la tecnología para mejorar el bienestar de las personas.

v) Una empresa proporciona a sus accionistas un retorno de la inversión que tiene en cuenta los riesgos empresariales incurridos y la necesidad de innovación continua e inversiones sostenidas. Gestiona de forma responsable la creación de valor a corto, medio y largo plazo en pos de una rentabilidad sostenible para los accionistas que no sacrifique el futuro por el presente.

B. Una empresa es más que una unidad económica generadora de riqueza. Atiende las aspiraciones humanas y sociales como parte del sistema social más amplio. El desempeño debe medirse no solo en el rendimiento para los accionistas, sino también en cómo logra sus objetivos ambientales, sociales y de buen gobierno. La remuneración de los directivos debe reflejar la responsabilidad de los *stakeholders*.

C. Una empresa que tiene un alcance multinacional de actividades no solo sirve a todos los *stakeholders* que están directamente involucrados, sino que actúa como *stakeholder*, junto con los gobiernos y la sociedad civil, de nuestro futuro global. La ciudadanía global corporativa requiere que una empresa aproveche sus competencias básicas, su espíritu empresarial, habilidades y recursos relevantes en esfuerzos de colaboración con otras empresas y *stakeholders* para mejorar el estado del mundo.

A diferencia del manifiesto de Davos de 1973 (comentado en la sección 2) este se refiere a la empresa y no a los directivos. Reconoce de este modo el marco legal de las actividades de estos últimos: la empresa es responsable de sus acciones y los directivos buscan lograr los objetivos de la empresa. Sin embargo, son las personas las que hacen o no; entonces, el manifiesto 2020 requiere la asignación de responsabilidad por la implementación.

El Manifiesto 2020 refina y amplía el contenido de la declaración de 1973, manteniendo los lineamientos de 1973 con terminología acorde con las preocupaciones sociales y ambientales de la época actual.

Por el lado institucional, la actualización en este momento puede interpretarse desde varios ángulos. Primero, en una época de novedades vertiginosas, mantener una declaración de 1973 parece algo desactualizado (aunque no lo sea). Es una época en que se amplifica la discusión sobre la desigualdad, sobre los derechos en la sociedad, sobre la responsabilidad de los dirigentes y el propósito de las organizaciones.

Segundo, el manifiesto es una introducción al énfasis en el capitalismo de *stakeholders* que pregona Klaus Schwab (podría decirse, como su legado personal).

Y, con un tercer ángulo de aproximación, el momento puede mostrar tal vez una reacción a la declaración de The Business Roundtable, que se había presentado unos meses antes y que

tuvo gran repercusión mediática. Es necesario tener en cuenta que, al nivel institucional, se pone de manifiesto una competencia por quién lidera el mercado de las declaraciones de amplio espectro acerca del propósito de la empresa.

Klaus Schwab presenta a principios de 2021 su libro sobre el capitalismo de *stakeholders*.<sup>89</sup> Contiene una extensa descripción de cómo la perspectiva de *stakeholders* fue la visión que él mantuvo durante varias décadas. A continuación desarrolla la noción de que el capitalismo de *stakeholders* es una etapa del capitalismo llamada a superar las dos expresiones del capitalismo que él considera. Estas se describen como *capitalismo de accionistas*, que se afirma es la forma dominante en muchas economías occidentales, y el *capitalismo de Estado*, que caracteriza a muchas economías emergentes.

De acuerdo con esta noción, en el capitalismo de *stakeholders* se tienen en cuenta los intereses de todos los interesados en la economía y la sociedad. Las empresas optimizan obteniendo algo más que beneficios a corto plazo y los gobiernos actúan como guardianes de la igualdad de oportunidades, de la igualdad de condiciones en la competencia y de una distribución justa a todos los grupos de interés, respetando la sostenibilidad y la inclusión.

Sobre esta base se presenta un conjunto de dimensiones, comentarios de situaciones y métricas de desempeño. Estas últimas se exponen de modo más detallado en un documento técnico del World Economic Forum preparado en colaboración con Deloitte, EY, KPMG y PwC.<sup>90</sup>

La denominación *capitalismo de stakeholders* fue planteada en 2007 por Freeman *et al* para referirse a la noción sistémica del enfoque de *stakeholders*.<sup>91</sup>

Presentan las que denominan narrativas contemporáneas del capitalismo, como interpretaciones de las situaciones y los conflictos sociales (capitalismo laboral, capitalismo de gobierno, capitalismo inversor, capitalismo emprendedor). Señalan que éstas narrativas “fomentan la noción de competencia como un requisito previo para la sociedad capitalista”. “Los otros individuos son vistos como una amenaza para la supervivencia más que como socios potenciales para la creación de valor y los capitalistas se quedan con el problema de resolver las demandas y amenazas de los competidores.”

La narrativa del capitalismo de *stakeholders*, según Freeman *et al*, supera la perspectiva paternalista sobre los interesados que existe en esas narrativas. Es una noción intrínsecamente ética, que “se basa en la libertad, los derechos y la creación mediante la aceptación de obligaciones positivas”. En esta perspectiva la creación de valor es conjunta y se pone énfasis en la cooperación.

Algo similar está en el planteo que realiza Schwab. En un párrafo donde expresa las dimensiones en juego afirma:<sup>92</sup>



Klaus Schwab

<sup>89</sup> Klaus Schwab & Peter Vanham, *Stakeholder Capitalism: A global economy that works for progress, people and planet*, 2021.

<sup>90</sup> World Economic Forum, *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards common metrics and consistent reporting of sustainable value creation*, September 2020.

<sup>91</sup> R. Edward Freeman, Kirsten Martin & Bidhan Parmar, *Stakeholder capitalism*, *Journal of Business Ethics*, 2007, 74: 303-314.

Un modelo de *stakeholders* debe incluir los controles y contrapesos necesarios y debe tener instituciones sólidas e independientes, ya que es probable que surjan desequilibrios de poder. En principio, cada *stakeholder* contribuye con lo que puede al capitalismo de *stakeholders* y recibe lo que necesita para lograr los resultados sociales más exitosos. Pero dada la tendencia natural de los modelos capitalistas existentes a favorecer los intereses de las grandes empresas y las personas adineradas (capitalismo de accionistas) y políticos internos (capitalismo de Estado), es de suma importancia que gobiernos y empresas –los dos *stakeholders* con más poder e influencia en el sistema económico actual– acuerden rendir cuentas entre ellos y otros *stakeholders*. Aquí es donde entra en juego el papel de la rendición de cuentas (*accountability*) democrática, la división de poderes y el papel de las organizaciones internacionales. Son los controles y equilibrios que necesita nuestro sistema.

Se presenta, entonces, un ideal de contrapesos que completa los ciclos de interacción de empresas y gobiernos.

Es interesante comentar la segunda oración del párrafo citado: “cada *stakeholder* contribuye con lo que puede al capitalismo de *stakeholders* y recibe lo que necesita para lograr los resultados sociales más exitosos”.

Se puede advertir que es una “versión *stakeholder*” del eslogan socialista que Louis Blanc difunde desde mediados del siglo XIX (basándose en una expresión de Saint-Simon): *De cada cual según sus capacidades, a cada cual según sus necesidades*.<sup>93</sup>

Karl Marx incluye la expresión en el breve ensayo *Glosas marginales al programa del Partido Obrero Alemán*, escrito en 1875 y publicado en la revista *Die Neue Zeit* por Friedrich Engels en 1891 con el título *Crítica del programa de Gotha*. Es la afirmación final de un párrafo de prosa enfática:<sup>94</sup>

En la fase superior de la sociedad comunista, cuando haya desaparecido la subordinación esclavizadora de los individuos a la división del trabajo y, con ella, la oposición entre el trabajo intelectual y el trabajo manual; cuando el trabajo no sea solamente un medio de vida, sino la primera necesidad vital; cuando, con el desarrollo de los individuos en todos sus aspectos, crezcan también las fuerzas productivas y corran a chorro lleno los manantiales de la riqueza colectiva, sólo entonces podrá rebasarse totalmente el estrecho horizonte del derecho burgués y la sociedad podrá escribir en su bandera: ¡De cada cual, según sus capacidades; a cada cual, según sus necesidades! (pág. 18)

Esta afirmación caracteriza el surgimiento del *hombre nuevo*. Se ha dicho que, en esta concepción, el agitado torrente de la historia desemboca en la tranquila laguna de la utopía.

Se puede pensar que el postulado capitalismo de *stakeholders* es un capitalismo gerencial reforzado con instituciones de rendición de cuentas a nivel societal. Este diseño institucional se dice que producirá efectos que llevarán al capitalismo hacia la etapa plena de *stakeholders*.

---

<sup>92</sup> Klaus Schwab & Peter Vanham, *Stakeholder Capitalism: A global economy that works for progress, people and planet*, 2021, pág. 246.

<sup>93</sup> Puede verse un análisis del tema en Luc Bovens & Adrien Lutz, “*From each according to ability; to each according to needs*” *Origin, meaning, and development of socialist slogans*. Working paper Gate Lyon Saint-Etienne, 2018.

<sup>94</sup> Karl Marx, *Crítica del Programa de Gotha*, edición digital epublibre basada en la edición de la República Popular China, pág. 18.

En ese camino, los incentivos se configurarán para que los directivos, al ejercer la discrecionalidad en los intercambios de intereses de diferentes *stakeholders*, consideren el efecto en los aspectos sociales y ambientales.

En la etapa final de este proceso de evolución social aparece la figura imaginaria de un *directivo nuevo* cuya discrecionalidad se funda en la automotivación, en un mundo en el que solamente existen situaciones de decisión que son *beneficiosas para todos*.

Tales situaciones son aquellas en las que siempre hay una alternativa que es mejor que las demás desde la perspectiva de cada uno de los interesados. Es decir, en ese mundo no se enfrentarán situaciones que requieran considerar intercambios de beneficios para distintos *stakeholders*. Entonces, se manifestará de modo pleno que “cada *stakeholder* contribuye con lo que puede al capitalismo de *stakeholders* y recibe lo que necesita para lograr los resultados sociales más exitosos”. En esta concepción, podría decirse que el agitado torrente de la economía desembocará en la tranquila laguna del *stakeholderismo*.

### 6.3 Posturas acerca del propósito ampliado

Las características de los negocios en la actualidad reducen la efectividad regulatoria (reducen aún más, podría decirse). Esto origina el movimiento hacia el compromiso con propósitos que consideren explícitamente la relación con los *stakeholders* (en sentido amplio, con aspectos sociales y ambientales).

“A medida que la tecnología se acelera, los activos se vuelven más intangibles, las corporaciones afectan a segmentos más amplios de la sociedad y el mundo natural, y las economías de escala crecen a proporciones globales. Como consecuencia, los gobiernos y la regulación son cada vez más incapaces de corregir las fallas del mercado que enfrentan. Y también lo son los negocios, al menos tal como se conciben actualmente.”<sup>95</sup>

Es un ámbito propicio para que se desplieguen declaraciones como las de Davos y de Business Roundtable. Como se comentó, los directivos que suscriben estas declaraciones consideran que sólo están explicitando lo que ya hacen. Académicos como Bebchuk & Tallarita señalan que con esto se envuelve en una sábana de disimulo las prácticas habituales de influir en el curso de posibles regulaciones futuras.

Un juicio, también negativo, acerca de esas declaraciones de propósito, enfatiza la intención de “capturar los valores”. Vivek Ramaswamy hace una fuerte exposición contra la postura del capitalismo “despertado” (*woke*).<sup>96</sup> Según él, el enunciado de valores en línea con ese movimiento implica fingir una preocupación por algo más que las ganancias y el poder precisamente para obtener más de ambos. Es una expansión de la esfera de discrecionalidad de los directivos hacia aspectos de la vida social que deben ser resueltos en el ejercicio político, no por decisiones de los directorios de las empresas.<sup>97</sup>

---

<sup>95</sup> Colin Mayer, *The future of the corporation and the economics of purpose*, Journal of Management Studies, 2021, pág. 890.

<sup>96</sup> Vivek Ramaswamy, *Woke, Inc.: Why I'm blowing whistle on how corporate America is poisoning society*, 2021.

<sup>97</sup> Stephen Soukup desarrolla la idea de que el fenómeno que denomina *capitalismo despertado* (*woke capitalism*) ha sido inducido por el activismo de izquierda, de modo que las grandes empresas apoyan al socialismo identitario por presión de fondos de inversión dominados por fanáticos ideológicos.

Con una perspectiva desde Europa, algunos ven un momento propicio para difundir sus propuestas de reforma de la interacción entre empresas y gobiernos. Es el caso de British Academy, cuyos planteos, ya comentados, difunde Colin Mayer.

En una línea de origen similar pero con propuestas inversas se plantea la poca efectividad esperable de la enunciación de propósito y la necesidad de un papel regulatorio más activo. En esta línea, además de algunos actores que son nítidamente estadistas, como Mariana Mazzucato, se encuentra Gerald Davis. Su postura, que puede considerarse antifinanciera, se resume en que sólo más democracia puede resolver las “fallas manifiestas del capitalismo”.<sup>98</sup> Entiende por más democracia mayores restricciones sobre las grandes empresas, tanto desde abajo, con un mayor control de los empleados, como desde arriba, con regulación estatal.

Resulta al menos curioso que se considere que la *democracia* sea un modo de resolver los males que se atribuyen a las empresas de negocios. Porque, como explica Pierre Rosanvallon, la democracia tiene asociados “distintos tipos de expectativas y de temores”, lo que él considera “sus indeterminaciones” y “sus degradaciones”.<sup>99</sup>



Gerald Davis

## 7. Comentarios finales

El objetivo financiero de la empresa de maximización del valor del capital de los propietarios ha convivido desde los años 1950 con la perspectiva del capitalismo gerencial (típicamente de *stakeholders*).

A partir de los años 1980 queda nominalmente insertado como un elemento notorio del gobierno societario, con lo cual se produjo una identificación con un capitalismo de accionistas o del administrador de fondos. En realidad, la perspectiva de *stakeholders* se mantuvo, ya que es una condición de viabilidad de la organización. Lo que ocurrió en ese período fue una legitimación del argumento de valor financiero para algunas decisiones o estrategias de la empresa.

Esa legitimación se llevó al extremo y produjo una reacción, que en la actualidad es la perspectiva del denominado capitalismo de *stakeholders* o de la reforma de la regulación societaria. La revalorización de las declaraciones de propósito empresarial puede verse como un movimiento de resguardo frente a regulaciones futuras y también como una forma de aumentar el espacio de discrecionalidad de los directivos.

El objetivo de maximización del valor de la empresa ha mostrado ser una pauta flexible. Cuando las decisiones tienen efectos más nítidos (la incertidumbre no es muy grande o no hay conflictos de valor para los *stakeholders* relevantes) se considera como una guía aceptable.

---

Plantea, desde una postura de derecha, que existe una politización del ámbito empresarial estadounidense como una mezcla de convicciones y conveniencias. Stephen R. Soukup, *The Dictatorship of Woke Capital: How political correctness captured big business*, 2021.

<sup>98</sup> Gerald Davis, *Corporate purpose needs democracy*, Journal of Management Studies, 2021, 58 (3): 902-913.

<sup>99</sup> Pierre Rosanvallon, *El siglo del populismo: Historia, teoría, crítica*, 2020, págs. 151-174.

Y cuando las consecuencias son menos nítidas (situaciones con gran incertidumbre o de conflictos de valor para *stakeholders*, como puede ser una reorientación estratégica) toma el papel de un argumento más en el proceso de decisión. Lo cual es congruente con el funcionamiento de las organizaciones: el objetivo prioritario es el mantenimiento de la coalición de participantes, lo que requiere la persuasión para resolver los conflictos de valores (en última instancia, para determinar cuáles valores predominarán).

Sin embargo, *capitalismo de stakeholders* parece una denominación un poco excesiva y puede considerarse un rótulo empleado al buscar un matiz distintivo. Cabe mencionar que en la actualidad hay un exceso de calificaciones para referirse a posibles “capitalismos”. En muchos de esos casos, son etiquetas para algún aspecto que se considera reformable o que se busca reformar.

Es necesario tener en cuenta que el capitalismo no es un objeto de diseño, sino el producto de desarrollos institucionales que resultan exitosos. Las propuestas de reforma institucional son intentos que se asentarán si tienen éxito. Y que, si no lo tienen, se esfumarán como tantos otros.

El capitalismo como ordenamiento económico ha cambiado según las condiciones de las distintas épocas. Lo que se ha mantenido es la búsqueda de una relación lo más estrecha posible de los capitalistas con quienes detentan el poder en la sociedad. En contextos de políticas mercantilistas (o de intervención estatal en los negocios) tal relación es especialmente importante, desde los reyes en los siglos XVI y XVII que concedían privilegios comerciales o sobre recursos naturales, hasta los gobernantes actuales que establecen las regulaciones en cada Estado o influyen en las condiciones de los negocios que se realizan en diferentes Estados.

Esto es lo que subyace en la secuencia propuesta por Hyman Minski. Y, seguramente, es también lo que subyace en las declaraciones de propósito que parecen sobreactuar el interés en los interesados.

## REFERENCIAS

- Abrams, F. (1951). *Management's responsibilities in a complex world*, Harvard Business Review, 29 (3): 29-34.
- Alegre, I., Berbegal-Mirabent, J., Guerrero, A. & Mas-Machuca, M. (2018). *The real mission of the mission statement: A systematic review of the literature*, Journal of Management & Organization, 24 (4): 456-473.
- Ansoff, H.I. (1965). *Corporate Strategy: An analytic approach to business policy for growth and expansion*.
- Bartlett, C.A. & Ghoshal, S. (1994). *Changing the role of top management: Beyond strategy to purpose*, Harvard Business Review, 72 (6): 79-88.
- Bebchuk, L.A. & Tallarita, R. (2020). *The illusory promise of stakeholder governance*, Cornell Law Review, 106: 91-177.
- Bebchuk, L.A. & Tallarita, R. (2021). *Will corporations deliver value to all stakeholders?*, Working paper Program on Corporate Governance at Harvard Law School.
- Ber, S. (2002). *What is cybernetics?* Kybernetes, 31 (2): 218-225.
- Bénabou, R. & Tirole, J. (2010). *Individual and corporate social responsibility*, Economica, 77: 1-19.
- Berle, A.A. & Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*.

- Bovens, L. & Lutz, A. (2018). "From each according to ability; to each according to needs" Origin, meaning, and development of socialist slogans. Working paper Gate Lyon Saint-Etienne.
- Braudel, F. (1984). *Civilización material, economía y capitalismo, Vol. 3, El tiempo del mundo*.
- British Academy (2018). *Reforming business for the 21st century*. Disponible en: <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/76/Reforming-Business-for-21st-Century-British-Academy.pdf>.
- British Academy (2019). *Principles for purposeful business*. Disponible en: <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/224/future-of-the-corporation-principles-purposeful-business.pdf>.
- Business Roundtable (1997). *Statement on Corporate Governance*.
- Business Roundtable (2019). *Statement on the Purpose of a Corporation*.
- Chandler Jr., A.D. (1984). *The emergence of managerial capitalism*, Business History Review, 58: 473-503.
- Chong, M. & Joseph, F. (2021). *Living the corporate purpose: Insight from companies in Asia*.
- Collins, J.C. & Porras, J.I. (1996). *Building your company's vision*, Harvard Business Review, 74 (5): 65-77.
- Colvin, G. (2021). *America's top CEOs didn't live up to their promises in Business Roundtable letter, researchers find*, Fortune, August 5, 2021 (en sitio web fortune.com).
- Cornell, B. & Shapiro, A.C. (1987). *Corporate stakeholders and corporate finance*, Financial Management, 16 (1): 5-14.
- Cyert, R.M. & March, J.G. (1959). *A behavioral theory of organizational objectives*, en Haire, M. (Comp). *Modern Organization Theory: A symposium of the Foundation for Research on Human Behavior*, págs. 145-162.
- Cyert, R.M. & March, J.G. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*.
- Davis, G. (2021). *Corporate purpose needs democracy*, Journal of Management Studies, 58 (3): 902-913.
- Davos Manifesto: A code of ethic for business leaders*, 1973.
- Donaldson, T. & Preston, L.E. (1995). *The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*, Academy of Management Review, 20 (1): 65-91.
- Durand, D. (1952). *Costs of debt and equity funds for business: Trends and problems of measurement*, Conference on Research in Business Finance 1952, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Edmans, A. (2020). *What stakeholder capitalism can learn from Milton Friedman*, Promarket, Stigler Center Chicago Booth School of Business, September 10, 2020 (<https://promarket.org/2020/09/10/what-stakeholder-capitalism-can-learn-from-milton-friedman/>).
- Engl, F. (2017). *A theory of causal responsibility attribution*. Working paper.
- Fassin, Y. (2009). *The stakeholder model refined*, Journal of Business Ethics, 84:113-135.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*.
- Freeman, R.E. (1994). *The politics of stakeholder theory*, Business Ethics Quarterly, 4 (4): 409-421.
- Freeman, R.E. (2009). *Stakeholder theory: 25 years later*, Philosophy of Management, 8 (3): 97-107.
- Freeman, R.E., Martin, K. & Parmar, B. (2007). *Stakeholder capitalism*, Journal of Business Ethics, 74: 303-314.
- Freeman, R.E., Wicks, A.C. & Parmar, B. (2004). *Stakeholder theory and "The corporate objective revisited"*, Organization Science, 15 (3): 364-369.
- Freeman, R.E., Wicks, A.C. & Parmar, B. (2011). *Stakeholder theory as a basis for capitalism*, en Sacconi, L., Blair, M., Freeman, R.E. & Vercelli, A. (Ed) (2011). *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The contribution of economic theory and related disciplines*, págs. 52-71.

- Friedman, M. (1970). *The social responsibility of business is to increase its profits*, The New York Times Magazine, September 13, 1970.
- Graham, J.W. & Havlick, W.C. (1994). *Mission Statements: A guide to the corporate and nonprofit sectors*.
- Hart, O. & Zingales, L. (2017). *Companies should maximize shareholder welfare not market value*, Journal of Law, Finance, and Accounting, 2: 247-274.
- Hill, C.W.L. & Jones, T.M. (1992). *Stakeholder-agency theory*, Journal of Management Studies, 29 (2): 131-154.
- Hurth, V., Ebert, C. & Pradhu, J. (2018). *Organizational purpose: The construct and its antecedents and consequences*, Working paper Cambridge Judge Business School.
- Jensen, M.C. (2001). *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*, Journal of Applied Corporate Finance, 14 (3): 32-42.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 3: 305-360.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1994). *The nature of man*, Journal of Applied Corporate Finance, 7 (2): 4-19.
- Jimenez, D., Franco, I.B. & Smith, T. (2021). *A review of Corporate Purpose: An approach to actioning the Sustainable Development Goals (SDGs)*, Sustainability, 13, 3899.
- Kilroy, D. & Schneider, M. (2017). *Customer Value, Shareholder Wealth, Community Wellbeing: A roadmap for companies and investors*.
- Lazonick, W. & O'Sullivan, M. (2000). *Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance*, Economy and Society, 29 (1): 13-35.
- Leider, R.J. (1998). *Leading our organizations on purpose*, Leader to Leader, 1998, Summer, p.10-12.
- Loderer, C., Roth, L., Waelchli, U. & Joerg, P. (2010). *Shareholder value: Principles, declarations, and actions*, Financial Management, 39 (1): 5-32.
- Lundberg, C.C. (1984). *Zero-in: A technique for formulating better mission statements*. Business Horizons, 27 (5): 30-33.
- Marx, K. (2000). *Crítica del Programa de Gotha*, edición digital epublibre basada en la edición de la República Popular China.
- Mayer, C. (2021). *The future of the corporation and the economics of purpose*, Journal of Management Studies, 58 (3): 887-901.
- McDonald, D. (2017). *The Golden Passport: Harvard Business School, the limits of capitalism, and the moral failure of the MBA elite*.
- McTaggart, J.M., Kontes, P.W. & Mankins, M.C. (1994). *The Value Imperative: Managing for superior shareholder returns*.
- Miles, S. (2015). *Stakeholder theory classification: A theoretical and empirical evaluation of definitions*, Journal of Business Ethics, 83: 1-23.
- Minsky, H. (1990). *Schumpeter: Finance and evolution*, en Heertje, A. & Perlman, M. (Ed) (1990). *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, págs. 51-74.
- Minsky, H. (1993). *Schumpeter and finance*, en Biasco, S., Roncaglia, A. & Salvati, M. (Ed) (1993). *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini*, págs. 103-115.
- Mitchell, R.K. & Lee, J.H. (2019). *Stakeholder identification and its importance in the value creating system of stakeholder work*, en Harrison, J.S., Barney, J.B., Freeman, R.E. & Phillips, R.A. (Ed), *The Cambridge Handbook of Stakeholder Theory*, págs. 53-73.

- Mitchell, R.K., Agle, B.R. & Wood, D.J. (1997). *Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts*, *Academy of Management Review*, 22 (4): 853-886.
- Mocsary, G.A. (2016). *Freedom of corporate purpose*, *Brigham Young University Law Review*, 5, págs. 1378-1379.
- OECD (1999). *Principles of Corporate Governance*.
- OECD (2004) *Principles of Corporate Governance*.
- Page, A. & Katz, R. A. (2010). *Freezing out Ben & Jerry: Corporate law and the sale of a social enterprise icon*, *Vermont Law Review*, 35: 211-250.
- Pearce II, J.A. & David, F. (1987). *Corporate mission statements: The bottom line*. *Academy of Management Executive*, 1 (2): 109-116.
- Pfeffer, J. & Salancik, G.R. (1978). *The External Control of Organizations: A resource dependence perspective*.
- Pirson, M., Steinvorth, U., Largacha-Martinez, C. & Dierksmeier, C. (Ed) (2014). *From Capitalistic to Humanistic Business*.
- Pistor, K. (2019). *Por qué los CEO en Estados Unidos ahora están en contra de los accionistas*, Project Syndicate, August 26, 2019.
- Pollman, E. (2021). *The history and revival of the corporate purpose clause*, *Texas Law Review*, 99: 1423-1452.
- Ramaswamy, V. (2021). *Woke, Inc.: Why I'm blowing whistle on how corporate America is poisoning society*.
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: The new standard for business performance*.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A guide for managers and investors*.
- Rhenman, E. (1968). *Industrial Democracy and Industrial Management*.
- Rosanvallon, P. (2020). *El siglo del populismo: Historia, teoría, crítica*.
- Ross, S. (1973). *The economic theory of agency: The principal's problem*, *American Economic Review*, 1973, 63: 134-139.
- Schwab, K. (2020). *Davos Manifesto 2020: The universal purpose of a company in the fourth industrial revolution*, en sitio web weforum.org.
- Schwab, K. & Vanham, P. (2021). *Stakeholder Capitalism: A global economy that works for progress, people and planet*.
- Sneader, K., Williamson, S.K., Koller, T., Potter, V. & Babcock, A. (2020). *Corporate long-term behaviors: How CEOs and boards drive sustained value creation*, McKinsey & Company / FCLT Global, October 2020.
- Soukup, S.R. (2021). *The Dictatorship of Woke Capital: How political correctness captured big business*.
- Veblen, T. (1904). *Theory of Business Enterprise*.
- Venkataraman, S. (2002). *Stakeholder equilibration and the entrepreneurial process*, en Freeman, R.E. & Venkataraman, S. (Ed), *Ethics and Entrepreneurship*, The Ruffin Series of the Society for Business Ethics, Vol. 3.
- Whalen, C.J. (2001). *Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's theory of capitalist development*, *Journal of Economic Issues*, 35 (4): 805-823.
- Whalen, C.J. (2012). *Money manager capitalism*, en Toporowski, J. & Michell, J. (Ed), *Handbook of Critical Issues in Finance*, págs. 254-262.
- Want, J.H. (1986). *Corporate mission: The intangible contributor to performance*, *Management Review*, 75: 46-50.

- 
- Windsor, D. (2017). *Value creation theory: Literature review and theory assessment*, en Wasieleski, D.M. & Weber, J. (Ed), *Stakeholder Management*, págs. 75-100.
- Wood, D., Freeman, R.E., Jensen, M., Donaldson, T. & Mitchell, R. (2008). *Dialogue: Toward superior stakeholder theory*, *Business Ethics Quarterly*, 18 (2): 153-190. (Traducción al español en AURKILAN Special Issue on *Business Ethics Quarterly*, 2009, 1: 91-136)
- World Economic Forum, *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards common metrics and consistent reporting of sustainable value creation*, September 2020.
- Young, D., Woods, W. & Reeves, M. (2019). *Optimize for both social and business value*, BCG Henderson Institute.