TEMAS

Derecho de sociedades y sostenibilidad

Directores

M.ª de la Concepción Chamorro Domínguez
A. Jorge Viera González

LA LEY

Derecho de sociedades y sostenibilidad

Directores

M.ª de la Concepción Chamorro Domínguez

A. Jorge Viera González

LA LEY

© **De los autores**, 2023
© **LA LEY Soluciones Legales, S.A.**

LA LEY Soluciones Legales, S.A.
C/ Collado Mediano, 9
28231 Las Rozas (Madrid)
Tel: 91 602 01 82
e-mail: clienteslaley@aranzadilaley.es
https://www.laley.es

Primera edición: Mayo 2023

Depósito Legal: M-16788-2023
ISBN versión impresa: 978-84-19446-56-5
ISBN versión electrónica: 978-84-19446-57-2

Diseño, Preimpresión e Impresión: LA LEY Soluciones Legales, S.A.
Printed in Spain

© **LA LEY Soluciones Legales, S.A.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, LA LEY Soluciones Legales, S.A., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.
Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, **www.cedro.org**) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.
El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.
El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.
LA LEY SOLUCIONES LEGALES no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, u cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, LA LEY SOLUCIONES LEGALES se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.
LA LEY SOLUCIONES LEGALES queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.
LA LEY SOLUCIONES LEGALES se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.
Nota de la Editorial: El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **LA LEY Soluciones Legales, S.A.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

PRESENTACIÓN

Con el trasfondo de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva 2019/1937, de 23 de febrero de 2022, y la orientación general alcanzada el 30 de noviembre de 2022 (PDD), la obra colectiva que se presenta recoge las aportaciones del Seminario «Derecho de sociedades y sostenibilidad» realizado el 10 de junio de 2022 en la Universidad Rey Juan Carlos en el marco del Proyecto de investigación PID2020-113852RB-I00/AEI/ 10.13039/501100011033, que lleva por título «Implicaciones jurídicas de las exigencias de sostenibilidad para las sociedades cotizadas como base para la concepción de un modelo de exigencias aplicable a las pymes» (IP: M.ª de la Concepción Chamorro Domínguez). Este proyecto de investigación, financiado por la Agencia Estatal de Investigación, tiene como finalidad el estudio de la integración de los criterios de sostenibilidad en el seno de las sociedades de capital, principales destinatarias de las medidas normativas que están en marcha, si bien, sin obviar también la necesidad de concebir un modelo adecuado de exigencias que integre a las pymes de modo proporcionado en la transición hacia la sostenibilidad. La actualidad y relevancia de la materia viene refrendada por el conjunto de medidas legislativas que están siendo impulsadas desde la Unión Europea (UE) y por su apuesta rotunda por la sostenibilidad y la transición hacia una economía segura, que viene a ser considerada clave para garantizar la competitividad a largo plazo de la economía europea.

En el ámbito de las finanzas sostenibles, la Comisión Europea (CE) encomendó a un grupo de expertos de alto nivel la labor de definir una estrategia general completa de la UE en relación con las finanzas sostenibles. Fruto de este trabajo, la Comisión publicó el Plan de Acción para financiar el desarrollo sostenible (COM(2018) 97 final de 8.3.2018, en adelante «Plan de Acción»). Conforme al mismo, los actores financieros juegan un papel esencial, en tanto que pueden contribuir a la transición de la economía europea

hacia un sistema más ecológico. Junto a diversas medidas, como por ejemplo la elaboración de un sistema de clasificación de la UE para las actividades sostenibles, la creación de normas y etiquetas para los productos financieros verdes o la elaboración de parámetros de referencia de sostenibilidad, el Plan de acción incluye en su Acción 10 el fomento del gobierno corporativo sostenible y la reducción del cortoplacismo en los mercados de capitales. A este respecto, la CE considera que el gobierno corporativo puede contribuir significativamente a una economía más sostenible, permitiendo a las empresas adoptar las medidas estratégicas necesarias para desarrollar nuevas tecnologías, reforzar los modelos de negocio y mejorar el rendimiento. Ello, a su vez, mejoraría sus prácticas de gestión del riesgo y la competitividad, creando así empleo e impulsando la innovación. Sin embargo, en la práctica, aunque muchas sociedades poseen estrategias de gobierno corporativo, el cortoplacismo provoca a menudo que los administradores sociales, al adoptar sus decisiones, se centren excesivamente en el rendimiento financiero a corto plazo y pasen por alto las oportunidades y los riesgos que se derivan de las consideraciones de sostenibilidad ambiental y social. Como posible solución, el Plan de Acción destaca la necesidad de exigir a los consejos de administración de las sociedades que establezcan y comuniquen una estrategia de sostenibilidad, incluido un procedimiento adecuado de diligencia debida en toda la cadena de suministro y objetivos mensurables de sostenibilidad. A su vez se valora la posible necesidad de clarificar las normas con arreglo a las cuales los consejeros deben actuar en el interés a largo plazo de la empresa. Sobre la base del Plan de Acción, la CE ha impulsado propuestas de reglamento para promover las finanzas sostenibles, muchas de las cuales ya se han aprobado y encuentran aplicación directa en los ordenamientos jurídicos nacionales, y se unen al conjunto importante de normas que afectan a este sector.

Con anterioridad a este aluvión de medidas normativas y recomendaciones, la sostenibilidad en el ámbito del Derecho de sociedades y del mercado de capitales se promovía principalmente a través de la Directiva 2014/95 sobre divulgación de información no financiera e información sobre diversidad y por la revisión de la Directiva sobre los derechos de los accionistas a través de la Directiva 2017/828. Sin embargo, a partir de la aprobación del Plan de Acción en 2018, la intensidad reguladora ha aumentado notablemente. La normativa recientemente aprobada y en proceso de aprobación tendrá efectos muy considerables en el gobierno corporativo de las grandes empresas y, más allá, afectará a la concepción de institutos jurídicos tradicionales dentro de la estructura orgánica de las sociedades cotizadas. En

particular, resultan especialmente relevantes la ya mencionada PDD, la Directiva 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas (CSRD), y la Directiva (UE) 2022/2381 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de noviembre de 2022 relativa a un mejor equilibrio de género entre los administradores de las sociedades cotizadas y a medidas conexas. A nivel nacional también se han producido pasos muy significativos hacia la inclusión de los criterios de sostenibilidad en las sociedades, destacando la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, en materia de información no financiera y diversidad, y, más recientemente, la Ley 7/2021 de Cambio Climático y Transición Energética y la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, las cuales incorporan novedades relevantes en el ámbito ESG para las sociedades de capital en general y para las sociedades cotizadas, en particular. A su vez, la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, reconoce en su Disposición Adicional Décima la figura de las Sociedades de Beneficio e Interés Común, como aquellas sociedades de capital que, voluntariamente, decidan recoger en sus estatutos su compromiso con objetivos sociales y medioambientales y con la toma en consideración de grupos de interés relevantes (*stakeholders*), sometiéndose a mayores niveles de transparencia y rendición de cuentas en el compromiso de alcanzar dichos objetivos.

En este contexto de transición, el seminario celebrado el 10 de junio de 2022, bajo la dirección de M.ª de la Concepción Chamorro Domínguez y A. Jorge Viera González, contó con la participación de prestigiosos ponentes nacionales y extranjeros, miembros del grupo interdisciplinar de investigación, que disertaron sobre los cambios que pueden producirse en el Derecho de sociedades en relación con las crecientes exigencias de sostenibilidad impulsadas desde la UE. Las ponencias que ahora se recogen en esta obra comienzan con un punto de partida esencial que sirve de apertura a los demás capítulos: el Derecho de sociedades y la función económico social de la gran empresa, en donde se presenta un análisis de la constitucionalidad de posibles vías que permitan integrar en la gobernanza de la sociedad cotizada intereses hasta ahora extrasocietarios desde la perspectiva de la actualmente generalizada cláusula del interés social. Los siguientes cuatro capítu-

los ofrecen, desde una visión de Derecho comparado y comunitario, el estudio de la integración de la sostenibilidad en el gobierno corporativo, partiendo de la propuesta de concebir en el Derecho de sociedades un derecho general de actuar de modo sostenible, sobre la base de la creación de valor sostenible y el respeto a las fronteras planetarias. Seguidamente, se presenta la repercusión de la PDD en el Reino Unido y se analiza la propuesta en el contexto del movimiento de gobierno corporativo de aquél país, de las exigencias de Derecho de sociedades y de los actuales desarrollos en torno a la concepción de la empresa sostenible. El capítulo IV se ocupa del movimiento de la empresa social como una vía para alcanzar la sostenibilidad corporativa y analiza críticamente las particularidades de la sociedad de responsabilidad limitada alemana con activos vinculados, como propuesta de empresa social. Seguidamente se tratan los esquemas de certificación y los informes corporativos en tanto herramientas legales cuya finalidad es incentivar la producción sostenible y el emprendimiento responsable, así como superar los déficits de información. Este análisis tiene en cuenta los desarrollos en derecho comparado, las similitudes y diferencias de ambos instrumentos, así como sus funciones y riesgos.

En el capítulo VI se aborda la cuestión del deber de diligencia de los administradores de una sociedad de capital como instrumento para la implementación de las políticas y principios en materia de desarrollo sostenible, prestando especial atención a cuestiones de difícil solución con el estadio legislativo actual, como, por ejemplo, si están ya incluidos en los estándares de diligencia de cualquier administrador los principios del desarrollo sostenible, aun sin disposición legal o estatutaria al respecto o las disfuncionalidades que plantea la falta de definición de conceptos como desarrollo sostenible, responsabilidad social corporativa y la forma en que ambas afectan a la reputación corporativa. En conexión con esta materia, el Capítulo VII estudia el alcance y las implicaciones de las obligaciones de divulgación de información no financiera como instrumento del desarrollo sostenible, teniendo en cuenta la recientemente aprobada CSRD. A este respecto se analiza el contenido del Informe de Sostenibilidad Corporativa incluido en el Informe de gestión, prestando atención a las características y requisitos que debe cumplir la información proporcionada.

Alcanzar las metas de sostenibilidad en las sociedades de capital cotizadas requiere la implicación del equipo gestor, pero también debe considerar la influencia que la conducta de los socios tiene respecto de tales objetivos. Se incluye por ello en el capítulo VIII, un estudio que aborda las distintas interpretaciones doctrinales en relación con el impacto de la actuación de

los accionistas en la sociedad, advirtiendo además que nos encontramos en un período de transición en el que la sensibilización del mercado hacia la inversión sostenible cobra cada vez más fuerza. Se exploran además los impulsos legislativos dados hacia la incorporación de principios ESG en Derecho español y los mecanismos legales con que ya cuentan los accionistas para optar por contribuir con su actuación a crear valor sostenible.

El capítulo IX está dedicado a la función de la responsabilidad civil de la empresa en materia de sostenibilidad, siendo ésta abordada desde su significación general como en particular, en el contexto de la PDD, así como en la iniciativa legislativa sobre protección de los derechos humanos, de la sostenibilidad y de la diligencia debida en las actividades empresariales transnacionales. La monografía contiene igualmente en el capítulo IX un tratamiento analítico de la Comunicación de la Unión Europea sobre el trabajo digno en el mundo para una transición justa a escala mundial y una recuperación sostenible, teniendo en cuenta la protección y los compromisos que pretenden asumirse para extender el trabajo digno en el mundo, así como las herramientas necesarias para alcanzar estos objetivos.

El último bloque de capítulos agrupa el análisis de la economía circular como objetivo medioambiental, partiendo de las finanzas sostenibles como vertiente de las metas de sostenibilidad. Asimismo, teniendo en cuenta que la activación de compromisos de sostenibilidad puede venir apoyada por la digitalización, en tanto ésta es una aliada para la transparencia, para la trazabilidad y para mejorar procesos internos de las empresas tendentes a incorporar las exigencias de sostenibilidad, se cierra la monografía con dos estudios relativos a las DAOs como modelo de impulso a la sostenibilidad y la IA como instrumento jurídico. El capítulo XII se centra en las conexiones entre blockchain, los criterios ESG y los objetivos ODS, todo ello como marco más amplio para abordar la significación y las funciones que pueden cumplir las DAOs sostenibles. En particular, se exploran las posibilidades que ofrecen las DAOs en relación con el medio ambiente, con los gobiernos descentralizados e inclusivos, así como con los modelos de consenso eficientes y sostenibles. Finalmente, el capítulo XIII se ocupa del impacto de la IA en la práctica jurídica, comprendiendo sus distintos alcances y usos, así como su repercusión en las profesiones y materias jurídicas.

El conjunto de trabajos que se reúnen en esta obra colectiva ofrecen por tanto al lector interesado en la materia un recorrido analítico por los aspectos cruciales de las propuestas de modificación legislativa que pretenden exigir que determinadas empresas europeas y de terceros países establezcan pro-

cesos de identificación, prevención y diseño de remedios para impactos adversos sobre los derechos humanos y el medio ambiente que puedan ser provocados por la propia empresa, sus filiales y por entidades que formen parte de su cadena de suministro.

Finalmente, resulta necesario expresar nuestro agradecimiento a cada uno de los autores por su generosidad y esfuerzo al contribuir en esta obra. Gracias a sus aportaciones resulta hoy posible poner a disposición de estudiosos y profesionales, el resultado de una reflexión colectiva sobre un tema tan actual como es la creciente introducción de exigencias de sostenibilidad en el Derecho de sociedades y el papel que deben desempeñar las empresas en la transición hacia la sostenibilidad. Agradecemos también a la Universidad Rey Juan Carlos por acoger y apoyar la celebración del seminario, que fue inaugurado por el Exmo. Sr. Javier Ramos, Rector de la Universidad Rey Juan Carlos, y a la *Revista La Ley Mercantil*, editada por LA LEY, y dirigida por los Catedráticos de Derecho Mercantil Alberto Alonso Ureba y A. Jorge Viera González, por su amable patrocinio.

M.ª de la Concepción Chamorro Domínguez
Profesora Titular de Derecho Mercantil,
Universidad Rey Juan Carlos
Investigadora Principal del Proyecto

A. Jorge Viera González
Catedrático de Derecho Mercantil,
Universidad Rey Juan Carlos

Con el trasfondo principal de la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad, de 23 de febrero de 2022, y la orientación general alcanzada el 30 de noviembre de 2022, así como teniendo en cuenta otras normativas relacionadas como la Directiva 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, relativa a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas, la presente obra ofrece un conjunto de trabajos relacionados con los cambios que puede experimentar el Derecho de sociedades en relación con las crecientes exigencias de sostenibilidad impulsadas desde la UE. A estos efectos, se aborda la función económico social de la gran empresa, incidiendo en el actual debate sobre el «interés social» y el «interés de empresa», así como la integración de la sostenibilidad en el gobierno corporativo. En conexión con ello se estudian las implicaciones en la significación del deber de diligencia de los administradores; el alcance de las obligaciones de divulgación de información no financiera; la influencia de los socios en la consecución de metas de sostenibilidad; la responsabilidad civil de la empresa en materia de sostenibilidad y la protección del trabajo digno en el mundo. Los esquemas de certificación de la producción sostenible y responsable, la economía circular como objetivo medioambiental y la relevancia de las DAOs sostenibles, son asimismo objeto de tratamiento en la monografía. A su vez, los desarrollos seguidos en los ordenamientos jurídicos inglés y alemán también están presentes en la obra.

ISBN: 978-84-19446-56-5

AENOR ER Empresa Registrada ISO 9001 ER-0280/2005
IQNet
AENOR Gestión Ambiental ISO 14001 GA-2005/0100

LA LEY

8.
La influencia de los socios en la consecución de la sostenibilidad corporativa (1)

M.ª de la Concepción Chamorro Domínguez

Profesora Titular de Derecho Mercantil
Universidad Rey Juan Carlos

1. INTRODUCCIÓN

La situación de crisis y los retos a los que nos enfrentamos como sociedad global, deben ser asumidos de forma conjunta y promoviendo lo que ha venido a denominarse el desarrollo sostenible: una apuesta por el equilibrio medioambiental, el progreso social, el crecimiento económico sostenible y el buen gobierno corporativo. El concepto ESG —ASG en castellano— viene así a integrar las palabras *environmental* (medio ambiente), *social* (sociedad) y *governance* (gobierno corporativo), agrupando en estos tres ejes los factores no financieros más relevantes de una compañía y la piedra angular de la inversión sostenible y responsable de cualquier empresa. A este respecto, la sostenibilidad debe ser entendida como la creación de valor por las empresas y, en general, por los agentes económicos, de tal forma que sea (a) ambientalmente sostenible en el sentido de que garantice la estabilidad y la resistencia a largo plazo de los ecosistemas que sustentan la vida humana (b) socialmente sostenible en tanto que respete y promueva los derechos humanos de todas las partes implicadas, y (c) económicamente sostenible al permitir satisfacer las necesidades económicas de un modo que contribuya a crear sociedades estables y resilientes (2) .

La consecución de los objetivos de sostenibilidad requiere por tanto involucrar a las empresas de todos los sectores de la economía en el compromiso y la responsabilidad de incorporar esos objetivos en sus decisiones y actividades. Con este cometido se publica la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva 2019/1937, de 23 de febrero de 2022 (en adelante PDD), la cual tiene por objeto fomentar un comportamiento empresarial sostenible y responsable a lo largo no solo de la propia sociedad y sus filiales, sino de las cadenas de suministro mundiales. Esta propuesta de normativa europea surge en el contexto generado por los Principios rectores de las Naciones Unidas sobre las empresas y los derechos humanos (3) y las Directrices de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) para las empresas multinacionales (4) , las cuales impulsan el movimiento de transición hacia la incorporación de

exigencias de sostenibilidad. Más concretamente, la PDD procede de la iniciativa de la Comisión sobre gobernanza empresarial sostenible (5) , la cual se concibió con el objetivo de alinear mejor los intereses de las empresas, sus accionistas, los gestores, las partes interesadas y la sociedad. La finalidad de dicha Comisión residía en ayudar a las sociedades a gestionar mejor las cuestiones relacionadas con la sostenibilidad en sus propias operaciones y en sus cadenas de valor, especialmente en lo que respecta a los derechos sociales y humanos, el cambio climático y el medio ambiente. Sin embargo, la PDD no lleva el mismo título que la Comisión donde se gestó, lo cual parece ilustrar el cambio de enfoque que se experimentó desde el lanzamiento del proceso. En efecto, el punto nuclear se desplazó hacia los aspectos de diligencia debida, aunque manteniendo algunas disposiciones sobre gobierno corporativo sostenible. En el contexto de la PDD, la gobernanza empresarial sostenible se centra en la obligación de diligencia debida empresarial intersectorial a lo largo de las cadenas de valor mundiales. Con anterioridad a la publicación de la orientación general alcanzada el 30 de noviembre de 2022 por el Consejo de la Unión Europea (UE) sobre la PDD (6) , se establecía la exigencia de que serían los administradores los responsables de poner en marcha y supervisar las medidas de diligencia debida previstas, así como de hacer lo necesario para adaptar la estrategia de la empresa de forma que tenga en cuenta los efectos adversos reales y potenciales sobre los derechos humanos y el medio ambiente que se deriven de sus propias actividades o de las de sus filiales (arts. 25 y 26 en relación con los art. 4 y 5, y 7 a 9 de la PDD). La orientación general suprimió los arts. 25 y 26 PDD, pasando a exigir que las empresas integren la diligencia debida en las políticas y sistemas de gestión de riesgos de la empresa, con el objeto de considerar los distintos sistemas de gobernanza empresarial y la libertad de las empresas para regular sus asuntos internos. Otras partes interesadas, como los trabajadores de la empresa u otros individuos o grupos afectados por las operaciones de aquella, deben ser consultados por la sociedad al evaluar su impacto adverso real y potencial sobre los derechos humanos y el medio ambiente (art. 6.4 PDD) y podrán presentar denuncias a la empresa (art. 9 PDD). Aunque estas facultades de participación en la aplicación de la diligencia debida podrían parecer limitadas, la cláusula de responsabilidad civil (art. 22 PDD) podría proporcionar a las partes interesadas una herramienta útil para reclamar la reparación de los daños ya producidos. Por el contrario, en todo el conjunto de previsiones de la PDD, los accionistas no son mencionados. Esta opción no parece la más adecuada, en tanto no se debería desestimar la influencia que pueden tener los inversores en la sociedad ni descuidar el marco que debería regir el ejercicio de su poder (7) . Esta omisión también resulta sorprendente, dado que los documentos precedentes, particularmente el Estudio sobre los deberes de los administradores y el gobierno corporativo sostenible (8) elaborado en julio de 2020 por EY para la Comisión Europea («Estudio EY»), habían considerado de manera notable el papel de los accionistas, destacando la presión negativa y el cortoplacismo derivado de los mercados de capitales sobre las empresas, como factor perjudicial para el buen gobierno corporativo.

Así pues, aunque el rol de los administradores en la integración de las exigencias de sostenibilidad en las sociedades de capital juega un lugar preponderante, resulta necesario cuestionarse cuál es el impacto del comportamiento de los socios y de sus decisiones en relación con la sostenibilidad y cuál debe ser la gobernanza de estos actores. Teniendo en cuenta que las principales iniciativas legislativas se dirigen hacia las grandes sociedades de capital, este trabajo se va a centrar en primera medida en los accionistas de las sociedades cotizadas, aunque con la necesaria reserva que implica la amplitud del término accionista. Ello explica que el trabajo comience con dos consideraciones previas, siendo una de ellas la alusión a la tipología de los socios y la otra el interés social, en tanto concepto que recibe la creciente introducción de los principios ESG. Sobre esta base, el trabajo se ocupa de las interpretaciones existentes en torno al impacto de la actuación de los accionistas en la sociedad respecto a las metas de sostenibilidad, teniendo en cuenta las conductas cortoplacistas y la primacía del accionista, pero también la progresiva sensibilización del mercado y de los inversores a productos sostenibles, y los impulsos legislativos recientes en Derecho español en relación con la inserción de exigencias de sostenibilidad. Finaliza este estudio con una referencia sintética a los mecanismos jurídicos que ya están al alcance de los socios, principalmente en sede de junta general, para poder asumir una actuación acorde con los principios ESG.

2. CUESTIONES PREVIAS

2.1. Referencia a la diversa tipología de los socios

Como ya se ha adelantado, los socios de las sociedades de capital presentan una variada tipología que se une además a las diferencias y matices que surgen respecto de una u otra sociedad mercantil, así como en relación con la estructura de propiedad y del sistema legal de cada país y cada mercado. Si atendemos al volumen de la inversión realizada, cabe reconocer la existencia de accionistas minoritarios, los cuales tienen muy pocas posibilidades de ejercer algún tipo de control societario y en muchos casos buscan el asesoramiento y los servicios de profesionales de la inversión para gestionar adecuadamente su ahorro. Por su parte, los accionistas de control o de referencia son aquellos que tienen una representación accionarial suficiente para controlar los órganos societarios, lo cual, en el marco de la normativa del mercado de valores se sitúa en la posesión de un porcentaje equivalente al 3% de las acciones de una sociedad cotizada ex art. 495.2.a del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Los accionistas de control pueden ser a su vez mayoritarios, de control minoritario o constituir un núcleo duro de accionistas a largo plazo. Los mayoritarios son los que poseen más de la mitad de las acciones con derecho de voto; los accionistas de control minoritario son socios con una participación inferior a la mitad del capital social pero que, a falta de un socio mayoritario, pueden ejercer el control de la sociedad o pueden influir notablemente sobre ella. El accionista núcleo duro, a largo plazo, aunque posee una participación minoritaria, busca generar valor a largo plazo con su inversión (9) . Desde la perspectiva del mercado de valores, cabe considerar a los inversores como particulares o cualificados, ubicándose dentro de este último grupo los inversores institucionales, en tanto organizaciones que de forma profesional canalizan la inversión de los particulares, reinvirtiendo, directa o indirectamente, los fondos que reciben de sus clientes en productos financieros, especialmente, valores mobiliarios, con el objeto de maximizar la rentabilidad de estas inversiones y repartir los beneficios entre sus clientes, ya sea de forma directa o indirecta, según el tipo de relación jurídica que les vincule con ellos (10) .

En el caso de las acciones de sociedades cotizadas españolas, la presencia de inversores internacionales en la Bolsa constituye un grupo que sigue aumentando año tras año y en 2021 se mantiene cerca del 50%, cifra que incluso se sobrepasó de forma puntual en 2019. A cierre del año 2021, los no residentes controlaban el 48,8% de la capitalización bursátil de las empresas cotizadas españolas. En lo que va de siglo los inversores extranjeros han aumentado en más de 14,5 puntos su peso en la Bolsa española, desde el 34,3% de 1999 al 48,8% de 2021. Si tomamos como referencia el año 2007, previo al estallido de la crisis financiera mundial que dio paso a la gran recesión, los inversores extranjeros han aumentado su participación en 12 puntos porcentuales a lo largo de casi tres lustros marcados por sucesos negativos de diversa índole y gran envergadura: la crisis financiera, la crisis de deuda soberana en la eurozona y la pandemia mundial causada por el COVID-19 que ha dado paso a una crisis energética de ámbito mundial (11) . El resto de los porcentajes sobre la capitalización total a cierre de 2021 se distribuyen en un 3.5% en manos de bancos y cajas; un 2.7% en la administración pública; un 7% en instituciones de inversión colectiva, seguros y otras; un 20.9% en empresas no financieras y un 17.1% en familias.

Los inversores extranjeros muestran una preferencia por instrumentos cotizados. Según los datos de las cuentas financieras de cierre de 2021 publicadas por el Banco de España, del valor total de las acciones españolas cotizadas, los inversores internacionales eran propietarios de algo más del 50% con un crecimiento de más de 20 puntos porcentuales en las últimas dos décadas. Si se realiza este mismo cálculo para las acciones y otras participaciones en el capital de empresas no cotizadas en Bolsa, los inversores no residentes son propietarios del 24% de estas, algo menos de la mitad que en el caso de las acciones cotizadas, una cifra que apenas está dos puntos porcentuales por encima de los valores alcanzados en el año 2000. Los principales inversores dentro del grupo de los extranjeros son inversores institucionales, es decir, gestoras de fondos de

inversión y de pensiones, fondos soberanos, compañías de seguros, fondos de capital riesgo o private equity e incluso bancos de inversión e intermediarios que mantienen carteras de acciones. Por ejemplo, entre BlackRock, el fondo soberano de Qatar y la gestora de private equity CVC acaparan el 6% del valor del IBEX 35® al cierre de 2021. El primero de ellos, BlackRock, tenía varias participaciones por encima del 5% en empresas cotizadas en la Bolsa española (el 5,25% en Iberdrola, el 5,4% en Santander, el 5,9% en BBVA, el 5,2% en Cellnex, el 6,1% en Amadeus o casi el 5% en Telefónica). También están presentes de manera destacada otros grandes inversores institucionales globales como Norges Bank, Vanguard, Fidelity, Standard Life, Capital Research, GIP, Amundi, Invesco y otros muchos. Sus participaciones se instrumentalizan fundamentalmente a través de fondos de inversión tradicionales, fondos de capital riesgo o ETFs, fondos estos últimos que replican de forma pasiva índices de acciones cotizadas de los principales mercados de acciones mundiales.

Los inversores institucionales presentan diferencias notales entre sí, dado que no pueden categorizarse en un único grupo y sus actuaciones pueden ser muy diversas, tienen distintas formas jurídicas y tipos de propietarios tales como accionistas, clientes, partícipes o beneficiarios. También poseen diversas motivaciones económicas y actúan en distintos contextos políticos, por lo que resulta ilusorio pretender realizar afirmaciones genéricas en cuanto a un grupo tan heterogéneo. Algunos poseen sistemas de incentivos para sus gestores que favorecen su activismo. Aunque algunos no desean o no les compensa implicarse en el gobierno de las sociedades, otros asumen un papel más activo desarrollando actividades de supervisión a través del control de la gestión y el gobierno de las empresas, pudiendo llegar a estar en una posición que les permite liderar propuestas a las que puedan adherirse otros inversores más pasivos. Estas propuestas pueden ir encaminadas, por ejemplo, a destituir o sustituir al equipo gestor, plantear operaciones de reestructuración o desinversión, o aumentar la política de dividendos. A pesar de la gran influencia que pueden ejercer estos socios, no suele ser equiparable a la de los socios que ejercitan el control en las sociedades controladas.

Estas consideraciones deben tenerse en cuenta a la hora de abordar la materia de este trabajo, dado que difícilmente pueden hacerse afirmaciones que sean válidas para todas las constelaciones. Por ese motivo, se estudiarán los efectos de las conductas de los socios en la consecución de las metas de sostenibilidad, partiendo de la base de que la implicación de cada uno de ellos tiene valor, pero siendo conscientes del alcance de la influencia de un socio de control o de un socio mayoritario, o de los inversores institucionales, en especial de los activistas, esto es, aquellos que persiguen impulsar cambios en las sociedades.

2.2. Referencia a la incidencia de los principios ESG en la concepción de interés social

La delimitación conceptual de interés social ha dado lugar a diversas interpretaciones doctrinales. Aunque no es la finalidad de este trabajo abordar las distintas concepciones del interés social, dicotomía clásica y ampliamente analizada por la doctrina (12) y que es tratada ampliamente en otro capítulo de este libro (13) , si cabe dejar apuntadas ambas vertientes interpretativas, en tanto que este debate ha adquirido nuevamente gran relevancia debido a la incidencia de los principios ESG en el concepto de interés social. La teoría monista o contractualista, entiende el interés social como el interés común de los socios. Ese interés común de los socios nace de la comunidad de intereses de los asociados, pudiendo calificarse como «social» solo cuando dicho interés se una a la causa común del «contrato social», el cual, por regla general, es alcanzar un fin lucrativo (14) . Según esta visión contractualista, que es la que ha informado tradicionalmente el derecho societario (15) , las decisiones sociales deben adoptarse siempre sin perseguir intereses extrasocietarios distintos al interés común de todos los socios. Los administradores solo pueden adoptar decisiones favorables a otros intereses distintos a los de los socios, cuando tales decisiones, en el largo plazo, puedan ser consideradas ventajosas para los accionistas. De este planteamiento surgió posteriormente la denominada teoría del *shareholder value*, conforme a la cual y especialmente en relación con las grandes sociedades cotizadas, el

interés social se entiende como «la creación de valor para el accionista», buscando así la maximización del valor actual de las acciones (16) .

Frente a la teoría monista o contractualista, se promulga también la teoría pluralista o institucionalista, hoy reformulada por el *stakeholder value*, y conforme a la cual el interés social responde al interés de la empresa, en el que confluyen los intereses de socios, pero también otros intereses colectivos como los de los trabajadores, proveedores, clientes, la comunidad local, etc. (17) . Conforme a esta teoría la protección del interés de la empresa, en tanto ente productivo, debe tener carácter preferente frente a cualquier otro tipo de interés. A su vez, la concepción del interés de la empresa supera al interés de la sociedad como persona jurídica, toda vez que la empresa viene a concebirse como un organismo donde convergen múltiples intereses. Conforme a esta teoría, los administradores deben promover no solo los intereses de los titulares de la propiedad, sino los intereses de otros sujetos que se ven involucrados en la empresa. En conexión con esta idea, el *stakeholder value* acoge desarrollos como el buen gobierno corporativo o la responsabilidad social corporativa (RSC). Esta línea permite así entender la organización empresarial de forma más amplia, considerando grupos que están conectados con la empresa y que no se limitan a la base propietaria del capital de la persona jurídica (18) .

Más allá, sobre la base de que ambas teorías en torno al interés social presentan dificultades para satisfacer enteramente las particularidades de las sociedades de capital en sus diversas tipologías, surgen defensores de tesis intermedias o híbridas, que buscan compatibilizar ambas posiciones contrapuestas sobre el interés social. Por ejemplo, se aboga por una teoría neocontractualista o evolutiva del interés social, según la cual, se produce una superación de la concepción societaria como entidad monista de intereses, incorporando el reconocimiento de un pluralismo intrasocietario de intereses. Así, en conexión con planteamientos de RSC, particularmente cuando la sociedad revista grandes dimensiones, a los efectos del criterio de impugnación de acuerdos sociales debe determinarse el contenido del concepto de interés social en relación a la causa del contrato de sociedad entendido como función económico-social de la sociedad (teoría contractualista evolutiva) (19) .

La evolución normativa pone de manifiesto la creciente relevancia de otros intereses conectados con la sociedad y la consideración de las sociedades abiertas como entes con implicaciones e influencias en diversos ámbitos. Muestra de ello son, entre otras, las reformas operadas por la Ley 11/2018, por la que se modifica el Código de Comercio, la LSC, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad (Ley 11/2018), cuyo principal objetivo es incorporar plenamente al Derecho español la Directiva 2014/95/UE, de 22 de octubre de 2014 que modificaba la Directiva 2013/34/UE. En virtud de los cambios introducidos, las sociedades de grandes dimensiones, sociedades de interés público (entre las que se incluye a la cotizada) y grupos que cumplan los requisitos establecidos en el art. 262.5 LSC, vendrán obligadas a presentar un informe no financiero dentro del informe de gestión anual siguiendo las indicaciones del art. 49.6 y 7 del Código de Comercio (CCo). El estado de información no financiera consolidado incluirá la información necesaria para comprender la evolución, los resultados y la situación del grupo, y el impacto de su actividad respecto, al menos, a cuestiones medioambientales y sociales, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno, así como relativas al personal, incluidas las medidas que, en su caso, se hayan adoptado para favorecer el principio de igualdad de trato y de oportunidades entre mujeres y hombres, la no discriminación e inclusión de las personas con discapacidad y la accesibilidad universal. Significativa resulta también la reciente reforma del art. 225 LSC regulador del «deber general de diligencia» aplicable a cualquier administrador y en cualquier tipo de sociedad de capital. A través de la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica la LSC y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas (Ley 5/2021) se añadió la exigencia según la cual los administradores deberán subordinar su interés particular al «interés general» de la empresa; un concepto que viene a ampliar el margen de discrecionalidad empresarial en la selección y coordinación del conjunto de intereses afectados en la continuación de la actividad empresarial (20) .

También en el plano de las recomendaciones de buen gobierno corporativo se ofrece una visión más abierta a la consideración plural de intereses. El Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas aprobado en 2015 (CBG), a diferencia de sus antecesores, entiende el interés social como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva la continuidad y la maximización del valor económico de la empresa. En conexión con ello, se recomienda que el consejo de administración de las sociedades cotizadas procure conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente (21) . En la misma línea, la versión revisada en 2020 reitera esta concepción del interés social (22) y a lo largo de diversas recomendaciones y principios se sustituye el término RSC por el más amplio y actual de sostenibilidad. Se parte de la concepción según la cual la sociedad promoverá una política adecuada de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados (23) . A este respecto se precisa que la apertura y sensibilidad hacia el entorno, el sentido de comunidad, la capacidad innovadora y la consideración de la sostenibilidad y el largo plazo se añaden a la imprescindible creación de valor como fundamentos de la actividad empresarial, siendo recomendable que las empresas analicen cómo impacta su actividad en la sociedad y cómo esta impacta, a su vez, en la empresa. De esta manera, utilizando como referencia la cadena de valor, la empresa puede identificar cuestiones sociales que permitan la creación de valor compartido. Sobre esta base se considera conveniente desarrollar el contenido mínimo recomendado de la política de responsabilidad social o sostenibilidad en materias medioambientales y sociales, cuya aprobación corresponde al consejo de administración, y de plasmar el principio de mantener una comunicación transparente basada en la necesidad de informar tanto sobre los aspectos financieros como sobre los aspectos no financieros de negocio. Dada la relevancia de las cuestiones relativas a la sostenibilidad y a aspectos sociales, medioambientales o de gobierno corporativo, se recomienda la identificación y atribución de funciones específicas en esta materia a una comisión especializada, que podrá ser la comisión de auditoría, la comisión de nombramientos, una comisión de sostenibilidad o RSC u otra comisión *ad hoc*, con el objetivo de impulsar una gestión de estos asuntos más intensa y comprometida (Recomendación 53 CBG 2020).

Así pues, la admisión de los principios ESG por parte de las sociedades de capital tiene una repercusión notable en el concepto del interés social y en la posible transición de la tesis contractualista en su sentido más tradicional hacia un concepto en el que la sociedad debe valorar otros fines plurales adicionales a la mera rentabilidad, como son el impacto de su actuación en el medio ambiente, el contexto social y el gobierno corporativo (24) . Ello no resulta incompatible con que los administradores desempeñen su cargo y cumplan sus deberes promoviendo siempre el interés común de los socios, el interés de la empresa, si bien, la promoción del interés social debe llevarse a cabo de tal forma que se cree valor sostenible, es decir, un valor respetuoso con los principios ESG. En conexión con ello debe tenerse en cuenta que, aunque hasta ahora las iniciativas de RSC se han mantenido en una consideración ciertamente abierta, imprecisa y voluntaria, el tránsito hacia los principios ESG está siendo acompañado de medidas normativas que buscan forzar a las (grandes) sociedades a incorporarse al cambio, de manera que la transición resulta imparable.

3. INTERPRETACIONES EXISTENTES EN TORNO AL IMPACTO DE LA ACTUACIÓN DE LOS ACCIONISTAS EN LA SOCIEDAD RESPECTO A LAS METAS DE SOSTENIBILIDAD

3.1. Los problemas atribuidos al cortoplacismo

Durante mucho tiempo las iniciativas legislativas de diversos ordenamientos jurídicos han tendido a fortalecer y revitalizar los derechos de los accionistas en el seno de la junta general, a combatir su pasividad, su absentismo y fomentar su participación. Junto a ello, hace más de una

década, se empieza a trasladar el foco también a los deberes y la responsabilidad que deben asumir los accionistas para apoyar la consecución de las metas de sostenibilidad. La implicación efectiva y sostenible de los accionistas se reconoce como uno de los elementos cruciales del modelo de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, pues puede contribuir a que se vean aminorados los conflictos de agencia que afectan a las sociedades cotizadas; en particular, la implicación de los inversores institucionales podría mejorar los problemas de información y coordinación de los pequeños inversores (25) . Además, una implicación de los accionistas acorde con los ideales de buen gobierno corporativo puede contribuir a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de estas sociedades, también en cuanto a la consideración de los principios ESG.

Partiendo pues del reconocimiento del rol que juegan los accionistas en la consecución de los objetivos de sostenibilidad, la observación de la realidad y de la práctica muestra que las conductas de los accionistas, aunque pueden potencialmente ser positivas, a menudo pueden llegar a tener efectos perniciosos sobre la sociedad. El principal problema que se asocia a la conducta de los accionistas es la estrategia de inversión cortoplacista, una cuestión controvertida y no exenta de críticas, sobre la que tanto el regulador europeo como diversas organizaciones internacionales y Estados miembros de la Unión Europea han puesto su atención, formulando iniciativas que persiguen hacer frente a este tipo de conducta fomentando la implicación a largo plazo de los accionistas. Se considera desde esta óptica que el cortoplacismo crea un efecto negativo sobre el desarrollo sostenible de las sociedades cotizadas a largo plazo, dado que las empresas centran su esfuerzo en la obtención de resultados a corto plazo, enfocándose, a veces únicamente, en la revalorización de las acciones en el menor tiempo posible para así obtener resultados financieros trimestrales que sean favorables. La presión por obtener resultados inmediatos puede generar beneficios ficticios o propiciar incluso la comisión de manipulaciones contables y otros tipos de abusos. El cortoplacismo provoca, normalmente, una detracción de recursos en proyectos a largo plazo y una inversión menor en I+D, dejando de lado otros objetivos no financieros o grupos de interés que deberían ser relevantes para la sociedad (como los trabajadores de la empresa o las políticas de protección del medio ambiente), lo cual puede derivar en perjuicios graves para el conjunto de la economía, ya que se generan riesgos para la estabilidad del mercado financiero y la sostenibilidad económica general (26) .

Estas apreciaciones son recogidas desde diversas instancias, que sobre esta base han centrado su atención en fomentar la inversión responsable y a largo plazo. En el año 2005, el entonces secretario general de las Naciones Unidas, Kofi Annan, inició la elaboración de los Principios de Inversión Responsable (PRI), que fueron publicados en 2006. Los PRI parten de la concepción de que un sistema financiero global económicamente eficiente y sostenible es una necesidad para la creación de valor a largo plazo; y que este sistema recompensará la inversión responsable a largo plazo y beneficiará tanto al medio ambiente como a la sociedad en su conjunto. En particular se busca que los inversores sean socios activos e incorporen los principios ESG en sus prácticas y políticas a largo plazo (Principio segundo), así como que promuevan la aceptación e implementación de los PRI en el sector de las inversiones teniendo en cuenta horizontes a largo plazo (Principio cuarto). Esta conclusión se recoge también en los Principios de Gobierno Corporativo formulados por la OCDE y el G20 de 2015, texto en el que se reconoce el fomento de las inversiones a largo plazo como uno de los principales objetivos del gobierno corporativo. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) destaca en su Informe sobre las presiones cortoplacistas indebidas sobre las empresas (ESMA30-22-762), de 18 de diciembre de 2019, la relación que existe entre las inversiones a largo plazo y la sostenibilidad social y medioambiental de las empresas. Según este Informe la inversión a largo plazo suele tener más en cuenta elementos y objetivos relacionados con la sostenibilidad; en consecuencia, se considera que la gestión adecuada de los riesgos sociales y medioambientales está alineada con los objetivos de los inversores a largo plazo. Igualmente, el Foro Económico de Davos en su quincuagésima celebración, aprobó en sus conclusiones finales un conjunto de principios éticos para guiar a las empresas en la era de la Cuarta Revolución Industrial y para avanzar hacia un capitalismo donde el objetivo de aquellas vaya más allá del beneficio y genere valor para todos sus grupos de interés. Según ello, la empresa es algo más que una unidad económica generadora de riqueza, debiendo

atender a las aspiraciones humanas y sociales en el marco del sistema social en su conjunto y en la que el rendimiento no se mida tan solo a través de los beneficios de los accionistas, sino también en relación con el cumplimiento de los objetivos ambientales y sociales. Otro exponente claro de esta tendencia es el *Stewardship Code* inglés, que ya desde su primera versión de 2010, pero también en posteriores versiones y en la actual de 2020, recoge buenas prácticas para los inversores institucionales con el ánimo de incentivar el largoplacismo en los mercados. En esta misma línea se sitúan los Códigos de más de 20 países (27) , así como también el Código de buenas prácticas de inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos conferidos o los servicios prestados (CBPI) aprobado por la CNMV en febrero 2023 (28) .

A nivel comunitario, debe destacarse de modo singular la Directiva 2017/828, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (Directiva 2017/828), la cual identifica el cortoplacismo como un elemento que contribuye a la crisis financiera global, sugiriéndose que los accionistas apoyan con frecuencia a los administradores en un exceso de adoptar riesgos cortoplacistas. Se afirma además que existen pruebas claras de que el nivel actual de seguimiento de las sociedades en las que se invierte y de implicación de los inversores institucionales y los gestores de activos a menudo es inadecuado y se centra demasiado en una rentabilidad a corto plazo, lo que puede dar lugar a una gestión y a un rendimiento empresarial que disten de ser óptimos (29) . Y es que aunque puede haber proyectos donde el cortoplacismo viene justificado, el problema surge cuando el cortoplacismo derivado de la primacía del accionista se vuelve omnipresente en todo el proyecto empresarial e influye de manera permanente. Contribuye a este problema el hecho de que el activismo accionarial viene impulsado principalmente por inversores institucionales interesados en obtener el máximo beneficio de su inversión en el menor plazo de tiempo posible, sin que esta implicación en la gestión suela perseguir otras estrategias más acordes con el desarrollo social de la empresa.

Parece pues existir un amplio consenso en cuanto a los perjuicios derivados del cortoplacismo, a pesar de que según otras voces autorizadas las conclusiones que condenan esta tendencia inversora son erradas (30) . En particular, los resultados publicados en el Estudio EY han sido objeto de duras críticas, principalmente por el enfoque metodológico supuestamente defectuoso y la selección de pruebas que aporta estudios académicos escogidos y que apoyan la visión del cortoplacismo como problema, sin aportar otra literatura contrastada (31) . Ciertamente resulta lógico asociar que un proyecto a largo plazo estará más alineado con los metas de sostenibilidad, si bien, ello no siempre será necesariamente así; un proyecto empresarial a largo plazo que se centre únicamente o de modo mayoritario en la maximización de beneficios sin considerar otros criterios o las implicaciones de sus actividades y las de sus filiales en las dimensiones ESG, difícilmente podrá ser definido como sostenible. Por otra parte, con frecuencia los modelos empresariales que perduran son aquellos que cuidan los diversos intereses que confluyen en la sociedad, preocupándose por trabajadores, proveedores, clientes y por la comunidad en donde operan. Así pues, aunque las actuaciones cortoplacistas pueden presentar los problemas ya descritos, en determinados contextos en los que no constituyen la regla de actuación, pueden venir justificadas y no estar en contraposición al interés de la sociedad por respectar los principios ESG.

3.2. La controversia en torno a la primacía del accionista

El debate en torno al rol de los accionistas en el gobierno corporativo ha estado polarizado en países como Estados Unidos entre los que consideran necesario fortalecer los derechos de los accionistas (32) y aquellos que consideran preferible aislar o proteger a los administradores del control excesivo que ejercen los socios (33) . En el contexto europeo, se suele considerar el activismo o participación, en definitiva, la implicación de los accionistas, como un atributo a primera vista positivo para el buen gobierno corporativo, que puede mejorar la estabilidad a largo plazo y la responsabilidad social corporativa. Esta visión asocia situaciones de crisis financiera con una combinación de una administración societaria que asume demasiados riesgos, pasividad

accionarial y excesivo cortoplacismo. En esta línea, el *Stewardship Code* inglés favorece la actuación de los inversores como supervisores de las conductas de los administradores en torno a las recomendaciones de buen gobierno corporativo. Según ello, los inversores institucionales deben supervisar a los administradores en el ánimo de preservar el interés de los accionistas y a la vez ser una protección de la responsabilidad corporativa y de otros intereses (trabajadores, clientes, proveedores, comunidades, sociedad civil y la sociedad en general) (34) . Esto se traduce en la necesidad para los inversores y las sociedades de focalizar sus esfuerzos no solo en preservar y construir el capital financiero de la sociedad, sino también de integrar la consideración de los principios ESG en sus procesos de toma de decisiones y en sus prácticas de gestión de activos, mejorando de esta forma los rendimientos a largo plazo para los beneficiarios. Esto es, se trata de fomentar la alineación de los intereses de los inversores en torno a la inversión responsable, al nuevo ideario corporativo, bajo la premisa de que un sistema financiero global económicamente eficiente y sostenible es una necesidad para la creación de valor a largo plazo.

Ahora bien, ¿qué ocurre si los accionistas no adoptan este rol de inversor responsable que busca crear valor a largo plazo? Con relación al problema del cortoplacismo se advierten dos posturas opuestas en la doctrina: una primera interpretación entiende que los accionistas y los mercados bursátiles fuerzan a las sociedades al cortoplacismo, de manera que se muestra necesario proteger a los administradores de la presión ejercida por los inversores cortoplacistas (35) . Esta es la tendencia que sigue el Estudio EY, el cual destaca la presión negativa de los accionistas sobre las empresas, como factor perjudicial para el buen gobierno corporativo. En conexión con ello se resalta que la generalidad de los ordenamientos jurídicos no exige que el órgano de administración se centre únicamente en obtener beneficios para los accionistas, sino que se espera que los administradores cumplan sus deberes persiguiendo el interés social o el más amplio interés de la empresa. Esta configuración de los deberes de los administradores les concede un margen de discrecionalidad que les permitiría asumir estrategias sostenibles; a este respecto, que los administradores se rijan por valores éticos estrictos beneficia de manera duradera a la sociedad, pues le otorga credibilidad y fiabilidad tanto en las operaciones diarias como en los compromisos a largo plazo. Si bien, con frecuencia, los administradores no eligen este tipo de desarrollo debido a la primacía de los accionistas (*shareholder primacy*), que viene a exigir o a esperar que los administradores maximicen los beneficios de aquellos (36) . En efecto, se trata de un concepto conforme al cual los intereses de los accionistas deben tener prioridad en relación con todas las demás partes interesadas de la sociedad. La primacía del accionista encuentra su anclaje en el hecho de que quienes se han unido en la constitución de una sociedad de capital a través de un contrato, son quienes estarían legitimados, dentro de los límites legales, para fijar el interés social. Sin embargo, no resulta factible ignorar la existencia de otros intereses también relevantes, que deberían ser tenidos en cuenta, a la vez que deben valorarse las repercusiones de la actuación de la sociedad en su conjunto. En este sentido, aunque es absolutamente legítimo que los socios defiendan sus intereses y que en una sociedad de capital el poder de decisión corresponda a los socios en sede de la junta general, lo que resulta problemático es cuando la primacía del accionista provoca que la sociedad se centre casi de modo exclusivo en la maximización del valor de las acciones sin tener en cuenta otros intereses o el impacto de su actuación en el entorno. En este sentido la primacía del accionista va conectada al principio de creación de valor del accionista, según el cual, el fin social de una sociedad de capital se centra en lograr la mayor rentabilidad posible de la inversión del accionista, esto es, en maximizarla. La evolución de la sociedad y los nuevos ideales han exigido que esta concepción sea matizada, de modo que la creación de valor se realice de modo sostenible, teniendo en cuenta los denominados límites planetarios. Y cuando ello no sucede, se afirma que la maximización del valor del accionista se convierte en la principal barrera para lograr las metas de sostenibilidad (37) . En consecuencia, aunque la contribución del accionista a la sostenibilidad corporativa puede potencialmente ser positiva, resulta con frecuencia extremadamente negativa (38) .

Otra posición doctrinal considera que los accionistas tienen una influencia generalmente positiva en las empresas, que puede mitigar las tendencias cortoplacistas de los administradores exigiéndoles responsabilidades. Según esta opinión, los accionistas y los inversores en el mercado

de capitales impulsan la transición ecológica y exigen que los órganos de administración de las sociedades tengan en cuenta los riesgos climáticos, ya que también están interesados en los resultados a largo plazo de las empresas, pues dichos resultados son decisivos para el valor actual de sus acciones y el rendimiento futuro de su inversión (39) . La línea de esta segunda posición viene avalada por un estudio del Banco Central Europeo que analiza datos de 1990 a 2013 en 50 países (40) . Los resultados obtenidos muestran que, tomado un nivel determinado de desarrollo económico y financiero, y regulación medioambiental, las emisiones de CO2 per cápita son menores en las economías que recurren más a la financiación en el mercado de capitales. El estudio apunta a dos explicaciones clave de la relación entre el uso de la financiación mediante compra o venta de acciones de sociedades cotizadas (*equity financing*) y las menores emisiones de carbono. En primer lugar, los mercados de valores reasignan la inversión hacia sectores menos contaminantes con mayor eficacia que otros tipos de mercados financieros. En segundo lugar, los mercados de valores también ejercen presión en los sectores con altas emisiones de carbono para que desarrollen y apliquen tecnologías más ecológicas. Los autores concluyen que las industrias altamente generadoras de carbono crean en promedio más patentes verdes si tienen una mayor financiación a través de los mercados bursátiles. En general, los mercados de valores públicos amplios que ofrecen a los inversores la posibilidad de diversificar los riesgos específicos de la empresa asociados a la innovación tecnológica reducen el coste social global del capital para la investigación y el desarrollo que dan lugar a nuevas patentes, productos y procesos que tienen una menor huella de carbono. Estos hechos permiten afirmar que una razón importante por la que la UE debería intentar fortalecer y hacer crecer sus mercados bursátiles es porque éstos asumen un papel clave en la transición hacia la economía verde. Y también por este motivo la normativa comunitaria existente pretende articular mecanismos que otorguen a los accionistas la posibilidad de influir en la gestión, muestra de ello es, según esta posición, la Directiva 2017/828, texto legal que parte de la idea de que el control de los accionistas es un elemento fundamental para lograr un mercado de valores eficiente. También ello constituiría el motivo de política jurídica que explica que la legislación comunitaria busque proporcionar a los accionistas la información necesaria para poder adoptar sus decisiones de inversión, obligando a las empresas a informar a través, por ejemplo, de las exigencias sobre informes de sostenibilidad y las normas sobre la taxonomía de las actividades sostenibles (41) . Desde esta perspectiva se considera preferible que la PDD no haya incluido en sus previsiones a los accionistas, siguiendo las conclusiones del Estudio EY y contraviniendo los pasos dados por la Directiva 2017/828. No obstante, el silencio respecto de los accionistas tampoco permite aportar luz al papel que deben asumir aquellos en la transición hacia una economía sostenible.

Sin perjuicio de que ambas afirmaciones puedan ser válidas en función del contexto concreto y la estructura corporativa en la que se afirmen, y de los necesarios matices que surgen de la existencia de distintas tipologías de accionistas, numerosas evidencias avalan la argumentación de las consecuencias nocivas de la primacía del accionista, cuando esta se convierte en el fin primordial de la sociedad. Ello a su vez explica el objetivo perseguido desde muy distintas instancias de forzar que la maximización del valor de las acciones no se persiga a cualquier precio, fomentándose la inversión a largo plazo. Entendemos que resulta legítimo que el propósito empresarial de toda sociedad continúe siendo la maximización del rendimiento económico, si bien, esta finalidad debe ir presidida por el respeto y la promoción de los estándares de sostenibilidad. El logro de estas metas va vinculado a un compromiso de los socios con estos criterios, por lo que resulta conveniente fomentar una mayor implicación de los accionistas en la promoción de estos ideales. Ello constituye un reto considerable, dado que los accionistas necesitarían un incentivo adecuado para implicarse, a la vez que, hasta ahora, como se ha expuesto, la implicación de los accionistas ha traído efectos más bien nocivos para la sociedad debido a su activismo agresivo centrado principalmente en la rentabilidad económica. Evidentemente, para que el sistema funcione se requiere también que el órgano de administración desarrolle su gestión en armonía con los fines sostenibles, que exceden del enfoque basado de modo preponderante en la maximización del valor de las acciones.

3.3. El interés creciente de los inversores por sociedades sostenibles y los

impulsos legislativos en la dirección de la sostenibilidad

3.3.1. ¿Punto de inflexión?

A pesar de las posibles influencias nocivas derivadas de las actuaciones de los accionistas, se observa, por una parte, un compromiso significativo de las propias empresas por alinear sus estrategias con una perspectiva de sostenibilidad, y, por otra, una creciente sensibilización de los inversores, en especial de los institucionales, respecto de la promoción de valores sostenibles. Este cambio es el resultado de la propia concienciación de los inversores, que demandan productos en armonía con los principios ESG y que consideran en sus decisiones de inversión factores como la huella de carbono de una empresa, el uso que realiza de recursos naturales escasos, la producción de productos y servicios que se ajustan a la economía circular, el trato que reciben sus empleados y otros trabajadores de la cadena de suministro, o la diversidad en sus órganos de gobierno (42) . La demanda de este tipo de inversión se asienta en la consideración de que es una buena práctica, aunque la opción por este tipo de conductas también puede ser una respuesta a las expectativas del mercado o venir unida a razones reputacionales.

El auge de las sociedades sostenibles también ha venido impulsado desde distintas instancias. Por una parte, existe una importante corriente doctrinal que desde la perspectiva económica y jurídica se refiere al propósito más amplio de la sociedad, que debe incluir los criterios de sostenibilidad, y que por tanto apuesta por la inversión responsable (43) . Son además numerosas las iniciativas o estrategias privadas que orientan a los inversores con el objeto de promover la inversión sostenible y responsable, tales como Eurosif, o Spainsif, entre otras, las cuales clasifican siete modelos de estrategias inversoras atendiendo a la sostenibilidad, buscando primordialmente la integración de los principios ESG en las políticas de inversión para así contribuir al desarrollo sostenible. Ello ha favorecido el notorio crecimiento de la inversión sostenible. Tal como se describe en el Informe sobre la estabilidad financiera mundial de octubre de 2021 publicado por el Fondo Monetario Internacional, la transición a una economía de bajas emisiones de gases de efecto invernadero exige una movilización a gran escala de financiamiento privado, pues aunque los fondos de inversión sostenible, y los fondos climáticos en particular, han crecido más rápidamente que los fondos convencionales similares en los últimos años, sigue siendo conveniente promover este tipo de inversión que aún constituye un segmento limitado (44) .

Se advierte además que las empresas que tienen en cuenta estos factores se encuentran entre las que presentan mejores rendimientos para el accionista; por ejemplo, desde su creación en 2008, el FTSE4good IBEX TR® se ha revalorizado un 39%, frente al 17% del IBEX 35® (45) . Por otra parte, surgen otros tipos de índices como el IBEX GENDER EQUALITY, lanzado en noviembre 2021 y diseñado para medir la evolución de aquellas compañías cotizadas en Bolsa española con exposición a la igualdad de género en España; en particular, el índice IBEX GENDER EQUALITY selecciona aquellas compañías cotizadas pertenecientes al Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) cuyo consejo de administración esté formado por entre un 25% y un 75% de mujeres, y cuente con entre un 15% y un 85% de mujeres en la alta dirección. Las ratios de exposición se obtienen a través de un estudio que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publica anualmente sobre la presencia de mujeres en puestos de responsabilidad en sociedades cotizadas; actualmente el índice está formado por 45 compañías. La serie histórica muestra una revalorización positiva para este índice del 5,9% en 2021 hasta cierre de diciembre, frente a un rendimiento del 7,9% para el índice IBEX 35®.

Junto al cambio de actitud proveniente de los propios inversores y la conciencia social generalizada, el aumento en el interés por valores de sociedades que ajusten su comportamiento a los ideales de sostenibilidad viene impulsado por los significativos pasos legislativos dados desde el ámbito comunitario en este campo. La decidida apuesta de la UE por la sostenibilidad se refleja en un conjunto amplio de medidas legislativas entre las que cabe destacar el Plan de Acción de Finanzas Sostenibles de la UE (COM/2018/097 final); la aprobación del Reglamento de Taxonomía de la UE 2020/852; la modificación del Reglamento 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros; la PDD; la aprobación por el

Parlamento Europeo el 10 de noviembre 2022 y por el Consejo el 28 de noviembre de 2022 de la Directiva del Parlamento europeo y del Consejo por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas; o el impulso del Bono Verde Europeo a través de la Propuesta de Reglamento sobre los bonos verdes europeos de julio de 2021 (COM(2021) 391 final. 2021/0191 (COD).

En el ámbito del fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, cobra especial relevancia la Directiva 2017/828, la cual fue transpuesta en España a través de la Ley 5/2021 (46) . Esta Ley introduce cambios de gran envergadura en las sociedades cotizadas (también, en algunos casos, en todas las sociedades de capital) y modifica principalmente la LSC, el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (LMV), la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC), la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (Ley 22/2014), el CCo. y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

3.3.2. Los principios ESG y el impulso dado por la Ley 5/2021. En especial, la implicación de los inversores institucionales en las sociedades cotizadas

a) La integración de la sostenibilidad a través de algunas de las reformas introducidas por la Ley 5/2021

La promulgación de la Ley 5/2021 debe enmarcarse en un contexto más amplio de disposiciones que ya han ido dando pasos relevantes hacia la introducción de exigencias de sostenibilidad en Derecho español y han procurado fomentar la implicación de los accionistas a largo plazo en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Casi paralelamente a la Ley 5/2021, la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética, introduce, entre otros cambios, la obligación de determinadas empresas y sociedades de incluir un informe de sostenibilidad corporativa en el informe de gestión de carácter anual, en el que se haga una evaluación del impacto financiero sobre la sociedad de los riesgos asociados al cambio climático generados por la exposición de su actividad, incluyendo los riesgos de la transición hacia una economía sostenible y las medidas que se vayan a adoptar para hacer frente a dichos riesgos financieros. Deben recordarse también las obligaciones introducidas por la Ley 11/2018 (47) o las reformas operadas por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre para la mejora del gobierno corporativo, las cuales tenían como finalidad revitalizar el funcionamiento de la junta general, buscando una intervención más efectiva en la actividad social y fomentando una mayor participación de los socios, a la vez que se concibiendo una mayor transparencia en el órgano de administración a través de la reformulación de los deberes de los administradores y de modificaciones en el régimen de responsabilidad o remuneración de aquellos, entre otras reformas. Por su parte, la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la LSC y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, introduce medidas que tienen como objetivo suprimir los obstáculos que dificultan el voto de los accionistas, así como remover los impedimentos legales para la participación electrónica en las juntas.

La Ley 5/2021 introduce un conjunto de medidas encaminadas a fomentar la implicación efectiva y sostenible, a largo plazo, de los accionistas, así como a incrementar la sostenibilidad y mejora del funcionamiento de los mercados de capitales (48) . Entre las modificaciones cabe destacar la ampliación de la regulación de la identificación de los accionistas, dado que se considera que, para conseguir una mayor participación de los accionistas y una mejor comunicación con ellos, y que en definitiva se favorezca su implicación, resulta necesario con carácter previo conocer su identidad (49) . Nuestro régimen legal de sociedades ya reconocía en el art. 497 LSC el derecho de las sociedades cotizadas a identificar a sus accionistas con vistas a

facilitar el ejercicio de sus derechos y su implicación en la sociedad; a este respecto se reconoce el derecho de las sociedades a identificar no solo a los accionistas formales (personas que aparecen legitimadas en los asientos del registro contable, conforme a lo previsto en el art. 13 de la LMV), sino también a los beneficiarios últimos (personas por cuenta de quien actúe la entidad intermediaria legitimada como accionista en virtud del registro contable, directamente o a través de una cadena de intermediarios), manteniendo expresamente inalterado el sistema vigente de tenencia indirecta de acciones y doble escalón. El art. 497 bis LSC viene a ampliar el derecho a identificar a los beneficiarios últimos, estableciendo que cuando existan varias entidades intermediarias en cadena custodiando las acciones de un mismo beneficiario último, estas se transmitirán entre sí sin demora la solicitud de la sociedad en cuestión, de forma que cualquier entidad intermediaria de la cadena que posea la información solicitada sobre el beneficiario último la transmitirá directamente y sin demora al solicitante de la información, de acuerdo con lo dispuesto en el Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1212 de la Comisión, de 3 de septiembre de 2018, por el que se establecen requisitos mínimos de ejecución de las disposiciones de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la identificación de los accionistas, la transmisión de información y la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas. A pesar de los aspectos positivos de esta modificación, la identificación de los accionistas necesita de otras medidas adicionales que incentiven una verdadera implicación de los accionistas (50) .

Por otra parte, se incorporan exigencias de sostenibilidad en relación con la política de remuneración de los consejeros de las sociedades cotizadas, de forma que aquella deberá contribuir a la estrategia empresarial y a los intereses y la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad y explicar de qué modo lo hace (51) . La política de remuneración también expondrá de qué forma se han tenido en cuenta las condiciones de retribución y empleo de los trabajadores de la sociedad (52) y, en el caso de que una sociedad conceda remuneración variable, establecerá criterios claros, completos y variados para esa concesión y señalará los criterios de rendimiento financiero y no financiero, incluidos, en su caso, los relativos a la responsabilidad social de las empresas, explicando la forma en que contribuyen a la consecución de los objetivos establecidos en la letra a) del art. 529 novodecies, apartado 3 LSC, y los métodos que deben aplicarse para determinar en qué medida se han cumplido los criterios de rendimiento (53) . La sostenibilidad también se menciona en el marco del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, cuando se reitera que se especificará respecto de la remuneración de cada administrador, cómo contribuye al rendimiento sostenible y a largo plazo de la sociedad (54) . Entre otras modificaciones, se introduce también la necesidad de someter la política de retribuciones a su aprobación por la junta general de accionistas con anterioridad a la finalización del último ejercicio de aplicación de la anterior, pudiendo la junta determinar que la nueva política sea de aplicación desde la fecha misma de aprobación y durante los tres ejercicios siguientes (*say on pay*) (55) . La Ley 5/2021 introduce además cambios en la regulación jurídica de las operaciones vinculadas, con el objeto de darles mayor flexibilidad, claridad y sistematicidad; en este sentido se amplía el concepto de persona vinculada al administrador y se introducen reglas competenciales para la aprobación de las operaciones vinculadas (56) .

Adicionalmente el legislador español introduce otras medidas no contempladas en la Directiva 2017/828 como la celebración de juntas telemáticas, que también facilita la participación de los socios en la junta (57) , o la admisión de las acciones con voto por lealtad de las sociedades cotizadas, instrumento este último que pretende fomentar posiciones cortoplacistas y aseguran un control de estabilidad en el mercado a través de conferir el doble de votos que correspondan a cada acción de la que haya sido titular el mismo accionista (o beneficiario último que acredite la inversión) durante un período ininterrumpido de dos años consecutivos (58) . Si bien, esta medida no parece del todo adecuada, pues premia mantener las acciones y se asume que durante ese tiempo los titulares tendrán interés en participar en la adopción de decisiones y medidas beneficiosas, pero éstas no necesariamente serán mejorar la conducta sostenible de la sociedad. Por otra parte, esta clase de acciones puede servir para perpetuar en el control a determinados accionistas, introducen riesgos de gobernanza y riesgos para los accionistas minoritarios.

En cuanto a la implicación de los trabajadores en la gestión de la sociedad y en el marco de la regulación de la presentación de las cuentas de los grupos de sociedades, a través de la Ley 5/2021 se modifica el art. 49.6 CCo a efectos de exigir que las sociedades que formulen cuentas consolidadas incluyan en el informe de gestión el estado de información no financiera incluyendo cuestiones sociales y de personal. De este modo se busca avanzar en la promoción y fomento de la participación de los trabajadores en las empresas. La divulgación de esta información tiene como finalidad permitir que los inversores y los distintos grupos de interés puedan comparar y valorar adecuadamente el compromiso de las empresas en este ámbito.

b) Referencia a las reformas relativas a los asesores de voto, los inversores institucionales y los gestores de activos

Los inversores institucionales, en su condición de propietarios de los activos, y los gestores de activos, tienen una obligación fiduciaria de gestión y administración en relación con los activos conferidos por sus clientes y beneficiarios, debiendo actuar en su mejor interés y siendo recomendable que adopten una orientación al largo plazo. La consideración de los principios ESG implica que tal actuación de los inversores institucionales debe promover que las sociedades cotizadas u otras entidades en las que invierten, y sus órganos de administración, tengan entre sus objetivos la obtención de un rendimiento y creación de valor a largo plazo, que cuenten con un régimen de gobierno corporativo adecuado y que gestionen e integren adecuadamente en sus políticas y estrategias los riesgos y oportunidades relacionados con los aspectos sociales y medioambientales, así como los posibles impactos en aspectos financieros y no financieros. También los proveedores de servicios, incluyendo los asesores de voto, tienen una responsabilidad frente a los inversores y gestores, fruto de su relación contractual con ellos, de ejercer diligentemente las funciones que estos últimos les hayan encargado.

Sobre la base de estas consideraciones, se han adoptado diversas modificaciones legislativas en relación con las obligaciones fiduciarias de las gestoras de activos, entidades de seguros y reaseguros, y entidades de servicios de inversión, con el objeto de que en su asesoramiento y procedimientos de inversión integren los factores y riesgos de sostenibilidad, como los derivados del cambio climático y la degradación ambiental (59) . Una de las vías que se considera adecuada para lograr estos fines es promover la mayor implicación de los accionistas en la vida de las sociedades en las que invierten y, dado que los inversores institucionales y los gestores de activos son un grupo muy relevante en las estructuras de capital de las sociedades cotizadas (60) , su implicación es fundamental para conseguir un modelo eficiente de gestión y gobernanza empresarial.

En particular, a través de la Ley 5/2021 se regula por primera vez e impone una serie de obligaciones de transparencia a los asesores de voto, esto es, aquellas personas jurídicas que analizan con carácter profesional y comercial la información que las sociedades cotizadas están legalmente obligadas a publicar y, en su caso, otro tipo de información, para asesorar a los inversores en el ejercicio de sus derechos de voto mediante análisis, asesoramiento o recomendaciones de voto (61) . Entre otras, deberán publicar la referencia del código de conducta que apliquen (o cuando no apliquen ninguno, el motivo de manera clara y razonada) y un informe que contendrá cierta información relacionada con sus investigaciones, su asesoramiento y las recomendaciones de voto que emitan. Asimismo, comunicarán sin demora a sus clientes cualquier conflicto de intereses, real o potencial, o cualesquiera relaciones de negocio que puedan influir en la elaboración de sus investigaciones, asesoramientos o recomendaciones de voto, y las medidas adoptadas para eliminar, mitigar o gestionar los conflictos de intereses reales o potenciales. Esta medida es un esfuerzo más para combatir la apatía de los socios y promover su activismo, toda vez que los asesores de voto, que surgen para aminorar los costes de formación e información de los socios minoritarios, pueden jugar un papel muy relevante a estos efectos (62) .

En conexión con lo anterior, resultan especialmente significativas las medidas que persiguen fomentar el compromiso a largo plazo de los inversores institucionales y los gestores de activos,

promoviendo la necesidad de que estos actores también asuman el nuevo ideario corporativo para realizar sus inversiones y conciban la empresa como una institución sostenible (63) . Para ello, se modifica la LIIC y la Ley 22/2014. En virtud de la reforma se insertan en ambas leyes dos previsiones que establecen la obligación de las sociedades gestoras de estas instituciones y entidades, de elaborar y publicar una política de implicación que explique cómo integran la implicación de los accionistas en su política de inversión y cómo han ejercido, en su caso, los derechos de voto en las juntas generales de accionistas de las sociedades en las que invierten, en especial en las votaciones más importantes y, en su caso, el recurso a los servicios de asesores de voto. A su vez, se establece la obligación de los gestores de activos para con los inversores institucionales cuyos activos gestionen, de poner anualmente en conocimiento de las entidades con las que hayan concluido estos acuerdos de gestión de activos, entre otros aspectos, la forma en que su estrategia de inversión y su aplicación se ajustan a dicho acuerdo y contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de los activos.

Respecto a la política de implicación (64) , las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) deberán describir cómo integran su implicación como accionistas o gestores de los accionistas en su política de inversión. Esta política describirá la forma en que llevan a cabo el seguimiento de las sociedades admitidas a negociación en un mercado regulado que esté situado u opere en un Estado miembro en las que invierten en lo referente, entre otras cuestiones, a la estrategia, el rendimiento financiero y no financiero y los riesgos, la estructura del capital, el impacto social y medioambiental y el gobierno corporativo. Dicha política también describirá los mecanismos para desarrollar un diálogo con las sociedades admitidas a negociación en un mercado regulado que esté situado u opere en un Estado miembro en las que invierten, la forma en que ejercen los derechos de voto y otros derechos asociados a las acciones, cooperan con otros accionistas, se comunican con grupos de interés importantes de las sociedades en las que invierten y gestionan conflictos de intereses reales y potenciales en relación con su implicación.

Las SGIIC y las SGEIC deberán publicar con carácter anual la aplicación de su política de implicación, incluidas una descripción general de su comportamiento en relación con sus derechos de voto, una explicación de las votaciones más importantes y, en su caso, del recurso a los servicios de asesores de voto. Además, publicarán el sentido de su voto en las juntas generales de las sociedades en las que las IIC o las ECIC poseen acciones; pudiéndose excluir los votos que no sean significativos debido al objeto de la votación o a la dimensión de la participación en la sociedad. Esta información estará disponible públicamente y de forma gratuita en el sitio web de la sociedad gestora. Por otra parte y teniendo en cuenta que la política de implicación puede suscitar conflictos de intereses, se exige describir las medidas que deberán adoptar las sociedades gestoras para detectar, impedir, gestionar y controlar los conflictos de intereses que pudieran surgir durante la gestión de IIC o de EIC en la información prevista en el art. 46.5.b) de la LIIC y en el art. 59.d) de la Ley 22/2014. Este conjunto de deberes tiene alcance voluntario, toda vez que su aplicación no es obligatoria, sino que se rige por el principio de cumplir o explicar de modo claro y motivado por qué no se ha cumplido (65) . Si bien, se espera que sea el efecto reputacional generado por la transparencia informativa el que incentive a la implicación.

Por otra parte, la Ley 5/2021 añadió la regulación de las obligaciones de información de las SGIIC y las SGEIC cuando prestan servicios de gestión de activos de entidades aseguradoras o planes y fondos de pensiones de empleo (66) . A este respecto, las SGIIC y las SGEIC que inviertan en acciones admitidas a negociación en un mercado regulado que esté situado u opere en un Estado miembro en nombre de entidades aseguradoras o planes o fondos de pensiones de empleo, deberán informar anualmente a las entidades aseguradoras o planes y fondos de pensiones de empleo con los que hayan concluido acuerdos de gestión de activos, sobre la forma en que su estrategia de inversión y su aplicación se ajustan a dicho acuerdo y contribuyen al rendimiento a medio y largo plazo de los activos de dichas entidades o planes y fondos de pensiones. Ello no será necesario cuando tal información se encuentre a disposición del público o se haya incluido en el informe anual que deben elaborar las sociedades gestoras, resultando suficiente en estos casos que se indique el lugar en el que está disponible dicha información.

Respecto al contenido de la información, las sociedades gestoras incluirán información sobre los principales riesgos a medio y largo plazo asociados a las inversiones, la composición de la cartera, la rotación y los costes de rotación y, si procede, el uso de asesores de voto para fines de actividades de implicación y su política de préstamo de valores y el modo en que se aplica para cumplir sus actividades de implicación, en particular en la junta general de las sociedades en las que se invierte. Asimismo, incluirán información sobre si adoptaron, y en tal caso cómo, decisiones sobre inversiones basadas en la evaluación del rendimiento a medio y largo plazo de las sociedades en las que invierten, incluido el rendimiento no financiero, y sobre si se han producido conflictos de intereses en relación con las actividades de implicación y, en tal caso, qué conflictos y cómo los han resuelto.

Debe destacarse también que la CNMV aprobó en febrero de 2023 el «Código de buenas prácticas para inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto en relación con sus deberes respecto de los activos asignados o los servicios prestados» (CBPI). El CBPI, que se inspira en los diversos *Stewardship Codes* que surgen en distintos países siguiendo el hilo pionero del texto inglés publicado por primera vez en 2010, tiene como finalidad aumentar la implicación a largo plazo de los inversores institucionales en el gobierno de las sociedades, con la expectativa de que la mayor implicación tendrá efectos positivos para los beneficiarios de los fondos de inversión, las compañías participadas y el conjunto de la sociedad. En particular, se pretende que la posesión de más información sobre las sociedades permita a los inversores institucionales estar más involucrados en la estrategia corporativa a largo plazo. La adhesión al CBPI es voluntaria y se ha optado por el modelo de «aplicar y explicar»; en caso de que los inversores, gestores o asesores de voto se adhieran al código, la CNMV los incluirá en un listado de entidades adheridas que publicará en su página web. La adhesión al CBPI conllevará que las entidades publiquen en su página web las políticas de implicación y voto, los informes anuales sobre la aplicación de estas políticas y la información sobre cómo integran los riesgos de sostenibilidad (67) .

El CBPI recoge siete principios para maximizar el valor económico a largo plazo de los fondos aportados o gestionados, los cuales podrán aplicarse de forma proporcional al tamaño, naturaleza, complejidad, a la estrategia empresarial y a la naturaleza y magnitud de las inversiones. Estos principios incluyen el desarrollo de una estrategia a largo plazo, que maximice la rentabilidad de la inversión a largo plazo y, al mismo tiempo, integre los factores ESG (68) . Sobre esta base se recomienda que se desarrollen políticas, procedimientos y estrategias dirigidas a crear valor y a promover la rentabilidad a largo plazo del negocio de la sociedad, y que se cuente con códigos de conducta y con estructuras de gobierno corporativo adecuadas para crear valor a largo plazo. Más allá, los principios se refieren al conocimiento y seguimiento que debe realizarse de las sociedades en las que invierten (69) ; el desarrollo y publicidad de la política de implicación (70) ; el ejercicio del derecho de voto (71) ; la transparencia de las actuaciones de implicación y voto y de los resultados (72) ; la política de gestión de conflictos de intereses (73) ; el gobierno corporativo interno y la política retributiva (74) .

4. EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DEL ACCIONISTA EN LA JUNTA GENERAL COMO VÍA PARA FAVORECER LA SOSTENIBILIDAD

La observación de las influencias del comportamiento de los accionistas conduce a cuestionarse, en el contexto de consecución de las metas de sostenibilidad, cuál debe ser el rol de los accionistas y hasta dónde debería llegar su compromiso. ¿Cabría entender que el accionista debe perseguir fines más amplios que aquellos que estrictamente se limitan a maximizar su inversión? Resulta complejo ofrecer una respuesta afirmativa, en tanto que la decisión de cada socio de invertir en una u otra sociedad nace en un marco de libertad y hace parte de su propia voluntad —salvo en el caso de los inversores institucionales— (75) . No todos los inversores tienen que implicarse en las sociedades beneficiarias de su inversión, dado que son libres de elegir un modelo de inversión orientado al corto plazo y sin implicación, sin que se les pueda exigir la incorporación de ideas acordes con la sostenibilidad.

Sin embargo, resulta evidente que el comportamiento de los accionistas y en especial de los grandes inversores institucionales resulta crucial a efectos de promover el buen gobierno corporativo, siempre que aquellos encaminen sus actuaciones hacia una dirección armoniosa con los ideales corporativos de sostenibilidad. Así pues, los socios tienen la posibilidad de influir para que la creación de valor se guie por criterios de sostenibilidad, de tal forma que apoye y promueva un desarrollo de la actividad empresarial guiado por los principios ESG y que considere la incidencia de la actividad empresarial en los intereses de los demás grupos implicados. Son por tanto los propios socios quienes pueden decidir incorporar o no los criterios de sostenibilidad en el modo de desarrollar el objeto social (76) .

El Derecho de sociedades ofrece a los socios la posibilidad de que, voluntariamente, favorezcan la conciliación entre sus propios intereses y otros intereses ajenos también relevantes, de modo que en la adopción de sus decisiones en el seno de la sociedad y en el ejercicio de sus derechos, incorporen los principios ESG. Dentro de la actual configuración legal de las sociedades de capital, los socios cuentan con mecanismos legales a su alcance que les permiten optar por adoptar una conducta equilibrada y sostenible y, si así ocurre, si los socios voluntariamente se comprometen con este ideario de forma mayoritaria, este enfoque deberá presidir y modular la actividad empresarial. En este supuesto, la creación de valor puede realizarse persiguiendo obtener rentabilidad para los socios pero en consonancia con los principios ESG y sin perder de vista la incidencia de la actuación societaria en otros grupos de interés. Y es que debe tenerse en cuenta que para algunos socios, junto al criterio de la rentabilidad de su inversión, pueden resultar de esencial importancia aspectos no financieros vinculados a aquella, de tal forma que la actuación sostenible de la sociedad puede, más que nunca, encajar en lo que el socio considera una buena y rentable inversión. A estos efectos debe subrayarse que el cambio de paradigma y la demanda por actuaciones sostenibles está surgiendo del propio mercado y, no en último lugar, se asienta en un cambio de mentalidad individual de los inversores o en una respuesta a aquello que demanda el mercado.

Una de las principales posibilidades que tiene el socio para influir en la sociedad es el ejercicio de sus derechos dentro de la junta general. Para ello es necesario que exista un consenso entre los socios que les permita de modo individual o colectivo adoptar determinadas decisiones que entran en las competencias de la junta general ex art. 160 LSC, atendiendo a las exigencias de sostenibilidad. Resulta factible, por ejemplo, hacer uso de la facultad de modificar los estatutos sociales y en particular el objeto social para introducir exigencias de sostenibilidad en una sociedad concreta. La aprobación de la gestión social por la junta también puede constituir un mecanismo para forzar que los administradores atiendan las preferencias de los socios. Por su parte, la facultad que tienen los accionistas para designar y separar a los administradores, permitiría promover el interés de la sociedad y escoger gestores que respalden las políticas de sostenibilidad. En este sentido, la manera más efectiva de ejercer los derechos de control para cualquier accionista es designando un consejero dominical que represente sus intereses en el consejo de administración. En especial, en el caso de inversores institucionales cuyo modelo de negocio les permite ser más activos, como es el supuesto de los *hedge funds*, su ámbito de actuación puede no solo limitarse a supervisar y controlar a los accionistas que forman parte del bloque de control a través del voto en la junta general, sino también a convertirse en accionistas significativos e intervenir en el gobierno y la gestión de la sociedad desde el consejo. Otro margen de actuación donde los accionistas pueden influir en la dirección que tome la sociedad es a través de la aprobación de propuestas relativas a inversiones a largo plazo y pago de dividendos a los accionistas, controlando las iniciativas cortoplacistas. Asimismo, la previsión del art. 161 LSC, que autoriza la intervención de la junta general en asuntos de gestión, es una vía para impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción de determinados acuerdos; aunque no cabe duda de que se trata de una facultad con límites, constituye una alternativa muy relevante para ejercer influencia (77) . En definitiva, la junta general está dotada de facultades que le permiten adoptar decisiones e impulsar las políticas de sostenibilidad, siempre y cuando un número suficiente de socios quieran actuar en esta dirección. En efecto, el problema es que los socios no tengan interés en hacerlo o tengan un desinterés en la gestión de la sociedad.

Los socios no tienen ninguna obligación de actuar en un sentido determinado, salvo en el caso de los inversores institucionales, que tienen una responsabilidad respecto de sus beneficiarios, por lo que, a diferencia de los administradores que deben actuar y cumplir sus deberes teniendo en cuenta el interés social, los socios tienen el derecho de actuar y votar como mejor consideren individualmente. Quedan a salvo situaciones específicas en las que, ante un conflicto de intereses, el socio deberá abstenerse de ejercitar su derecho de voto en la junta general pues debe prevalecer el interés social (*cfr*. art. 190 LSC). Es decir, el interés social debe constituir un marco de referencia para la actuación de los socios, en especial para los socios mayoritarios o de control.

Los derechos del socio en la junta general van además apoyados por una serie de normas que contemplan la rendición de cuentas del órgano de administración ante la junta general en cuanto a aspectos sostenibles de la gestión social. En este sentido, el art. 529 ter, apartado primero, letra a) LSC prevé que el consejo de administración apruebe una política de responsabilidad social corporativa, viniendo obligado este órgano a rendir cuentas de su gestión social a la junta general ex art. 164.1 LSC. Ello incluye no solo información de carácter económico, sino también, en el caso de determinadas sociedades de capital, un estado de información no financiera o la elaboración de un informe separado con el mismo contenido según lo dispuesto por el art. 262.5 LSC. Según el art. 39.3 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, las sociedades anónimas podrán además publicar anualmente en un informe específico sus políticas y resultados en materia de responsabilidad social empresarial. Si se trata de una sociedad anónima de más de 1.000 asalariados, este informe anual de responsabilidad social empresarial será objeto de comunicación al Consejo Estatal de Responsabilidad Social Empresarial, para con ello efectuar un adecuado seguimiento sobre el grado de implantación de las políticas de responsabilidad social empresarial en las grandes empresas españolas.

Un mecanismo que cobra importancia es el uso de acciones legales para exigir responsabilidad a los administradores por daños causados por actos u omisiones realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre que haya intervenido dolo o culpa. A este respecto, el art. 25 PDD regulaba el deber de diligencia de los administradores y establecía la obligación de que los administradores de las empresas de la UE pongan en marcha y supervisen las medidas de diligencia debida y adapten la estrategia empresarial de forma que tenga en cuenta los efectos adversos detectados y las medidas de diligencia debida adoptadas (art. 26 PDD). Ello suscitaba una ampliación muy significativa de la responsabilidad de los administradores en relación con las exigencias proyectadas. En la orientación común aprobada el 30.11.2022, el art. 25 PDD fue eliminado y pasa a exigirse la integración de la diligencia debida en las políticas y los sistemas de gestión de riesgos de las empresas. También deben tenerse en cuenta las posibilidades de impugnación de acuerdos sociales por lesión del interés social, en el supuesto de que este haya sido definido incluyendo los principios ESG, así como la responsabilidad civil de la propia empresa por daños causados a una persona física o jurídica que incumpla las obligaciones de diligencia debida ex art. 22 PDD.

Junto a la influencia del socio vía junta general, aquél puede repercutir de modo directo y radical en la sociedad a través de su desinversión ante incidentes negativos provocados por la sociedad o decisiones contrarias a sus expectativas de sostenibilidad, como puede ser el impacto medioambiental que produzcan determinadas actuaciones empresariales, atentados sobre los derechos humanos en su cadena de valor, los criterios de diversidad e inclusión aplicados por la empresa, así como su impacto general en la comunidad en que operan. En este sentido, la venta de acciones por parte de un socio significativo refleja información negativa sobre la sociedad que hace bajar el precio de la acción. Cada vez son más frecuentes las salidas del capital de sociedades cuya actividad se basa en los combustibles fósiles, especialmente el carbón. Así, por ejemplo, los estamentos educativos como universidades, centros de investigación, gobiernos regionales y locales, así como importantes gestores de activos como BlackRock, han realizado declaraciones públicas en las que abandonan el carbón y apuestan por una inversión sostenible en la que se produzca una transición hacia una economía con cero emisiones netas de carbono (78) . Aunque en este campo algunas de las actuaciones de las empresas puedan encontrarse en el límite del denominado *greenwashing* o ecoblanqueamiento, lo cierto es que como ya ha quedado expuesto

anteriormente, se está produciendo una modificación significativa en el comportamiento de los inversores. No obstante, la opción de la desinversión en el mercado secundario implica que esas acciones pasarán a otro titular, con lo cual, no necesariamente será una estrategia eficaz. Parece factible que podrían lograrse más avances si los socios intentan cambiar desde dentro el modelo de negocio de la empresa. Otra opción valorable es el diálogo directo o comunicación directa entre inversores y miembros del órgano de administración, a menudo a través de un área corporativa de relaciones con los inversores; por medio de este canal resulta factible que los socios transmitan a los administradores sus expectativas en relación con la dirección de la sociedad. Esta vía también puede ser usada no solo para transmitir el sentido del voto sino para usar esta información como amenaza del ejercicio del voto en un sentido determinado, anunciar la retirada de la inversión o advertir sobre la posible presentación de una demanda de responsabilidad. En cualquier caso, estos foros pueden servir para planificar de común acuerdo operaciones importantes de la sociedad, aunque siempre con el límite de la comunicación de información privilegiada que pueda ser sensible para el precio de la acción, de las acciones concertadas o de los límites derivados del Derecho de la competencia; así pues, cabe el diálogo pero dentro de los límites normativos.

Cabe dejar apuntado asimismo que en el marco de los derechos de los socios en el seno de la sociedad, algunas voces autorizadas comienzan a destacar la posibilidad de concebir deberes de los accionistas con relación a la sostenibilidad corporativa, asumiendo una responsabilidad social del inversor. En concreto, se trataría de velar por que los socios, a través de la junta general, promuevan el redefinido fin social y apoyen la estrategia de diligencia debida de la empresa. Se incluiría aquí también el deber de no adoptar decisiones que vayan en detrimento de la habilidad de la sociedad de crear valor sostenible dentro de las limites planetarios, esto es, que los socios coadyuven y no obstaculicen la consecución de los objetivos a largo plazo y de sostenibilidad de la sociedad (79) . En este sentido, las decisiones de la junta general relativas a los administradores deben apoyar a los administradores en su deber de asegurar la creación sostenible de valor; esto incluye no ejercer presión directa o implícita sobre el órgano de administración para hacer prevalecer la maximización del valor de las acciones. Estas propuestas aún parecen de difícil realización, sin embargo, sí parece razonable desde los instrumentos de autorregulación, fomentar la responsabilidad de los socios en la integración de políticas de sostenibilidad, tal como se recoge en el CBPI respecto de los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto (80) .

Finalmente, un aspecto al que debe hacerse referencia al valorar la incorporación de principios ESG es el coste que puede venir asociados a aquellos. Aunque la sostenibilidad no debe ser entendida como un elemento gravoso, si puede condicionar las prácticas llevadas a cabo por la sociedad y por tanto los ingresos y gastos, debido por ejemplo a aprobar decisiones más costosas, pero más respetuosas con el medioambiente. Sin embargo, estos cambios también pueden suponer aumentos en la rentabilidad, por ejemplo, debido que se produzcan efectos positivos en otros ámbitos societarios como la mejora en el clima laboral de la empresa, que puede traer consigo una menor conflictividad y una reducción del absentismo, e incluso un aumento en la productividad; por otra parte, si las retribuciones del equipo gestor están ajustadas debido a las exigencias de sostenibilidad, ello también puede repercutir en los resultados financieros de la sociedad (81) . Adicionalmente, el efecto positivo sobre la reputación resulta muy relevante, toda vez que se trata de conductas que están cada vez más alineadas con lo que espera y demanda el mercado y los inversores.

5. CONCLUSIONES

Existen numerosas evidencias y estudios doctrinales que demuestran que alcanzar las metas de sostenibilidad requiere la implicación de las empresas, en tanto actores del mercado, siendo necesario contar con normativa que apoye y promueva la conducta sostenible de las sociedades. Ello no significa trasladar a la empresa cargas propias del Estado, sino aceptar la responsabilidad que cada actor debe asumir respecto de sus propias conductas, considerando que es necesario un esfuerzo común para lograr alcanzar las metas de sostenibilidad que nos afectan a todos como sociedad y como planeta. Ello no significa prescindir de crear valor para los accionistas sino hacerlo

de modo sostenible. Prosperar, pero haciendo algo *bueno*, es decir, incorporando la sostenibilidad en las estrategias y las operaciones, contribuyendo a reducir el daño al medio ambiente y al clima. En este contexto, el principal foco de las actuales propuestas de sostenibilidad en el Derecho de sociedades, muy particularmente de la PDD, recae sobre el órgano de administración, en tanto órgano gestor y supervisor que debe jugar un papel crucial en la consecución de los objetivos sostenibles. Sin embargo, el rol de los socios en este contexto no debe ser subestimado, toda vez que existen diversas interpretaciones que muestran la influencia con frecuencia nociva de los socios sobre el órgano de administración.

Los principales problemas asociados a la conducta de los socios se relacionan con el binomio cortoplacismo-maximización del valor de las acciones. Se trata de conductas que con frecuencia traen consigo efectos negativos sobre las sociedades, dado que pueden provocar que los administradores se centren excesivamente en obtener resultados económicos para los socios en períodos cortos de tiempo, lo cual resulta contrario al objetivo de crear valor sostenible. A este respecto, la actuación responsable de los accionistas debería promover el buen gobierno corporativo y apoyar, no entorpecer, el alcance de metas de sostenibilidad. Desde el propio mercado se advierte una mayor sensibilización de los accionistas hacia la consecución de los principios ESG, siendo innegable que asistimos a una transición donde no solo la rentabilidad constituye el factor clave para optar por una u otra inversión. Los esfuerzos legislativos apoyan con un conjunto de medidas vinculantes la necesaria consideración de los principios ESG en la actuación de los accionistas y en la inversión. También a nivel de recomendaciones de buen gobierno corporativo resulta muy amplio el acogimiento de códigos de buenas prácticas inversoras que, bajo el principio de aplicar y explicar, establecen medidas que deberían ser consideradas por aquellos inversores que tienen gran peso y capacidad de influencia en las sociedades: los inversores institucionales, gestores de activos y asesores de voto. Ello constituye un elemento importante de cara a configurar un buen gobierno corporativo y fomentar la transparencia de los inversores institucionales y gestores de activos.

El actual Derecho de sociedades cuenta ya con medios para lograr que una sociedad se oriente hacia una conducta sostenible y para que tanto los accionistas como el órgano de administración adopten decisiones acordes con los principios ESG, de tal forma que se satisfagan las necesidades presentes, pero preservando el sistema futuro, es decir, teniendo en cuenta los límites planetarios que velan porque las actividades que se desarrollen sean seguras para los seres humanos y el planeta. La creación de valor sostenible requiere sin embargo que la propia empresa se reconozca como actor clave en este contexto y asuma su responsabilidad en el objetivo de alcanzar la transición hacia la sostenibilidad, tanto por su propio interés como por el hecho de cumplir su papel social (82) .

---

(1) Este trabajo se ha publicado en la Revista La Ley Mercantil, nr. 97, 2022.
Ver Texto

(2) SJÅFJELL, B., «Achieving Corporate Sustainability: What is the Role of the Shareholder?» University of Oslo Faculty of Law Legal Studies, *Research Paper Series,* n.º 2016-10, 2016, pág. 378. En la consideración de la noción de los principios ESG son esenciales no solo los ODS de la ONU, sino el conjunto de regulación que tiene como meta precisar qué actividades o productos financieros se consideran sostenibles. De especial importancia resultan, entre otros, la Directiva 2014/95 *sobre divulgación de información no financiera y su recientemente aprobada modificación a través de la Directiva sobre presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas de 28 de noviembre 2022, así como el Reglamento UE 2020/852 de Taxonomía, sus Reglamentos delegados y Directrices.*
Ver Texto

(3) Aprobados por el Consejo de Derechos Humanos de Naciones Unidas mediante su Resolución 17/4,

de 16 de junio de 2011.
Ver Texto

(4) OCDE (2013), Líneas Directrices de la OCDE para Empresas Multinacionales, OECD Publishing. http://dx.doi.org/10.1787/9789264202436-es
Ver Texto

(5) Commission´s Sustainable Corporate Governance Initiative. https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Gobernanza-empresarial-sostenible_es
Ver Texto

(6) Disponible en https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15024-2022-REV-1/es/pdf
Ver Texto

(7) OCH, M., The Case of the Missing Shareholders in the Proposed Corporate Sustainability Due Diligence Directive, ECGI Blog, April 2022, también en Oxford Business Law Blog, University of Oxford, 20.3.2022.
Ver Texto

(8) European Commission, Directorate-General for Justice and Consumers, Study on directors' duties and sustainable corporate governance: final report, Publications Office, 2020. Disponible en https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901
Ver Texto

(9) HERRERO MORANT, R., *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas: caracterización y activismo accionarial*, 2019, pág.42 y ss.
Ver Texto

(10) Tomamos la definición formulada por HERRERO MORANT, R., cit., 69, autora que ofrece un tratamiento amplio y profundo sobre las vicisitudes de los inversores institucionales y los distintos tipos que tienen cabida en este concepto (pág. 80 y ss.).
Ver Texto

(11) Fuente: Servicio de Estudios de BME, junio 2022, pág. 2.
Ver Texto

(12) Vid. ESTEBAN VELASCO, G., «Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (Algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria)», en *Responsabilidad Social Corporativa (Aspectos jurídicos y económicos),* Castelló de la Plana, 2005, pág. 13 y ss. En relación con el interés social como criterio de actuación del consejo de administración, en el contexto del mercado de capitales vid. ALONSO UREBA, A., «El modelo de consejo de administración de la sociedad cotizada tras la reforma legal de 2014 y el CBG de 2015», *en Junta General y Consejo de Administración en la Sociedad Cotizada*, Tomo II, 2016, Navarra, pág. 100 y ss.
Ver Texto

(13) Véase el capítulo primero de esta obra a cargo del Prof. Alberto Alonso Ureba.
Ver Texto

(14) ESTEBAN VELASCO, G., «Interés social…», *cit.*, pág. 25; *idem*, «Responsabilidad social corporativa: delimitación, relevancia jurídica e incidencia en el derecho de sociedades y en el gobierno corporativo», en *Liber Amicorum Juan Luis Iglesias*, 2014, Navarra, pág. 271 y ss.; pág. 297; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. «La reforma de los deberes de los administradores y su responsabilidad», en *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz,* Getafe, Universidad Carlos III de Madrid, 2015, pág. 894 y ss. (accesible en http://hdl.handle.net/10016/21008), pág. 903.
Ver Texto

(15) Vid., por todos, ESTEBAN VELASCO, G., *El poder de decisión en las sociedades anónimas: Derecho europeo y reforma del Derecho español,* Madrid, 1982, págs. 583 y 584. La jurisprudencia de la Sala Civil del Tribunal Supremo hasta antes de la Ley de Transparencia de 17 de julio de 2003, sostenía en numerosas ocasiones que el interés social corresponde al interés común de todos los socios (Vid. STS núm. 120/1991, de 19 de febrero). Tras la Ley de Transparencia de 2003, salvo excepciones, se mantiene un criterio favorable a la concepción monista o contractualista, es decir, a la concepción del interés social como el interés común de los socios. Significativa resulta la STS núm. 873/2011, de 7 de diciembre.
Ver Texto

(16) Vid. ALONSO UREBA, A., «El modelo de consejo de administración de la sociedad cotizada tras la reforma legal de 2014 y el CBG de 2015», *cit*., pág. 102 y ss.; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada», *Revista de Derecho Mercantil,* 246, 2002, pág. 1653 y ss. (Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense http://www.ucm.es/eprints. La citación de páginas se refiere a la versión electrónica del artículo), pág. 60.
Ver Texto

(17) Ofreciendo una visión de las teorías existentes y su evolución vid. MEGÍAS LÓPEZ, J., La creación de valor tolerante: un modelo de compatibilidad jurídica entre interés social y responsabilidad social corporativa, *Diario La Ley*, n.º 9019, Sección Doctrina, 12 de Julio de 2017, pág. 1 y ss.
Ver Texto

(18) Al respecto vid. SANZ BAYÓN, P., «El concepto de interés social en el Derecho societario español: las teorías contractualistas e institucionalistas a debate», *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Don José María Castán Vázquez,* Madrid, 2019, pág. 12.
Ver Texto

(19) En este sentido se pronuncia vid. PULGAR EZQUERRA, J., «Impugnación de acuerdos sociales: en particular abusos de mayoría», en *Junta General y Consejo de Administración en la Sociedad Cotizada,* Tomo I, 2016, Navarra, pág. 313 a 318. Sobre la evolución del concepto de interés social *vid*. ALCALÁ DÍAZ, M.A., «El interés social en la sociedad anónima cotizada. Nuevas perspectivas para un concepto clásico del Derecho de sociedades», *en Derecho de sociedades y de los mercados financieros: libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma*, 2018, pág. 39 y ss.
Ver Texto

(20) Un análisis crítico de la reforma ofrece SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La modificación del deber de diligencia», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil,* 163, 2021, pág. 231 y ss.
Ver Texto

(21) Principio 9 y Recomendación 12 CBG.
Ver Texto

(22) Principio 24, Recomendación 12 CBG de 2020. Véanse también las recomendaciones 53, 54 y 55.
Ver Texto

(23) Principio 24 y Recomendación 55 CBG 2020, en relación con el art. 529 ter.1.a LSC.
Ver Texto

(24) En sentido contrario NOVAL PATO, J., «La sostenibilidad en un contexto de primacía del accionista», *RdS*, 64, 2022, 7 y ss.
Ver Texto

(25) SÁEZ LACAVE, M.I., «Activismo accionarial, Hedge Funds y el artículo 161 de la LSC», *InDret,* 4/2018, pág. 7.
Ver Texto

(26) PALMITER, A., *Sustainable Corporations*, 2022, pág. 127 y ss.
Ver Texto

(27) Entre otros, Alemania, Australia, Brasil, Canadá, Dinamarca, Italia, Japón, Kenia, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, India, Malasia, Noruega, Países Bajos, Reino Unido, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Taiwán y Tailandia.
Ver Texto

(28) Vid. infra, apartado 3.3.2., b).
Ver Texto

(29) Considerando 2 Directiva 2017/828.
Ver Texto

(30) Recogiendo la crítica a la maximización de los efectos negativos del cortoplacismo vid. FERNÁNDEZ TORRES, I., Las loyalty shares: cortoplacismo contra activismo accionarial, 2017, pág. 138 y ss.; GARCÍA MANDALÓNIZ, M., «Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y

con divulgación de la información no financiera», *RdS*, 54, 2018, pág. 117 y ss. Una exposición de los distintos argumentos en el tema puede verse en SÁEZ LACAVE, M. I., «Activismo accionarial..», cit., pág. 40 y ss.
Ver Texto

(31) Véanse las críticas formuladas por un grupo de académicos nórdicos en el campo del Derecho de sociedades: ANDERSEN, P., BERGTHORSSON, A., BRÅTHEN, T., HANSEN, S., HANSEN, J., JOHANSSON, S., KINANDER, M., KNUTS, M., LIDMAN, E., LILJA, T., RASMUSSEN, N., SILLANPÄÄ, M., SKOG, R., STATTIN, D., STRAND, T., VILLA, S., ROSE, C., SAMUELSSON, P., SJÖBERG, G., VAHTERA, V. y WERLAUFF, E.; Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars (October 7, 2020). Nordic & European Company Law Working Paper No. 20-12, University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 100, Vid también ROE, M.; SPAMANN, H., FRIED, J. y WANG, C., The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique (October 14, 2020), ECGI - Law Working Paper 553/2020, 1 y ss.
Ver Texto

(32) BEBCHUCK. L., «The case for increasing shareholder power», 118 *Harvard Law Review,* 2005, 835 y ss.
Ver Texto

(33) BAINBRIDGE, S. M., «Director Primacy and shareholder disempowerment», 119 *Harvard Law Review*, 2006, 1735 y ss.
Ver Texto

(34) KATELOUZOU, D, «Shareholder Stewardship. A case of (re)embedding the Institutional Investors and the Corporation», en *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability,* 2020, 581 y ss., 584.
Ver Texto

(35) En este sentido BAINBRIDGE, S., Shareholder Activism and Institutional Investors (September 2005), UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20, disponible en SSRN: https://ssrn.com/abstract=796227 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.796227; LIPTON, M., It's Time to Adopt the New Paradigm, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 11.2.2019, disponible en https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/11/its-time-to-adopt-the-new-paradigm/
Ver Texto

(36) SJÅFJELL, B., JOHNSTON, A., ANKER-SØRENSEN, L. y MILLON, D., «Shareholder Primacy: The Main Barrier to Sustainable Companies», en *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities*, 2015, pág. 79 y ss.
Ver Texto

(37) Exponentes claros de esta interpretación vid. MAYER, C., *Prosperity*: *Better Business Makes the Greater Good*; Oxford, NY, USA, 2018; STOUT, L.A., *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*; San Francisco, CA, USA, 2012.
Ver Texto

(38) Así lo demuestra el estudio realizado por el proyecto sobre sociedades sostenibles dirigido por la Prof. Beate Sjåfjell entre 2010-2014 y que comprende diversas jurisdicciones. Según las conclusiones obtenidas, los accionistas pueden limitar a los administradores en su facultad de adoptar decisiones alineadas con los criterios de sostenibilidad. *Vid*. SJÅFJELL, B.; JOHNSTON, A.; ANKER-SØRENSEN, L.; MILLON, D., «Shareholder Primacy…», cit., pág. 79 y ss.
Ver Texto

(39) LIDMAN, E., *The role of corporate governance in sustainability and why the Commission's CSDDD proposal might do more harm than good,* ECGI Blog, 12.4.2022; BEBCHUK, L., The Case for Increasing Shareholder Power, Harvard Law Review, Vol. 118, No. 3, pp. 833-914, January 2005, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 500; EDMANS, A., Why shareholder capitalism benefits wider society, VoxEU CEPR, 26.5.2021, accessible en https://voxeu.org/article/why-shareholder-capitalism-benefits-wider-society
Ver Texto

(40) DE HAAS, R., POPOV, A., Finance and carbon emissions, Working Paper Series, Banco Central Europeo, nr. 2318, septiembre 2019.
Ver Texto

(41) Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifican el l Reglamento (UE) n.º

537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas, aprobada por el Parlamento Europeo el 10 de noviembre 2022 y aprobada definitivamente por el Consejo el 28 de noviembre de 2022. Vid. también Reglamento 2020/852 de la Taxonomía.
Ver Texto

(42) Conforme al estudio «La inversión sostenible y responsable en España. Estudio Spainsif 2021», la inversión sostenible y responsable alcanzó los 345.314 millones de euros gestionados en España durante 2020, lo que supuso un incremento del 21% respecto a 2019. Con estas cifras, por primera vez, los activos ESG (54%) superaron a los tradicionales.
Ver Texto

(43) MAYER, C., *Prosperity…*, cit.; EDMANS, A., *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, 2020; HENDERSON, R., *Reimagining Capitalism. How Business can save the world*, 2020.
Ver Texto

(44) El total de activos gestionados por los fondos analizados en el Informe ascendía a aproximadamente USD 49 billones al cierre de 2020, y el total de los fondos sostenibles era de alrededor de USD 3,6 billones, de los cuales solo USD 130.000 millones correspondían a fondos con un enfoque específicamente climático.
Ver Texto

(45) Informe de mercado 2021, BME, pág. 47.
Ver Texto

(46) Sobre la Directiva GARCÍA MANDALÓNIZ, M., «Hacia un gobierno corporativo …», *cit.*, pág. 3 y ss.
Ver Texto

(47) *Vid. supra.*
Ver Texto

(48) Un resumen de las reformas puede consultarse en BRENES CORTÉS, J., «Principales reformas incorporadas por la Ley 5/2021, para el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas», *Revista Lex Mercatoria*, 18, 2021, Artículo 2, pág. 45 y ss. Un análisis pormenorizado de las distintas modificaciones introducidas puede verse en la obra colectiva *Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas. Comentarios a la Ley 5/2021*, IZAQUIRRE GÓMEZ, S. y PERALES VISCASILLAS, M.P. (Dirs.), 2022. En esta obra y respecto a la inserción de elementos de sostenibilidad a través de la Ley 5/2021 *vid*. PERALES VISCASILLAS, M.P., «La integración de la sostenibilidad y el largo plazo en la Ley 5/2021», pág. 259 y ss.
Ver Texto

(49) GALLEGO CÓRCOLES, A., «Derecho a conocer la identidad de los accionistas de sociedades cotizadas y a identificar a los beneficiarios últimos tras la Ley 5/2021, de 12 de abril (arts. 497 y 497 bis LSC)», *La Ley Mercantil*, 84, 2021. Vid. también GALLEGO SÁNCHEZ, E., «El derecho de la sociedad emisora a conocer la identidad de los accionistas», en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados*, Vol. 1, 2019, pág. 201 y ss.
Ver Texto

(50) Sobre estas cuestiones vid. SÁEZ LACAVE, M. I., «Activismo accionarial..», *cit*., pág. 24; NAVARRO LÉRIDA, Mª. S., «El fomento de la visión a largo plazo en las inversiones: una cuestión de gobierno corporativo», en *Derecho de sociedades y de los mercados financieros*. *Libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma*, 2018, pág. 634.
Ver Texto

(51) Art. 529 novodecies, apartado 3.a LSC.
Ver Texto

(52) Art. 529 novodecies, apartado 3.c LSC.
Ver Texto

(53) Art. 529 novodecies, apartado 3.d LSC.
Ver Texto

(54) Art. 541.5.a LSC.
Ver Texto

(55) Art. 529 novodecies LSC.
Ver Texto

(56) Art. 231.1.d y 529 vicies y ss. LSC.
Ver Texto

(57) Art. 182 LSC.
Ver Texto

(58) Art. 527 ter y ss. LSC.
Ver Texto

(59) Directiva delegada 2021/1270 de la Comisión, de 21 de abril de 2021, modificando la Directiva 2010/43, en relación con los riesgos y factores de sostenibilidad a ser tenidos en cuenta en relación con los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios; Reglamento delegado modificando Reglamento delegado 231/2013, a ser tenido en cuenta por fondos de gestión alternativa, y otros actos delegados como parte del paquete de finanzas sostenibles.
Ver Texto

(60) *Vid. supra.* Apartado 2.1.
Ver Texto

(61) Arts. 137 bis a 137 quinquies LMV. HERRERO MORANT, R., «Régimen jurídico de la política de implicación y de las estrategias de inversión tras la transposición al ordenamiento español de la Directiva (UE) 2017/82», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 28, 2021; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DUEÑAS, A., «El deber de transparencia del accionista inversor institucional y de los gestores de activos, para el fomento de un gobierno corporativo sostenible. Más luz entre candilejas», en *Interés social y gobierno corporativo sostenible: deberes de los administradores y deberes de los accionistas*, 2019.
Ver Texto

(62) Vid. GALLEGO CORCOLES, A., «Los asesores de voto (proxy advisors) en el Proyecto de Ley de modificación de la LSC y otras normas financieras», *Revista de derecho del mercado de valores,* 27, 2020, pág. 351 y ss.
Ver Texto

(63) Vid. RONCERO SÁNCHEZ, A., «La implicación de los inversores institucionales y de los gestores de activos en las sociedades cotizadas como opción de política jurídica», en *Derecho de sociedades y de los mercados financieros. Libro homenaje a Carmen Alonso Ledesma*, Madrid, 2018, pág. 745 y ss.; VALMAÑA OCHAÍTA, M., «Política de implicación de los inversores institucionales y gestores de activos», en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados,* 2019, pág. 1349 y ss.
Ver Texto

(64) Art. 47 ter LIIC y art. 67 bis Ley 22/2014.
Ver Texto

(65) Art. 47 ter, apartado 6, LIIC y art. 67 bis, apartado 6, Ley 22/2014.
Ver Texto

(66) Art. 47 quater LIIC y art. 67 ter Ley 22/2014.
Ver Texto

(67) Algunas de estas obligaciones ya son exigibles legalmente en virtud de la trasposición a los correspondientes ordenamientos jurídicos nacionales de la Directiva 2017/828 y por medio del Reglamento (UE) 2019/2088, de 27 de noviembre, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.
Ver Texto

(68) Principio 1 CBPI.
Ver Texto

(69) Principio 2 CBPI.
Ver Texto

(70) Principio 3 CBPI.

Ver Texto

(71) Principio 4 CBPI.
Ver Texto

(72) Principio 5 CBPI.
Ver Texto

(73) Principio 6 CBPI.
Ver Texto

(74) Principio 7 CBPI.
Ver Texto

(75) Destacando que la opción por la sostenibilidad debe realizarse en un contexto de libertad *vid*. RONCERO SÁNCHEZ, A., «La implicación…», *cit*., pág. 774; DAVIES, P., «Shareholder Voice and Corporate Purpose: The Purposeless of Mandatory Corporate Purpose Statements», noviembre 2022, disponible en https://ecgi.global/working-paper/shareholder-voice-and-corporate-purpose-purposeless-mandatory-corporate-purpose
Ver Texto

(76) En este sentido NOVAL PATO, J., «La sostenibilidad en un contexto de primacía del accionista», *RdS*, 64, 2022, pág. 11 (versión electrónica).
Ver Texto

(77) Ampliamente vid. SÁEZ LACAVE, M. I., «Activismo accionarial..», *cit*., 47 y ss.
Ver Texto

(78) Véase la carta de Larry Fink, Ceo de Blackrock, a los consejeros delegados en https://www.blackrock.com/es/profesionales/2021-larry-fink-carta-ceo
Ver Texto

(79) Por todos vid. SJÅFJELL, B., «Achieving…», cit., 396 y ss; BIRKMOSE, H. S., «From shareholder rights to shareholder duties, a transformation of EU corporate governance in a sustainable direction?», *InterEULawEast, Journal for International and European Law, Economics and Market Integrations*, vol. 5, n.º 2, 2018, pág. 69 y ss.
Ver Texto

(80) *Vid*. supra, apartado 3.3.2, b).
Ver Texto

(81) Destacando estos aspectos vid. NOVAL PATO, J., «La sostenibilidad en un contexto de primacía del accionista», *RdS*, 64, 2022, 10 (versión electrónica).
Ver Texto

(82) Acuñando este concepto vid. SJÅFJELL, B., «Sustainable Value Creation Within Planetary Boundaries-Reforming Corporate Purpose and Duties of the Corporate Board», *Sustainability,* 2020, 12, 6245; doi:10.3390/su12156245. Véase también en este libro el capítulo de la misma autora.
Ver Texto