

# RMAV

## Revista de Derecho del MERCADO de VALORES

### Dirección

ALBERTO ALONSO UREBA – REYES PALÁ LAGUNA

### Secretaría

Antonio Roncero Sánchez  
María Jesús Peñas Moyano  
Pedro Portellano Díez

Ana Felicitas Muñoz Pérez  
Guillermo Guerra Martín  
Aurora Campins Vargas

## s u m a r i o

### Estudios

- «La escisión parcial financiera inversa como modificación estructural», Alberto Alonso Ureba y Antonio Roncero Sánchez
- «El impacto del marco normativo ESG en las operaciones de financiación crediticia bancaria y en las de los mercados de renta fija», Rafael Mínguez Prieto
- «Blockchain en el marco de la financiación colectiva: vías de financiación de una sociedad de capital», Enrique Moreno Serrano
- «Aspectos jurídicos del uso de la inteligencia artificial por los robo-advisors», Rebeca Herrero Morant

### Análisis

- «La problemática de emisión de tokens y plataformas de negociación de los mismos bajo la perspectiva del case law estadounidense», Lucía Suárez Barcia
- «La gestión de los intereses colectivos por las sociedades de capital: un análisis desde la perspectiva de la sostenibilidad», José M<sup>o</sup> López Jiménez
- «El largo camino hacia la creación de una autoridad independiente para la protección del cliente financiero: necesidad, funciones y cuestiones controvertidas», Javier Esteban Ríos
- «La reforma del régimen aplicable a los bonos garantizados: las “nuevas” cédulas hipotecarias, cédulas territoriales y cédulas de internacionalización», Pedro Ravina Martín y Sergio Moreno Merodio

### Crónica del Mercado de Valores

- Crónica jurisprudencial
- Crónica documental

### Mercados y Praxis negocial

- «La hora de los ELTIF o fondos de inversión a largo plazo europeos. Novedades en su régimen jurídico», Jorge Canta Díaz de Guereñu
- «Sobre la junta exclusivamente telemática en las sociedades de capital», Nicolás Augoustatos Zarco
- «Clasificación y valoración de criptomonedas o tokens: comentario al caso Diamond Fortress v. Everid», Segismundo Alvarez Royo Villanova
- «La resolución del Banco Popular y la STJUE en el asunto C-410/20», José Luis Colino Mediavilla
- «La sentencia del TJUE de 5 de mayo de 2022: el final del recorrido de accionistas/inversores del Banco Popular», Julio Villarrubia González



- N.º 30
- Año 2022

# La gestión de los intereses colectivos por las sociedades de capital: un análisis desde la perspectiva de la sostenibilidad (1) (2)

**José M.<sup>a</sup> López Jiménez**

*Doctor en Derecho. Prof. Asociado de Derecho Civil. Universidad de Málaga*

El propósito del presente artículo es analizar cómo la regulación sobre información no financiera de la Unión Europea, relacionada con la gestión de determinados intereses colectivos, ha afectado al régimen de las sociedades de capital, sean estas cotizadas o no. Asimismo, se analizan las líneas maestras de la revisión en curso del vigente marco jurídico (información corporativa de sostenibilidad) y su previsible ampliación (diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad). Con carácter previo, se repasa la evolución que ha conducido desde la responsabilidad social corporativa hasta los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG) y la sostenibilidad.

Sociedades de capital; información no financiera; ASG; sostenibilidad; intereses colectivos.

The aim of this paper is to analyze how European Union's regulation on non-financial information, related to the management of certain collective interests, has affected the legal regime of capital companies, whether they are listed or not. Likewise, the main lines of the ongoing review of the current legal framework (corporate sustainability reporting) and its foreseeable expansion (corporate sustainability due diligence) are analyzed. Previously, the evolution that has led from corporate social responsibility to environmental, social and governance (ESG) factors and sustainability is reviewed.

Corporations; non-financial information; ESG; sustainability; collective interests.

*«Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them, for the future success of our companies, our communities and our country».*

Business Roundtable, *Statement on the Purpose of a Corporation* (2019)

## I. Introducción

Periódicamente se reaviva el debate relativo a la gestión de los intereses colectivos por las sociedades de capital, como añadido o en contraposición a la gestión del interés de los accionistas. Con esta misma recurrencia, en una especie de eterno retorno, últimamente se desempolvan las

tesis de Milton Friedman (3) , sus argumentos se tachan de incompletos o inconsistentes, y se insta, como habitual conclusión principal, la inevitable evolución del enfoque «shareholder», centrado en los accionistas, para abrazar el enfoque de la consideración de todos los grupos de interés o partes implicadas («stakeholders»).

La evolución histórica muestra, efectivamente, «sucesivos vaivenes entre quienes promueven la defensa exclusiva del interés o de los intereses de los accionistas, y los que identifican un interés abstracto de la sociedad que debe promoverse pudiendo incorporar en la gestión otros intereses conectados con su actividad» (Recalde Castells, 2022a, pág. 1).

A pesar de los notorios avances, la cuestión no es pacífica, no está regulatoriamente resuelta, se atisban importantes focos de resistencia y un debate que, en términos de gestión empresarial, no puede darse ni mucho menos por cerrado. La terminología empleada, por su imprecisión, también podría estar minando el adecuado tratamiento de una materia complicada de por sí (4) .

Por ejemplo, Alfaro (2022) opina que las empresas deben maximizar los beneficios, «No porque la maximización de los beneficios equivalga a la maximización del bienestar social, sino porque la maximización de los beneficios es la vía indirecta que mejor garantiza que se logrará el objetivo perseguido por la Sociedad en una Economía de mercado: maximizar el excedente del consumidor». La visión de Fama (2020), de otro lado, es que es preferible que la competencia origine adaptaciones a través de la demanda por los consumidores de productos a menor precio, antes que la imposición de cambios «desde arriba» con «nombres pegadizos» (*catchy names*) como «capitalismo de grupos de interés», que van a traer abundantes consecuencias no deseadas (5) .

Pero, desde la perspectiva empresarial —que es más pragmática pero incontestable, al margen eventuales intentos de «ecopostureo» (6) —, es posible que esta aparente brecha (7) haya quedado cerrada con la trascendental declaración de la gran industria norteamericana de agosto de 2019 para abrazar, sin ambages, el enfoque «stakeholder» (8) , superando la posición oficial de que «las corporaciones existen principalmente para servir a sus accionistas».

Este debate es pertinente, especialmente en estos momentos, pero la realidad es que solo una pequeña parte de las sociedades de capital que forman el tejido empresarial (las de mayor tamaño, sean sociedades cotizadas o no) puede permitirse esta reflexión y la integración efectiva de la gestión de los intereses colectivos en su día a día, acompañada de un exigente ejercicio de divulgación y transparencia. En Europa, por ejemplo, solo unas 7.400 empresas divulgaban información no financiera de acuerdo con la Directiva 2014/95/UE (9) (Tribunal de Cuentas Europeo, 2019, pág. 11), cifra que la Comisión Europea eleva hasta unas 11.700 compañías (Comisión Europea, 2021b, pág. 1) (10) .

Según la Comisión Europea, de hecho, es patente que la integración en sus procesos internos de procedimientos para la gestión de los factores sociales, medioambientales y éticos, desde el prisma de la responsabilidad social empresarial, no está al alcance de las pequeñas y medianas empresas, ni de las microempresas, cuya aproximación a la materia seguirá siendo «informal e intuitiva» (Comisión Europea, 2011a, pág. 7).

Desde la perspectiva del Derecho de Sociedades resulta necesario considerar si este «es el instrumento adecuado para defender esos objetivos colectivos. En concreto, si lo es obligar a los ejecutivos a una gestión en que se va más lejos de cumplir con la legalidad externa, anteponiendo esos intereses a los de los accionistas» (Recalde Castells, 2022b). Para Recalde Castells, esto afectaría a la seguridad jurídica y distorsionaría «la consecución de los objetivos legítimos que buscan los particulares cuando se asocian para emprender actividades económicas», además de que podría «resultar contraproducente si contribuye a frenar la adopción de las ineludibles decisiones políticas» (como se expondrá, si bien siendo válido este argumento, quizás haya que añadir que hay tareas de interés general que, por su envergadura, quedan fuera del alcance de la acción pública, como evidencian la crisis climática o la gestión de la pandemia).

El Presidente de la CNMV (Buenaventura, 2022, pág. 4) no comparte la contradicción hipotética que algunos señalan entre la defensa de los intereses de los accionistas y la de los demás grupos de interés: «Ese dilema se plantea, por ejemplo, cuando se contraponen el beneficio financiero de la sociedad cotizada y la creación de valor, que debería ser el objetivo de los accionistas, con la introducción de factores de largo plazo y sostenibilidad social o medioambiental, que deberían ser supuestamente el objetivo de otros grupos de interés y de la sociedad en su conjunto. La primera tentación es concluir que si se complace a los accionistas, la cotización debe ser el único objetivo y las consideraciones sociales o ambientales quedan en segundo plano y subordinadas a lo primero». Y discrepa de ello por dos motivos. El primero, que afecta a todas las compañías, es que «la sostenibilidad forma parte ya de la estrategia de las empresas, precisamente para no destruir valor y para sobrevivir». Y el segundo, que incide sobre todo en las sociedades anónimas cotizadas, «es que las preferencias de sostenibilidad social y ambiental ya se están incorporando a marchas forzadas en los ahorradores y, a través de ellos, en los inversores institucionales», por lo que se podría decir que «la inversión institucional es un elemento de reconciliación de esas dos perspectivas, la financiera y la más amplia del mundo ESG y el largo plazo».

Se ha dado otra paradoja durante años consistente en que los poderes públicos han evitado adentrarse de forma directa, por la vía de la regulación, en este ámbito (el de la gestión de los intereses colectivos por las entidades privadas), lo que ha originado mayores disonancias.

Friedman, una vez más, argumentó que la tarea del gobierno consiste en cuidar de los objetivos sociales y ambientales, y en establecer las reglas del juego de la sostenibilidad. Sin embargo, según Hart y Zingales, las externalidades no son perfectamente separables de las decisiones de la producción. Por ello, hay un buen caso contra la filantropía corporativa, pero no hay caso, propiamente, en contra de la integración de la sostenibilidad en la estrategia y en las finanzas corporativas (11).

La pandemia ha intensificado el escrutinio sobre las entidades privadas, particularmente —pero no solo— de las que se han beneficiado de ayudas públicas; además, es previsible que se exigirá más al mundo de los negocios en lo relativo a la gestión de las fracturas sociales y ambientales, pues se espera que las firmas se conviertan en parte de la solución (Schwab y Malleret, 2020, pág. 94).

A esta mayor integración de las esferas de lo público y lo privado se ha llegado, como veremos seguidamente, con la intermediación de la responsabilidad social corporativa.

Es posible que, bajo el influjo de la clásica distinción entre normas de Derecho Público y normas de Derecho Privado (12), los poderes públicos se hayan resistido a dar el paso, de manera decidida, para admitir que los intereses colectivos y generales también se pueden servir por la entidades privadas, de modo que solo cuando las tareas a acometer han exigido el concurso privado, por su propia complejidad, por la presión ciudadana o por los ingentes recursos necesarios, aquellos han flexibilizado su posición inicial.

Repárese, a modo de ejemplo, en que, según Naciones Unidas, se estima que para cumplir los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030 «se necesitan entre 5 y 7 billones de dólares de inversión cada año hasta 2030» (Red Española del Pacto Mundial, 2020, pág. 7), o en que, para la Comisión Europea (2018, págs. 2 y 3), los niveles de inversión actuales no son suficientes para apoyar un sistema económico sostenible en términos sociales y ambientales, por lo que «Europa tiene que colmar un déficit de inversión anual de casi 180 000 millones EUR para lograr los objetivos en materia de clima y energía de aquí a 2030». Stewart y Huntington (2022) cifran en, al menos, 100 billones de dólares norteamericanos la cantidad que debe ser invertida en los próximos 20-30 años para la transición hacia una economía baja en carbono.

El grado de endeudamiento público de las sociedades más avanzadas, y de la europea en especial, acentuado con la pandemia y el ambiente bélico, y una elevada inflación que terminará elevando los tipos de interés, incluidos los inherentes al servicio de la deuda pública, minoran el

margen de actuación para atender estas necesidades colectivas con fondos públicos.

La mencionada posición inicial de los poderes públicos ha consistido tradicionalmente, en esencia, en introducir regulación con incidencia en la posición jurídica de algunos grupos de interés (normativa laboral o medioambiental, por ejemplo, respecto de los empleados y el medioambiente) cuando ello ha sido ineludible, dando a las empresas la mera recomendación, a continuación, inspirada en el principio de voluntariedad, de atender las cuestiones no cubiertas por la normativa, con impacto en los intereses colectivos, a través de la responsabilidad social corporativa o empresarial. El principio de voluntariedad se suele acompañar en el caso de las sociedades de capital de más envergadura del principio cumplir o explicar.

La Comisión Europea ya señaló en 2011 que la responsabilidad social empresarial redundaba en el interés de las empresas y en el interés de la sociedad en su conjunto, pudiendo contribuir de manera significativa, en este último caso, «a la consecución de los objetivos del Tratado de la Unión Europea de alcanzar un desarrollo sostenible (13) y una economía social de mercado altamente competitiva» (Comisión Europea, 2011a, pág. 4) (14).

El enfoque evolucionado de la gestión de los intereses colectivos además de por los poderes públicos por las entidades privadas, que ha servido, a la par, para la evolución del concepto de responsabilidad social corporativa, que adquiere ahora un perfil reforzado y más poderoso bajo las notas de sostenibilidad y ASG (15) y ha alterado igualmente la percepción respecto de esta materia. Repárese ahora en que la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad (Comisión Europea, 2021b), zanja la cuestión al dar preferencia y carta de naturaleza a la expresión «información en materia de sostenibilidad», descartando, por imprecisa, la mención a la «información no financiera». Volveremos sobre ello en el apartado 3 de este trabajo.

Así, por ejemplo, a diferencia de otros textos similares aprobados con anterioridad, los países firmantes de la Resolución por la que se aprueba la Agenda 2030 (Naciones Unidas, 2015) hacen extensiva la responsabilidad para su cumplimiento, además de a los gobiernos, los parlamentos nacionales, el sistema de las Naciones Unidas y otras instituciones internacionales, entre otros, a las empresas y al sector privado (López Jiménez, 2019).

Pero más significativo aún nos parece, a propósito de la elaboración por la Unión Europea de una «Taxonomía Social» (16), el reconocimiento de que, a pesar de que las vías tradicionales para financiar el bienestar social a través del gasto público siguen siendo fundamentales, «las autoridades públicas se han percatado de que la inversión privada tiene un rol que desempeñar» (Platform on Sustainable Finance, 2022, pág. 20). A efectos prácticos lo anterior supone, se añade, que los inversores deberían prevenir la originación de «daños sociales», por lo que se insiste en que las compañías deben asegurar que los derechos humanos son respetados y, lo que nos parece más relevante, que «los inversores deberían ayudar a mejorar la provisión de bienes y servicios básicos, especialmente a los grupos y personas vulnerables».

En el contexto de la actual situación de emergencia climática y ambiental, con sus derivaciones sociales, en los últimos años se aprecia una creciente atención del legislador —también de los inversores institucionales y de los analistas de mercado, entre otros— por la gestión y la divulgación de la información no financiera (ambiental, social, e incluso relativa a la prevención de la corrupción y otros delitos) por parte de las corporaciones de mayor tamaño, particularmente en la Unión Europea, lo que entronca directamente, en nuestra opinión, con la gestión de los intereses colectivos por las sociedades de capital.

En este artículo, por lo tanto, con un enfoque descriptivo, con la finalidad de tratar de poner orden en el espeso bosque de la sostenibilidad, nos centraremos, en primer lugar, tras este apartado introductorio, en los conceptos de responsabilidad social corporativa, información no financiera, sostenibilidad y factores ASG, que representan, en nuestra opinión, la evolución de una misma realidad que admite algunos matices diferenciales y permite a las sociedades de capital

gestionar determinados intereses colectivos, sin dejar de atender los de sus accionistas.

Después, en el apartado tercero, se analizará la Directiva 2014/95/UE, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE (conocida como la «Directiva Contable») en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, y a sus disposiciones de transposición en nuestro país.

Esta nueva normativa, como muestran las revisiones del Código de Comercio y 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, operadas en 2017 y 2018 (17), afecta plenamente al régimen de funcionamiento de las sociedades de capital, sean estas cotizadas o no. Estas nuevas obligaciones, por lo tanto, alcanzan a todas las sociedades mercantiles, «así como a todas las sociedades que cumplan con los parámetros previstos en el Código de Comercio y sean sociedades dominantes de un grupo que estén obligadas a consolidar, pudiendo en este último caso revestir una forma jurídica distinta a las sociedades mercantiles» (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, 2021, pág. 6).

Por ello, nos centraremos en el análisis de la gestión de los intereses colectivos por las sociedades de capital (no por todas ellas sin excepción, sino tan solo por las que cumplan los umbrales establecidos legalmente, a los que aludiremos más adelante), lo que nos llevará a tratar sucintamente algunas especialidades propias de las sociedades cotizadas, que se puede afirmar representan la vanguardia de la gestión de los factores ASG, como paso previo a su previsible y efectiva extensión, en el medio plazo, a una parte más significativa del tejido productivo.

A lo anterior le añadiremos, en el apartado cuarto, algunas sucintas consideraciones sobre otra realidad emergente: la denominada gobernanza empresarial sostenible, que no deja de guardar lazos con las sociedades de capital.

Finalizaremos este trabajo con un apartado final, el quinto, en el que se recogerán brevemente las principales conclusiones alcanzadas.

## **II. Responsabilidad social corporativa, información no financiera y sostenibilidad. Los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG)**

Para Tirole (2017, págs. 207-213), nuestras instituciones económicas dominantes descansan sobre los principios de creación de valor y responsabilización. Conforme al segundo de los citados principios, se pretende proteger a las partes interesadas que no controlan el proceso de toma de decisiones (18), para que los que sí lo controlan (los accionistas, los administradores y los directivos) «no ejerzan demasiadas externalidades sobre ellas a la hora de tomar decisiones sobre la empresa».

Sin embargo, en opinión del economista francés, la protección de todas las partes es con frecuencia incompleta, pues la eficacia de la regulación y de los contratos es limitada, siendo así como surge, por sus efectos mitigadores de las eventuales externalidades negativas, la responsabilidad social corporativa o empresarial, definida por la voluntariedad en cuanto a su efectiva implementación por la compañía.

La responsabilidad social corporativa puede concebirse de tres maneras, no necesariamente excluyentes ni incompatibles con la economía de mercado (Tirole, 2017, págs. 208 y 213): «la adopción por las firmas de una visión a más largo plazo, compatible con el desarrollo sostenible; el deseo de las partes implicadas en la empresa (clientes, inversores, asalariados) de tener un comportamiento socialmente responsable; y una filantropía iniciada desde el interior».

La referencia al largo plazo es común con el postulado sostenido desde la llamada teoría financiera del «shareholder value» (Alonso Ureba, 2021), que se plasma, para las sociedades anónimas cotizadas, en la recomendación 12 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CNMV, 2020a) (19).

La Directiva (UE) 2017/828, del Parlamento Europeo y del Consejo, 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, ha ahondado en esta concepción (20). Según su considerando 14, «Una mayor implicación de los accionistas en el gobierno corporativo constituye uno de los instrumentos que pueden contribuir a mejorar el rendimiento financiero y no financiero de esas sociedades [cotizadas], también por lo que se refiere a factores medioambientales, sociales y de gestión, en particular como los que se mencionan en los Principios de Inversión Responsable que las Naciones Unidas sostienen».

Alfaro (2015, pág. 42) estima que lo que justifica moralmente la conducta maximizadora de las compañías «es el hecho de que operan en un contexto institucional determinado: una economía de mercado en la que todos son precioaceptantes. Y el bienestar social resultante de la interacción egoísta de los que participan en un mercado competitivo justifica la persecución del propio interés —la maximización del valor de la empresa— no solo por parte de los individuos sino también por parte de cada una de las compañías» (21). Conforme a esta visión tradicional, por ello, ni las empresas ni el Derecho de Sociedades se han preocupado «por el bienestar de la Sociedad en su conjunto», lo que le lleva a concluir que «En cuanto a los intereses de todos aquellos que se relacionan con la empresa y los intereses de la comunidad en general, su tutela corresponde [...] a la regulación o, más exactamente, a lo que se conoce como cumplimiento normativo y, en menor medida, a la llamada responsabilidad social corporativa» (22).

El capitalismo de grupos de interés sugiere que los directivos de las empresas deberían expandir sus deberes fiduciarios para maximizar los beneficios de la corporación considerando los efectos de las decisiones de los consejos de administración respecto de todos los grupos de interés, no solo de los accionistas (S&P Global Ratings Sustainable Finance Scientific Council, 2021) (23). Para Dewar et al. (2022, pág. 3), existe una presión social para que surjan más organizaciones empresariales guiadas por el «propósito» (*purpose*), y son cada vez más las llamadas para que los consejeros delegados se conviertan en los portavoces de cuestiones con amplio interés social. De hecho, para Peter Drucker, los CEO deben ser en toda organización el enlace entre el interior y el exterior de la corporación, es decir, con una miríada de grupos de interés externos que son los que permiten la generación de negocio (cit. en Dewar et al., 2022, pág. 214) (24). Carney (2021, pág. 396), al describir la doctrina de la «personalidad corporativa» del Derecho de Sociedades anglosajón, que origina que la firma sea independiente respecto de los administradores, los accionistas, los empleados y los acreedores, muestra que los administradores sirven los intereses de la propia compañía, sin que se pueda afirmar que sean meramente los agentes que trabajan por cuenta de los accionistas. Schwab y Malleret (2020, pág. 93) estiman que, en el marco de la pandemia del coronavirus, la teoría del «shareholder value» cederá espacio ante la primacía del capitalismo de grupos de interés.

Según la Organización Internacional del Trabajo (cit. en Sanchis et al., 2020, pág. 24), la responsabilidad social corporativa se define como «el conjunto de acciones que toman en consideración las empresas, para que sus actividades tengan repercusiones positivas sobre la sociedad y que afirman los principios y valores por los que se rigen, tanto en sus propios métodos y procesos internos, como en su relación con los demás actores. La RSC es una iniciativa de carácter voluntario».

Es precisa la cita, llegados a este punto, a lo que se puede considerar un paso intermedio entre el enfoque «suave» de la responsabilidad social corporativa tradicional y el más sofisticado y exigente de la sostenibilidad y la consideración de los factores ASG por las empresas. Nos referimos a la propuesta del «valor compartido» (*shared value*) de Porter y Kramer (2011), enfoque según el cual las compañías, en general, deben liderar la unión de los negocios y la sociedad. El principio del «valor compartido» implica la creación de valor económico pero, también, de valor para la sociedad, atendiendo sus necesidades y desafíos (tomado de Domínguez y López, 2020, pág. 39) (25).

Centrándonos en la regulación de las sociedades de capital, en el artículo 249 bis de la LSC se

enumeran las facultades indelegables del consejo de administración. En lo que nos interesa ahora, el consejo resultará competente para, de un lado, la determinación de las políticas y estrategias generales de la sociedad, y, de otro, para la formulación de las cuentas anuales y su presentación a la junta general.

En lo que concierne a las políticas y estrategias generales, no parece discutible, como atestigua la práctica seguida por las sociedades más avanzadas en la gestión de la materia, que la «política de responsabilidad social corporativa» resulta aprobada, generalmente, por el órgano de administración.

Adicionalmente, si es el consejo el que debe formular las cuentas anuales para su elevación a la junta general y, como veremos en el apartado siguiente, el estado de información no financiera, cuando haya de ser emitido, forma parte del informe de gestión, de ello resulta la necesaria implicación del consejo de administración, además de en la formulación de políticas, en el seguimiento continuado de la gestión de la responsabilidad social corporativa o de la información no financiera, y en su divulgación.

En el caso de las sociedades cotizadas y las facultades del consejo de administración, las referencias a la responsabilidad social corporativa y a la información no financiera han pasado a ser explícitas. En lo que compete a la responsabilidad social corporativa, resulta, según el art. 529 ter., ap. 1 LSC, que el consejo de administración de las sociedades cotizadas no podrá delegar las facultades de decisión a las que se refiere el art. 249 bis ni, específicamente, las referentes a la aprobación de, entre otras, la política de responsabilidad social corporativa.

Fue la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo (2013) la que propuso, sin proporcionar excesiva justificación, la incorporación de la aprobación de la política de responsabilidad social corporativa por el consejo de administración de las sociedades cotizadas. A través de la disposición 41 de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, se incluyó en el articulado el nuevo art. 529 ter., ya citado.

En 2018, en virtud del art. 2, ap. 9, de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, la Ley de Sociedades de Capital y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad, se incorporó al art. 529 ter., ap. 1, de la LSC la nueva letra j), en sede de facultades indelegables del consejo de administración de las cotizadas, con el siguiente tenor: «[No se podrá delegar] La supervisión del proceso de elaboración y presentación de la información financiera y del informe de gestión, que incluirá, cuando proceda, la información no financiera preceptiva, y presentar recomendaciones o propuestas al órgano de administración, dirigidas a salvaguardar su integridad» (26) .

La comisión de auditoría será competente para informar, con carácter previo, al consejo de administración sobre todas las materias previstas en la ley, los estatutos sociales y en el reglamento del consejo, y, en particular, entre otras, sobre la información financiera y el informe de gestión, que incluirá, cuando proceda, la información no financiera preceptiva que la sociedad deba hacer pública periódicamente (art. 529 quaterdecies, ap. 4, letra h), 1.º) (27) .

Ha sido de esta manera, por acumulación, como al concepto de responsabilidad social corporativa se le añadió más adelante el de información no financiera (en este último caso, con impacto en las competencias del consejo y de sus comisiones pero también en materia de cuentas anuales), por influjo, principalmente, de la Directiva 2014/95/UE.

Resulta pertinente, por lo tanto, plantearse si las expresiones responsabilidad social corporativa e información no financiera son, sin más, intercambiables (28) . El apartado I del preámbulo de la Ley 11/2018 viene a identificar, aparentemente, ambas expresiones: «La divulgación de información no financiera o relacionada con la responsabilidad social corporativa contribuye a medir, supervisar y gestionar el rendimiento de las empresas y su impacto en la sociedad».



Sin embargo, esta equiparación no nos parece del todo adecuada. La responsabilidad social corporativa entendemos que sigue quedando acotada por el elemento de la voluntariedad empresarial, en tanto que, tras la publicación, primero, del Real Decreto-ley 18/2017, y, después, de la Ley 11/2018, la divulgación de información no financiera es más que un mero ejercicio de transparencia o de cumplir y explicar.

Según el art. 49.6 del Código de Comercio, al que se remite el art. 262.5 LSC, «En el caso de que el grupo de sociedades no aplique ninguna política en alguna de las cuestiones previstas en este apartado 6, el estado de información no financiera consolidado ofrecerá una explicación clara y motivada al respecto». La evolución, no terminada todavía, de la gestión de lo no financiero por las corporaciones, la práctica seguida por las sociedades obligadas, la presión de algunos supervisores y las propias expectativas sociales determinan que cada vez sean menos las entidades que omiten informar sobre estos aspectos, con el antecedente de una gestión efectiva, bajo el amparo de la aparente comodidad del principio de cumplir o explicar.

Los deberes de provisión de información en materia climática, en especial, por las empresas, se califican por el Banco de España (2022, pág. 266) como un aspecto «crucial», «no solo para las propias empresas —por ejemplo, a la hora de tomar sus decisiones de inversión—, sino también para las autoridades públicas —por ejemplo, para diseñar posibles políticas compensatorias [...]— y para el sistema financiero —para asignar eficientemente los flujos de financiación entre sectores y empresas [...]—». El Tribunal de Cuentas Europeo (2019, pág. 13) reitera que la finalidad de divulgar es servir de herramienta para mejorar la gestión y para exigir la rendición de cuentas a la dirección o a una organización.

La CNMV (2022) ha elaborado por primera vez en 2022, respecto del ejercicio 2020, un informe separado sobre la supervisión del estado de información no financiera de los emisores de valores obligados a su elaboración y publicación, lo que denota su creciente protagonismo también por la vertiente supervisora y permite conocer los esfuerzos, no concluidos, de las sociedades cotizadas de gestionar más y mejor en esta área, lo que tiene reflejo en dicho estado.

La revisión del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de junio de 2020 ha enturbiado conceptualmente, creemos, el estado de la cuestión, al introducir sin excesiva precisión terminológica, junto a las menciones a responsabilidad social corporativa y a información no financiera, nuevas referencias, ahora a la sostenibilidad y a los «aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo». En la nota de prensa de 26 de junio de 2020 (CNMV, 2020b, pág. 1) se justifica la revisión del Código de Buen Gobierno del siguiente modo: «La revisión actualiza y adapta varias recomendaciones del Código a diversas modificaciones legales aprobadas desde su publicación y aclara el alcance de otras que habían suscitado ciertas dudas; asimismo, supone novedades relevantes en áreas como la diversidad de género en los consejos de administración, la información y riesgos no financieros, la atención a aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, o las remuneraciones».

Son diversos los principios y recomendaciones del Código que se revisan, en cuyo análisis detallado ahora no vamos a entrar (29), pero la realidad es que la CNMV equipara la responsabilidad social corporativa no con la información no financiera sino con la sostenibilidad y con los factores medioambientales y sociales, sin dejar de mencionar los aspectos financieros y los no financieros.

Así, por ejemplo, en la explicación del principio 24, previa a la presentación de la recomendación 55, se expresa lo siguiente (la cursiva es nuestra): «En este sentido, se plantea la conveniencia de 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».

Tiene sentido, hasta cierto punto, que la CNMV lleve a cabo este ejercicio, pues, una recomendación de un supervisor no puede modificar un texto legal (LSC, art. 529 ter., que alude expresamente a la responsabilidad social corporativa) por evidentes razones de jerarquía normativa. Este hueco se salva, como decimos, con la mera equiparación entre la responsabilidad social y la sostenibilidad, la cual se integra por la triple dimensión de los factores ASG.

En realidad, se trata de dos esferas diferenciadas (responsabilidad social y sostenibilidad), con elementos en común, sin duda, pero que responden a distintos principios y fines, incluso a una gestión netamente separada por parte de las sociedades de capital cotizadas, o de las no cotizadas que pretendan seguir los mejores estándares de gobernanza sobre una base de voluntariedad (30)

La reflexión de Carney (2021, pág. 403) nos parece sumamente clarificadora al respecto, por lo que pasamos a exponerla en su literalidad: *«To be effective, the relevant environmental, social and governance (ESG) factors [...] must be fully integrated and internalised into governance, strategy, operations and performance management rather than segmented and de facto subordinated as matters of corporate social responsibility (CSR). Every board committee should have the relevant ESG factors integrated into their work, and the full board should be informed on how ESG issues affect the company's risk management»*.

La responsabilidad social corporativa no se ve derogada por la sostenibilidad, ni la sostenibilidad queda embebida en la responsabilidad social. La primera se sigue centrando en la relación con los grupos de interés y en una cierta voluntariedad (aunque es perceptible una mayor imperatividad, a la vista del marco legal: Ley 11/2018, Ley de Cambio Climático y Transición Energética (31) , Reglamento de Divulgación (32) , Reglamento de Taxonomía Ambiental (33) ...), en tanto que la segunda comprende elementos de índole regulatoria y supervisora, de estrategia empresarial a largo plazo, de configuración del modelo de negocio, de gestión del riesgo y de «divulgación dura» de información, con una base cuantitativa que está siendo objeto de definición en la actualidad, con indicadores, métricas y objetivos, de utilidad para las propias compañías y los grupos de interés, pero también para los poderes públicos en la implementación de las políticas públicas y la transición hacia una sociedad libre de emisiones de carbono y más igualitaria, fundamentalmente (34) .

Mezclar indiscriminadamente la responsabilidad social corporativa con la sostenibilidad, y lo financiero con lo no financiero, puede suponer una dificultad añadida para la gestión por parte de las grandes sociedades de capital, sean cotizadas o no, incluso para el deseado éxito de las iniciativas públicas, al igual que genera confusión emplear la sostenibilidad como puro elemento decorativo o de ornato, lo que nos llevaría al terreno del conocido como lavado verde o social (*greenwashing* y *socialwashing*) (35) .

### **III. La Directiva 2014/95/UE y la divulgación de información no financiera. La información corporativa en materia de sostenibilidad**

#### **1. La Directiva 2014/95/UE y la divulgación de información no financiera**

En lo que concierne a las grandes corporaciones, durante décadas, el mayor interés del público, en general, y de los inversores institucionales, en particular, se ha centrado en la actividad económica y financiera, sin preocupar en exceso, más allá del voluntario ejercicio de la responsabilidad social corporativa, el impacto ambiental y social de la empresa, o cómo la sociedad impacta en las compañías.

Esta es la conocida como doble materialidad, que, de ser empleada en exclusiva en el ámbito de la responsabilidad social, ha ido calando para alcanzar el terreno de los informes financieros, en los que los aspectos ambientales y sociales —también los de gobernanza, aunque quizás en menor medida, por contar esta materia con una vía particular de difusión como es el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC)— han cobrado un protagonismo equiparable al de las magnitudes

económicas.

Ello representa el preludio de la inminente superación de la separación entre lo financiero y lo no financiero, por carecer del suficiente fundamento, ya anunciada por la Comisión Europea en la propuesta en curso de revisión de la Directiva 2013/34/UE en materia de información corporativa de sostenibilidad (Comisión Europea, 2021b), cuestión que abordaremos en este mismo apartado (36).

Este interés por la información exclusivamente financiera y económica, llevado al extremo, origina el conocido como «capitalismo trimestral» (37), es decir, el reporte permanente y prácticamente continuado de información empresarial, lo que obliga a las entidades a centrarse en lo perentorio y a no poder adecuar la gestión a las exigencias del medio y el largo plazo, lo que las aleja de las preferencias y las expectativas de determinados grupos de interés, como los clientes o los empleados, o de la propia preservación medioambiental.

En el año 2014, es decir, un año antes de la efectiva aprobación de la Agenda 2030 de las Naciones Unidas, se produjo un hito trascendental en lo que compete a la información no financiera, con la aprobación de la Directiva 2014/95/UE. Esta disposición normativa dio continuidad al posicionamiento previo de la Comisión Europea (Comisión Europea, 2011a; 2011b) y del Parlamento Europeo (Parlamento Europeo, 2013a; 2013b).

Por medio de sus dos Resoluciones de 2013 sobre esta materia, el Parlamento Europeo reconoció «la importancia de que las empresas divulguen información sobre la sostenibilidad, como pueden ser los factores sociales y medioambientales, con el fin de identificar riesgos para la sostenibilidad y aumentar la confianza de los inversores y los consumidores», y facilitar la transición «hacia una economía mundial sostenible que combine la rentabilidad a largo plazo con la justicia social y la protección del medio ambiente» (Directiva 2014/95/UE, considerando 3).

En síntesis, y tomando como referencia el considerando 6 de la Directiva 2014/95/UE, «algunas grandes empresas deben preparar un estado no financiero que contenga información relativa por lo menos a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno. Ese estado debe incluir una descripción de las políticas, resultados y riesgos vinculados a esas cuestiones y debe incluirse en el informe de gestión de la empresa de que se trate. El estado no financiero debe asimismo incluir información sobre los procedimientos de diligencia debida (38) aplicados por la empresa, también en relación con sus cadenas de suministro y subcontratación, cuando sea pertinente y proporcionado, con el fin de detectar, prevenir y atenuar los efectos adversos existentes y potenciales».

A pesar de los evidentes avances impulsados por la Directiva de 2014 para la armonización de lo financiero y de lo no financiero, se podrían destacar como inconvenientes del nuevo marco establecido dos: de un lado, que sus disposiciones solo obligan a las «grandes empresas» (39), con el alcance veremos enseguida, y, de otro, que la Directiva no se ha acompañado de un estándar formal para la sistematización y la divulgación de la información, lo que da lugar a una excesiva autonomía de las corporaciones obligadas, lo cual, a la par, conlleva la dificultad de comparar los indicadores, las métricas y los objetivos no financieros.

En cambio, la Directiva 2014/95/UE (considerando 9) remite a las empresas sujetas a la misma a marcos nacionales, a marcos de la Unión Europea, como el Sistema de Gestión y Auditoría Medioambientales (EMAS), o a marcos internacionales. Entre estos marcos figura expresamente el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, aunque, por evidentes motivos temporales, no se mencione la Agenda 2030 con sus 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible.

La transposición de la Directiva debía estar finalizada el 6 de diciembre de 2016 a más tardar, para su aplicación al ejercicio 2017 (artículo 4.1 de la Directiva). Es decir, las cuentas anuales formuladas y aprobadas en 2018 respecto de 2017 ya debían responder a la Directiva.

Una primera transposición provisional se acometió en nuestro país por medio del Real Decreto-ley 18/2017, que, a efectos prácticos, solo rigió respecto del estado no financiero de 2017, pues, justo a continuación, algunos meses más tarde, resultó aprobada la Ley 11/2018.

Partiendo de lo establecido por la Ley 11/2018, en línea con los nuevos artículos 19 bis y 29 bis introducidos en la Directiva Contable de 2013 por la Directiva 2014/95/UE, la normativa española establece un doble régimen para el estado de información no financiera, diferenciando entre el individual que han de elaborar determinadas sociedades de capital y el consolidado que se ha de emitir por las cabeceras de grupos contables.

El estado individual se regula en el artículo 262.5 LSC (40) , y, el estado consolidado, en el artículo 49, apartados 5 a 9, del Código de Comercio.

En cuanto a las empresas obligadas a formular el estado de información no financiera, sea individual o consolidado, se atiende, fundamentalmente, a su tamaño, ponderado por el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio (superior a 500) y por determinadas magnitudes económicas de la compañía (total de las partidas del activo superior a 20 millones de euros; importe neto de la cifra anual de negocios superior a los 40 millones de euros) (41) .

Será de obligado cumplimiento que el estado se presente como punto separado del orden del día, como parte del informe de gestión de las cuentas anuales, para su aprobación en la junta general de accionistas de las sociedades obligadas (artículo 49.6 del Código de Comercio).

En cuanto al contenido del estado, el artículo 49.6 del Código de Comercio regula prolijamente su alcance, por lo que nos remitimos a este cuerpo normativo para más detalle. En síntesis, según lo establecido en este mismo artículo, «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».

Acerca de los indicadores clave de resultados no financieros que sean pertinentes respecto a la actividad empresarial concreta, y que cumplan con los criterios de comparabilidad, materialidad, relevancia y fiabilidad, «se utilizarán especialmente estándares de indicadores clave no financieros que puedan ser generalmente aplicados y que cumplan con las directrices de la Comisión Europea en esta materia y los estándares de *Global Reporting Initiative*, debiendo mencionar en el informe el marco nacional, europeo o internacional utilizado para cada materia».

En la Directiva 2014/95/UE no se encuentran referencias a la Agenda 2030, aunque la Ley 11/2018, en su preámbulo, sí la menciona expresamente, al igual que al Pacto Mundial (la cursiva es nuestra): «Al facilitar esta información, las empresas obligadas deben basarse en marcos nacionales, marcos de la Unión Europea, pudiendo utilizarse el Sistema de Gestión y Auditoría Medioambientales (EMAS) adaptado a nuestro ordenamiento jurídico a través del Real Decreto 239/2013, de 5 de abril, o en marcos internacionales tales como el *Pacto Mundial de las Naciones Unidas*, los *Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas*, el Acuerdo de París sobre cambio climático [...] u otros marcos internacionales reconocidos».

La Comisión Europea (Comisión Europea, 2017; Comisión Europea, 2019a) ha elaborado dos conjuntos de Directrices, de aplicación voluntaria, para la mejor implementación de la Directiva 2014/95/UE (42) .

En la Comunicación de la Comisión de 2017 se encuentra una mención expresa a la Agenda 2030 y al Acuerdo de París, cuya efectividad puede resultar reforzada por las prácticas de divulgación de las grandes corporaciones:

«En respuesta a la Agenda 2030 mundial, aprobada por la Asamblea General de las Naciones Unidas en septiembre de 2015, el 22 de noviembre de 2016 la Comisión Europea publicó su Comunicación 'Próximas etapas para un futuro europeo sostenible'. Los requisitos de divulgación derivados de la Directiva constituyen una contribución importante a los Objetivos de Desarrollo Sostenible, por ejemplo al Objetivo 12 (Garantizar modalidades de consumo y producción sostenibles), y al Objetivo 5 (Lograr la igualdad entre los géneros y empoderar a todas las mujeres y las niñas).

*Esos mismos requisitos contribuyen también a la aplicación del Acuerdo de París sobre cambio climático; en concreto, se espera que una mayor transparencia conduzca a flujos financieros más coherentes con una evolución hacia bajas emisiones de gases de efecto invernadero y un desarrollo resiliente al cambio climático».*

Asimismo, la Comisión admite que, para el desarrollo de la Comunicación de 2017, ha tenido en cuenta, entre otros marcos internacionales, el Pacto Mundial y la Agenda 2030, por lo que aquí podemos identificar sin dificultad el antecedente inmediato, en este punto, de la Ley 11/2018.

La Comunicación de la Comisión de 2019, en una tónica reiterada, como veremos, en diversos documentos de referencia de alto nivel, específicamente en el ámbito del sector financiero, no es que mencione la Agenda 2030, sin más, sino que sitúa a esta, junto con el Acuerdo de París, como auténticos catalizadores del cambio: «Tanto el Acuerdo de París de 2015 sobre el Cambio Climático, como los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas y el Informe Especial del Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático (octubre de 2018) exigen una actuación rápida y decisiva para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) y crear una economía hipocarbónica y resiliente al cambio climático». Entretanto, los principios del Pacto Mundial comienzan a perder tracción y a verse desplazados, en algún sentido, por los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

## 2. La información corporativa en materia de sostenibilidad

A pesar de todos los avances que ha supuesto la Directiva 2014/95/UE, esta disposición, con sus desarrollos y recomendaciones, ha quedado rápidamente obsoleta, generando una serie de disonancias y dificultades en las relaciones entre las grandes sociedades de capital y sus accionistas. En cuanto a la española ley de transposición, el Banco de España (2022, pág. 266), por ejemplo, ha manifestado que la Ley 11/2018 «tiene notables áreas de mejora».

En 2020 se inició el proceso de revisión de la Directiva de 2014 por la Comisión Europea, que ha llevado a la publicación en abril de 2021 de una propuesta de directiva para la revisión de la Directiva Contable de 2013, centrada en la divulgación de información corporativa en materia de sostenibilidad («corporate sustainability reporting»).

Lo primero que hacemos notar es la evolución de la referencia a lo no financiero, y la efectiva consagración de la sostenibilidad como el concepto que servirá de soporte a esta nueva construcción que condicionará la gestión empresarial de las grandes compañías.

La información no financiera, hasta ahora, parecía quedar subordinada a la información financiera, económica o puramente contable, por su menor importancia. Pero, como hicimos notar anteriormente, los agentes de los mercados de capitales, y no solo los propios inversores institucionales, sino también los analistas o los asesores de voto (*proxy advisors*), cada vez ponderan en mayor medida la gestión activa por parte de las entidades de las cuestiones de sostenibilidad.

Llamativamente, si la «G» de gobernanza de ASG se ha desarrollado en los últimos años por una combinación de *soft law*, *hard law* y diálogo continuado con las grandes corporaciones, bajo la atenta mirada de los supervisores financieros, ello ha sido en parte para satisfacer estas necesidades de información de todos los agentes relacionados con los mercados (43) .

Lo relevante, por tanto, es que, de manera indiscutible, a pesar de las imprecisiones terminológicas, la información no financiera sí tiene impacto financiero en las cuentas de las sociedades de capital, y, por ello, se ha hecho ineludible la evolución conceptual.

El considerando 7 de la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad (Comisión Europea, 2021b) zanja la cuestión: «Muchas partes interesadas consideran que el término 'no financiera' es inexacto, en particular porque implica que la información en cuestión carece de relevancia financiera. Sin embargo, la información en cuestión tiene cada vez más relevancia financiera. Muchas organizaciones, iniciativas y profesionales en este ámbito hacen referencia a información 'en materia de sostenibilidad'. Por lo tanto, es preferible utilizar el término 'información en materia de sostenibilidad' en lugar de 'información no financiera'. Procede, por tanto, modificar la Directiva 2013/34/UE para tener en cuenta este cambio de terminología». En esta misma senda, el Tribunal de Cuentas Europeo (2019, págs. 12 y 13), afirma que los mercados financieros y los inversores ejercen una creciente presión sobre las empresas para que divulguen los riesgos de sostenibilidad, «pues estos se consideran cada vez más también riesgos financieros».

En la evaluación inicial de impacto para la revisión de la Directiva de Información No Financiera (Comisión Europea, 2020c) se destacó que las necesidades de información de la comunidad inversora, en rápida y sustancial evolución, no se veían debidamente cubiertas por la Directiva 2014/95/UE y sus dos recomendaciones de acompañamiento.

Del mismo modo, el aumento de la demanda de información en materia de sostenibilidad también se debe al crecimiento de los productos de inversión que tratan explícitamente de cumplir determinadas normas de sostenibilidad o de alcanzar determinados objetivos de sostenibilidad (Comisión Europea, 2021b, pág. 23, considerando 9), lo que liga este fenómeno con nitidez con el de las finanzas sostenibles (Comisión Europea, 2018; Domínguez y López, 2020) (44) .

Son dos los problemas que con la propuesta de directiva se tratan de solucionar (Comisión Europea, 2020a, pág. 2): (i) la inadecuación de la información pública disponible, originada por las compañías, relativa a la gestión de las cuestiones no financieras y de sostenibilidad, a su impacto en las compañías y a cómo las compañías impactan en la sociedad y en el medioambiente; (ii) los altos e inevitables costes en los que incurren las compañías al desarrollar los procedimientos de reporte no financiero.

Las principales consecuencias de esta problemática son las dificultades en las que incurren los inversores para evaluar la gestión no financiera de las sociedades, lo que dificulta la adecuada fijación por la economía del precio de los riesgos relacionados con la sostenibilidad y que los flujos de capital puedan canalizarse hacia las compañías que contribuyen a la sostenibilidad; la falta de exigencia de responsabilidad a las firmas por los impactos negativos causados a la sociedad y al medioambiente; y la dificultad para explotar el potencial del Mercado Único para alcanzar los fines del Pacto Verde Europeo y contribuir a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (Comisión Europea, 2020a, pág. 2).

No corresponde ahora analizar a fondo la propuesta de directiva, aunque sí es necesaria alguna referencia a su futuro y previsible impacto. Así, la ampliación de las características que determinarán qué compañías deben divulgar la información corporativa de sostenibilidad motivará que de unas 11.700 en la actualidad, bajo el régimen vigente de la Directiva 2014/95/UE, se pase a unas 49.000 firmas (Comisión Europea, 2021b, págs. 1 y 10). Los nuevos requisitos de información se aplicarían a todas las grandes empresas y a todas las empresas cotizadas, incluidas las pequeñas y medianas empresas cotizadas (Comisión Europea, 2021a, pág. 2).

De esta forma, la información a disposición de los inversores y de otros grupos de interés se ampliará de forma sobresaliente en cantidad pero también en calidad y comparabilidad, en la medida, respecto de esto último, en que los específicos estándares a utilizar por las sociedades serán obligatorios, y no de voluntaria elección de entre los diversos estándares internacionales

disponibles, como ocurre hoy día.

#### IV. Hacia un modelo de gobernanza empresarial sostenible

El análisis de los factores de sostenibilidad se suele detener en el de los criterios ambientales y sociales, soliendo quedar la «G» de gobernanza un tanto desatendida. Ello puede ser el resultado de que, en materia de gobierno corporativo, contamos desde hace años con estándares más consolidados, primero, a través de recomendaciones supervisoras, más adelante, con una expresa acogida por el Derecho de Sociedades, y, además, por la mayor influencia ejercida por los mercados de capitales y, últimamente, por los posicionamientos de los propios accionistas expresados en las juntas generales. Fama (2020) estima, de hecho, que «la G (Gobernanza) en ASG es fácil de abordar» y que, ciertamente, la complejidad reside más en la «A» y en la «S».

Según Hernández de Cos (2021, pág. 1), por gobernanza «se entiende el conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan la estructura y el funcionamiento de los órganos de gobierno de una empresa y que permiten la toma de decisiones. Este mecanismo se articula en dos vertientes: una interna, que determina la gestión de la propia actividad, y otra externa, que define el marco de relación de la entidad con los diversos agentes del mercado (analistas, clientes, accionistas, inversores, supervisores y reguladores)».

La vertiente interna se podría identificar con el también llamado gobierno interno (45), que comprende las relaciones en el seno de las entidades, en tanto que la faceta externa se identificaría con el gobierno corporativo (46), esto es, con las relaciones de los órganos societarios con los accionistas y con otros grupos de interés, aunque es evidente que ambas esferas quedan interrelacionadas (López Jiménez, 2016b, pág. 58).

La gobernanza queda embebida en los criterios ASG aunque, más bien, como instrumento para facilitar la gestión ambiental y social por las sociedades de capital antes que como un fin en sí misma considerada.

La Comisión Europea (Comisión Europea, 2020c) abrió en octubre de 2020 una consulta pública sobre «gobernanza empresarial sostenible» («Sustainable Corporate Governance»). En este documento se cita expresamente el «Pacto Verde Europeo» (Comisión Europea, 2019b, pág. 20), y la referencia a la necesidad de que la sostenibilidad se integre «aún más en el marco de gobernanza empresarial, ya que muchas empresas todavía prestan demasiada atención al rendimiento financiero a corto plazo en comparación con otros aspectos del desarrollo y la sostenibilidad a largo plazo». En el documento de consulta de la Comisión también se tienden puentes con la propuesta en curso de revisión de la Directiva de Información no Financiera, por las relaciones y la complementariedad entre ambas regulaciones.

El documento de consulta sobre «gobernanza empresarial sostenible» menciona los resultados de dos estudios promovidos por la Comisión Europea. Así, el denominado *High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (2018) ya recomendó la necesidad de clarificar los deberes de los miembros de los consejos de administración para la adecuada consideración de las expectativas de todos los grupos de interés. Este Grupo de Expertos, más en concreto, planteó a la Unión Europea la conveniencia de exigir a los administradores la adopción de una estrategia de sostenibilidad con objetivos apropiados, que los administradores tuvieran suficiente experiencia en sostenibilidad y la revisión de la regulación sobre remuneraciones.

Por otra parte, en el documento de consulta también se cita el trabajo titulado *The study on director's duties and sustainable corporate governance* (Comisión Europea, 2020b). Partiendo de que las compañías cotizadas de la Unión Europea se han centrado en los últimos 30 años en atender los intereses a corto plazo de los accionistas antes que los intereses a largo plazo de las propias corporaciones, las futuras intervenciones de la Unión deberían buscar tres objetivos específicos: (i) fortalecer el rol de los administradores para perseguir intereses a largo plazo; (ii) mejorar el régimen de responsabilidad de los administradores para integrar la sostenibilidad en la estrategia corporativa y en la toma de decisiones; y (iii) promover prácticas de gobernanza que

contribuyan a la sostenibilidad empresarial, identificando, a la par, las prácticas relevantes no favorables a este fin.

Una buena parte de estas posibles iniciativas, por la vía de las recomendaciones, ya encontró acogida en nuestro país en la revisión de junio de 2020 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de la CNMV.

En febrero de 2022, como consecuencia de los trabajos desarrollados por la Comisión Europea, se presentó una *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 (UE) 2019/1937* (Comisión Europea, 2022a).

No corresponde ahora evaluar a fondo esta propuesta, pero sí dejamos constancia de su alcance, determinado en el art. 1. La propuesta de directiva establece las normas:

- a) • sobre las obligaciones que incumben a las empresas en relación con los efectos adversos, reales y potenciales, sobre los derechos humanos y el medio ambiente de sus propias actividades, de las actividades de sus filiales y de las actividades de la cadena de valor de las entidades con las que dichas empresas mantengan una relación comercial establecida, así como
- b) • sobre la responsabilidad que se deriva del incumplimiento de esas normas.

Y todo ello sin perjuicio del nivel de protección de los derechos humanos, del medio ambiente o del clima contemplado por la legislación de los Estados miembros en el momento de la adopción de la Directiva, que no podrá ser disminuido. La Directiva se entenderá sin perjuicio, además, de las obligaciones en materia de derechos humanos, protección del medio ambiente y lucha contra el cambio climático que se establecen en otros actos legislativos de la Unión.

«La diligencia debida en derechos humanos [...] en realidad viene a sumarse al debate de la redefinición del concepto de interés social», que propugna «la institucionalización de estos intereses dentro del gobierno corporativo de la entidad» (Nieto, 2022).

## V. Conclusiones

Con este trabajo hemos tratado de mostrar que la tradicional y aparente oposición entre la gestión por las sociedades de capital de los intereses de los accionistas y los de otros grupos de interés más difusos, colectivos y generales, entra en una nueva etapa.

La falta de precisión de diversos conceptos clave en este ámbito (responsabilidad social corporativa, información no financiera, factores ambientales, sociales y de gobernanza, sostenibilidad, etcétera) alcanza incluso a la traducción al español de la expresión inglesa *stakeholders* como grupos de interés, lo que no coadyuva, desde luego, a que se disipe la «niebla conceptual».

Es obvio que la sostenibilidad ambiental y social debe venir antecedita —o acompañada, al menos— por la sostenibilidad financiera y económica. Solo generando valor para los accionistas, por tanto, será posible atender las necesidades y las expectativas de otros grupos de interés, lo que no resulta extraño a la función social inherente a la propiedad y a las sociedades de capital, por extensión.

En nuestra opinión, los modelos centrados en los accionistas e inversores, de un lado, y en el resto de los *stakeholders*, de otro, resultan complementarios. Esta complementariedad se observa, por ejemplo, en las reiteradas llamadas de los grandes fondos de inversión para que las empresas que podrían recibir su inversión (o no verse privadas de ella si ya la han recibido) gestionen activa y adecuadamente la sostenibilidad, lo que constituye una de las manifestaciones del fenómeno de las finanzas sostenibles.



La incertidumbre y la sensación de vulnerabilidad despertadas por la pandemia, por una parte, y la voluntad de los poderes públicos y de la ciudadanía de que el modelo de convivencia sea más inclusivo, por otra, han acelerado la tendencia observada en los últimos años para que las empresas se involucren en mayor medida en la gestión de cuestiones de interés para la sociedad en su conjunto, considerando el largo plazo.

Llevado este cambio de paradigma al terreno de las sociedades de capital, no cabe duda de que el mayor impacto, a la vista de la Directiva 2014/95/UE y de la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad, alcanzará principalmente a las grandes corporaciones, sean cotizadas o no.

Deben ser los poderes públicos los que marquen las pautas de la transición sostenible. En lo que concierne a las sociedades de capital, el papel que estas —o una parte de ellas— deban desempeñar debe ser definido con nitidez y con la mayor precisión normativamente.

Numerosas iniciativas legislativas, europeas y nacionales, tratan de dar concreción a este nuevo rol de las sociedades de capital, aunque, a la vista de la pluralidad de disposiciones en fase de elaboración y revisión y de su complejidad inherente, pasarán algunos años hasta que el puzzle quede completado y se puedan asumir efectivamente por los diversos operadores sus nuevas funciones.

Como hemos señalado, todavía se discute sobre el alcance de un aspecto tan básico como es el conceptual (responsabilidad social corporativa, información no financiera, *shareholders* v s. *stakeholders*...).

El concepto de sostenibilidad, con algunos elementos diferenciales a los que también les hemos prestado atención, parece emerger como el que servirá para convertirse en eje y para dar solidez a las nuevas funciones de gestión y reporte empresarial.

## VI. Referencias bibliográficas y documentales

— Alfaro Águila-Real, J. (2015): «El interés social. Una historia natural de la empresa», *Economía industrial*, n.º 398. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.mincotur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaIndustrial/398/JESUS%20ALFARO.pdf>

— Alfaro Águila-Real, J. (2018): «Teoría del principal-agente», *eXtoikos*, n.º 21. Accesible en el siguiente enlace: <http://www.extoikos.es/n21/pdf/12.pdf>

— Alfaro Águila-Real, J. (2022): «El excedente del consumidor es el principal factor que explica el impacto social de las empresas o prueba número 2822 de que Friedman tenía razón», *Almacén de Derecho*, 18 de enero. Accesible en el siguiente enlace: <https://derechomercantiles.pana.blogspot.com/2022/01/el-excedente-del-consumidor-es-el.html>

— Alonso Ureba, A. (2021): «La Sociedad Cotizada en la reforma en curso de la legislación societaria y del mercado de valores», *La Ley Mercantil*, n.º 83, septiembre.

— Autoridad Bancaria Europea (2021): «Directrices sobre gobierno interno», EBA/GL/2021/05, 2 de julio. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuHorizontal/Normativa/guias/EBA-2021-05-ES.pdf>

— Banco de España (2022): «La economía española ante el reto climático», *Informe Anual 2021*, cap. 4. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/informes-y-memorias-anuales/informe-anual/>

— Banco de Pagos Internacionales (2015): «Principios de gobierno corporativo para bancos. Orientaciones», Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, julio. Accesible en el siguiente enlace:

[https://www.bis.org/bcbs/publ/d328\\_es.pdf](https://www.bis.org/bcbs/publ/d328_es.pdf)

— BlackRock (2022): «Carta de 2022 de Larry Fink a CEOs: el poder del capitalismo», enero. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.blackrock.com/es/profesionales/2022-larry-fink-carta-ceo>

— Buenaventura, R. (2022): «Intervención en la IX Jornada sobre buen gobierno corporativo: los consejos de administración antes los retos de la nueva economía», 25 de enero. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.cnmv.es>, apartado «Discursos e intervenciones de Presidencia».

— Business Roundtable (2019): «Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'», nota de prensa, 19 de agosto. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

— Carney, M. (2021): *Value (s). Building a Better World for All*, HarperCollinsPublishers (William Collins), Londres.

— Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo (2013): «Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas». Accesible en el siguiente enlace: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC\\_EstModif\\_20131014.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf)

— Comisión Europea (2011a): «Estrategia renovada de la UE para 2011-2014 sobre la responsabilidad social de las empresas», Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM(2011) 681 final, 25 de octubre. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=celex%3A52011DC0681>

— Comisión Europea (2011b): «Acta del Mercado Único —Doce prioridades para estimular el crecimiento y reforzar la confianza— 'Juntos por un nuevo crecimiento'», Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM/2011/0206 final, 13 de abril de 2011. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/es/TXT/?uri=CELEX%3A52011DC0206>

— Comisión Europea (2017): «Directrices sobre la presentación de informes no financieros. Metodología para la presentación de información no financiera», 2017/C 215/01. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52017XC0705%2801%29>

— Comisión Europea (2018): «Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible», Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM/2018/097 final, 8 de marzo. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX%3A52018DC0097>

— Comisión Europea (2019a): «Directrices sobre la presentación de informes no financieros. Suplemento sobre la información relacionada con el clima», 2019/C 209/01. Accesible en el siguiente enlace: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=EN)

— Comisión Europea (2019b): «Pacto Verde Europeo», Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM(2019) 640 final, 11 de diciembre. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?qid=1576150542719&uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN>

— Comisión Europea (2020a): «Revision of the Non-Financial Reporting Directive. Inception

impact assessment». Accesible en el siguiente enlace: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Corporate-Sustainability-Reporting\\_es](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Corporate-Sustainability-Reporting_es)

— Comisión Europea (2020b): «Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Final report», 29 de julio. Accesible en el siguiente enlace: <https://data.europa.eu/doi/10.2838/472901>

— Comisión Europea (2020c): «Consultation Document Proposal for an Initiative on Sustainable Corporate Governance», 26 de octubre.

— Comisión Europea (2021a): «Taxonomía de la UE, divulgación de información corporativa en materia de sostenibilidad, preferencias de sostenibilidad y obligaciones fiduciarias. Orientar la financiación hacia el Pacto Verde Europeo», Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM(2021) 188 final, 21 de abril. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=COM:2021:188:FIN>

— Comisión Europea (2021b): «Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2013/34/UE, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y el Reglamento (UE) n.º 537/2014, por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad», COM/2021/189 final, 21 de abril. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52021PC0189>

— Comisión Europea (2022a): «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 (UE) 2019/1937», COM(2022) 71 final, 23 de febrero. Accesible en el siguiente enlace: <https://ec.europa.eu/7074b055-d86d-4893-b986-98061eac37a2>

— Comisión Europea (2022b): «Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica las Directivas 2005/29/CE y 2011/83/UE en lo que respecta al empoderamiento de los consumidores para la transición ecológica mediante una mejor protección contra las prácticas desleales y una mejor información», COM/2022/143 final, 30 de marzo. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52022PC0143>

— Comité Económico y Social Europeo (2021): «Dictamen sobre la 'Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2013/34/UE, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y el Reglamento (UE) n.º 537/2014, por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad'», 22 de septiembre, DOUE de 22 de diciembre de 2021.

— CNMV (2020a): «Código de Buen gobierno de las Sociedades Cotizadas», texto revisado, junio. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/CodigosGovCorp.aspx>

— CNMV (2020b): «La CNMV aprueba la reforma del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas», nota de prensa, 26 de junio. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.cnmv.es>, apartado «Notas de prensa de la CNMV».

— CNMV (2021): «Informe sobre la supervisión por la CNMV de los informes financieros anuales y principales áreas de revisión del ejercicio siguiente», ejercicio 2019, 8 de febrero. Accesible en el siguiente enlace: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA\\_2019.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA_2019.pdf)

— CNMV (2022): «La CNMV publica el informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras», nota de prensa, 28 de febrero. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.cnmv.es>, apartado «Notas de prensa de la CNMV».

— Delgado, M. (2020): «Clausura de la Jornada de la CNMV sobre Sostenibilidad Financiera. La

actividad de la CNMV en el ámbito de las finanzas sostenibles», 22 de octubre. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Noticias%20Ultima%20Hora/delgado221020.pdf>

— Dewar, C., Keller, S., y Malhotra, V. (2022): *CEO Excellence. The Six Mindsets That Distinguish the Best Leaders from the Rest*, McKinsey & Company, INC, Simon & Schuster, INC, Nueva York.

— Díez-Picazo, L., y Gullón, A. (1995): *Sistema de Derecho Civil*, vol. I, 8ª ed., 3ª reimp., Editorial Tecnos, S. A., Madrid.

— DIRSE (2021): «Actualización de la marca Dirse», diciembre. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.dirse.es/dirse-actualiza-marca/>

— Domínguez Martínez, J. M. (2020): «El auge del 'stakeholderism': ¿realidad efectiva o promesa ilusoria?», blog Tiempo Vivo, 21 de noviembre. Accesible en el siguiente enlace: <https://neotiemповivo.blogspot.com/2020/11/el-auge-del-stakeholderism-realidad.html>

— Domínguez Martínez, J. M. (2022): «¿Grupos de interés o partes implicadas?», blog Tiempo Vivo, 27 de mayo. Accesible en el siguiente enlace: <http://neotiemповivo.blogspot.com/2022/05/grupos-de-interes-o-partes-implicadas.html>

— Domínguez Martínez, J. M., y López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2020): «El nuevo paradigma de las finanzas sostenibles: la contribución del sector financiero a la lucha contra el cambio climático», Universidad de Alcalá, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, WP 07/20. Accesible en el siguiente enlace: <https://ebuah.uah.es/dspace/handle/10017/43927>

— Fama, E. F. (2020): «Market Forces Already Address ESG Issues and the Issues Raised by Stakeholder Capitalism», Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 9 de octubre. Accesible en el siguiente enlace: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/09/market-forces-already-address-esg-issues-and-the-issues-raised-by-stakeholder-capitalism/>

— Friedman, M. (2002): *Capitalism and Freedom, Fortieth Anniversary Edition*, The University of Chicago Press, Chicago y Londres.

— Friedman, A., Grinstein, J., Hatheway, L., y Krulak, C. C. (2020): «The New Davos Challenge», Project Syndicate, 17 de enero. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.project-syndicate.org/commentary/davos-stakeholder-capitalism-agenda-by-alexander-friedman-et-al-2020-01>

— Hernández de Cos, P. (2020): «La política económica y financiera ante los objetivos climáticos», Club Español de la Energía, 25 de febrero. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/20/hdc250220.pdf>

— Hernández de Cos, P. (2021): «Gobernanza y conducta de las entidades. Claves para la reputación y la sostenibilidad de los modelos de negocio bancarios en España», Punto de encuentro financiero Finanza, 16 de septiembre. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Noticias%20Ultima%20Hora/Fich/hdc160921.pdf>

— High-Level Expert Group on Sustainable Finance (2018): «Financing a Sustainable European Economy. Final Report». Accesible en el siguiente enlace: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf)

— Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (2021): «Guía Informativa sobre la aplicación de La Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código De Comercio, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo

1/2010, de 2 de Julio, y la Ley 22/2015, de 20 de Julio, de Auditoría de Cuentas, en Materia de Información No Financiera y Diversidad», 21 de abril. Accesible en el siguiente enlace: [https://www.icac.gob.es/sites/default/files/2021-04/GUIA%20SOBRE%20INFORMACI%C3%93N%20NO%20FINANCIERA\\_0.pdf](https://www.icac.gob.es/sites/default/files/2021-04/GUIA%20SOBRE%20INFORMACI%C3%93N%20NO%20FINANCIERA_0.pdf)

— López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2011): «Reseña de la Ley de Economía Sostenible», eXtoikos, n.º 2. Accesible en el siguiente enlace: [http://www.extoikos.es/pdf/n2/extoikos2\\_resenadelaley.pdf](http://www.extoikos.es/pdf/n2/extoikos2_resenadelaley.pdf)

— López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2016a): «La función de cumplimiento normativo en las entidades bancarias», Estrategia Financiera, n.º 343.

— López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2016b): «Consideraciones generales sobre el gobierno corporativo de las entidades bancarias», en López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (dir.), *El Gobierno Corporativo de las Entidades Bancarias*, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra).

— López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2019): «La Agenda 2030 y los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)», UniBlog, 3 de octubre. Accesible en el siguiente enlace: <https://uniblog.unicajabanco.es/la-agenda-2030-y-los-objetivos-de-desarrollo-sostenible--ods->

— López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2021): «La Ley de Cambio Climático y Transición Energética y el sistema financiero», Diario La Ley, n.º 9864. Accesible en el siguiente enlace: <https://diariolaley.laleynext.es/dll/2021/06/01/la-ley-de-cambio-climatico-y-transicion-energetica-y-el-sistema-financiero>,

— López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2022a): «La carta de Larry Fink de 2022: ¿de ESG a SEG?», Social Investor, 25 de enero. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.socialinvestor.es/industria/la-carta-de-larry-fink-de-2022-de-esg-a-seg/>

— López Jiménez, J. M.<sup>a</sup> (2022b): «Del 'green-washing' al 'green-bleaching'», blog Todo Son Finanzas, 6 de mayo. Accesible en el siguiente enlace: <https://todosonfinanzas.com/del-green-washing-al-green-bleaching/>

— López Jiménez, J. M.<sup>a</sup>, y Zamarriego Muñoz, A. (2021): *La sostenibilidad y el nuevo marco institucional y regulatorio de las finanzas sostenibles*, dirs., Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor (Navarra).

— Martínez, V. (2021): «La amenaza de la mala reputación: Así pasan factura a las empresas los escándalos», Actualidad Económica, 11 de julio.

— Naciones Unidas (2015): «Transformar nuestro mundo: la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible», Resolución de la Asamblea General, 25 de septiembre. Accesible en el siguiente enlace: [https://unctad.org/system/files/official-document/ares70d1\\_es.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/ares70d1_es.pdf)

— Nieto, A. (2022): «Diligencia debida en derechos humanos y cumplimiento normativo: el comienzo de una hermosa amistad», Almacén de Derecho, 8 de abril. Accesible en el siguiente enlace: <https://almacenederecho.org/diligencia-debida-en-derechos-humanos-y-cumplimiento-normativo-el-comienzo-de-una-hermosa-amistad>

— Parlamento Europeo (2013a): «Comportamiento responsable y transparente de las empresas y crecimiento sostenible», Resolución, 6 de febrero. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52013IP0049>

— Parlamento Europeo (2013b): «Promover los intereses de la sociedad y un camino hacia la recuperación sostenible e integradora», Resolución, 6 de febrero. Accesible en el siguiente enlace: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX%3A52013IP0050>

— Perea Ortega, R. (2015): «La Directiva 2014/95/UE sobre divulgación de información no

financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y grupos», La Ley Mercantil, n.º 15, 1 de junio.

— Platform on Sustainable Finance (2022): «Final Report on Social Taxonomy», febrero. Accesible en el siguiente enlace: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/280222-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy.pdf)

— Porter, E., y Kramer, M. R. (2011): «Creating shared value. How to reinvent capitalism—and unleash a wave of innovation and growth», Harvard Business Review, enero-febrero.

— PwC (2021): «The audit committee’s role in sustainability/ESG oversight», septiembre. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/library/sustainability-esg-reporting-audit-committees.html>

— Recalde Castells, R. (2022a): «La inclusión de objetivos públicos en la gestión de las sociedad de capital», SSRN. Accesible en el siguiente enlace: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4072486](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4072486)

— Recalde Castells, R. (2022b): «Los intereses colectivos en la gestión de sociedades anónimas: RSC, sostenibilidad y objetivos ESG», Almacén de Derecho, 1 de abril. Accesible en el siguiente enlace: <https://almacenederecho.org/los-intereses-colectivos-en-la-gestion-de-sociedades-anonimas-rsc-sostenibilidad-y-objetivos-esg>

— Red Española del Pacto Mundial (2020): «Finanzas sostenibles y Agenda 2030. Invertir en la transformación del mundo», White Paper n.º 1. Accesible en el siguiente enlace: [https://www.pactomundial.org/biblioteca/white-paper-no-1-finanzas-sostenibles-y-agenda-2030-invertir-en-la-transformacion-del-mundo/#descargar\\_fm](https://www.pactomundial.org/biblioteca/white-paper-no-1-finanzas-sostenibles-y-agenda-2030-invertir-en-la-transformacion-del-mundo/#descargar_fm)

— Sanchis Palacio, J. R., Campos Climent, V., y Ejarque Catalá, A. T. (2020): *Emprendimiento sostenible. Emprendiendo desde la cocreación de valor y el bien común*, Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), Madrid.

— Schoenmaker, D., y Schramade, W. (2019): *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, Oxford.

— Schwab, K., y Malleret, T. (2020): *COVID-19: The Great Reset*, Edition 1.0, Forum Publishing, World Economic Forum, Colonia-Ginebra.

— S&P Global Ratings Sustainable Finance Scientific Council (2021): «Environmental, Social and Governance: Stakeholder Capitalism: Aligning Value Creation With Protection of Values», mimeo.

— Stewart, J. D., y Huntington, H. P. (2022): «How Big Finance Can Scale Up Sustainability», Project Syndicate, 27 de mayo. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.project-syndicate.org/commentary/three-ways-big-finance-can-scale-up-sustainability-by-j-david-stewart-and-henry-p-huntington-2022-05>

— Tirole, J. (2017): *La economía del bien común. ¿Qué ha sido de la búsqueda del bien común? ¿En qué medida la economía puede contribuir a su realización?*, Penguin Random House Grupo Editorial, S. A. U. (Taurus), Barcelona.

— Tribunal de Cuentas Europeo (2019): «Divulgación de información sobre la sostenibilidad - situación en las instituciones y en los organismos de la UE (Análisis rápido de casos)», Análisis n.º 07/2019, 12 de junio. Accesible en el siguiente enlace: <https://www.eca.europa.eu/es/Pages/DocItem.aspx?did=50325>

— Zingales, L. (2014): *A Capitalism for the People. Recapturing the Lost Genius of American Prosperity*, Basic Books, Nueva York.

**(1)** Coordinador del proyecto de educación financiera Edufinet (edufinet.com)

El autor agradece expresamente sus comentarios a los profesores José M. Domínguez Martínez y Alberto Ruiz Ojeda. Los posibles errores contenidos en este trabajo son de la exclusiva responsabilidad de su autor.

[Ver Texto](#)

**(2)** Fecha de recepción del trabajo: 3 de junio de 2022. Fecha de aceptación: 16 de junio.

[Ver Texto](#)

**(3)** Friedman criticó expresamente la visión según la cual los directivos corporativos y los líderes empresariales ostentan una «responsabilidad social» que va más allá de servir el interés de los accionistas. En su opinión (Friedman, 2002, pág. 133): «This view shows a fundamental misconception of the character and nature of a free economy. In such an economy, there is one and only one social responsibility of business —to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition, without deception or fraud. [...] Few trends could so thoroughly undermine the very foundations of our free society as the acceptance by corporate officials of a social responsibility other than to make as much money for their stockholders as possible».

Para Sanchis et al. (2020, pág. 25), «El neoliberalismo ha considerado la RSC como un lastre para las empresas», aunque desde la izquierda se ha sostenido que «las empresas no deben sustituir al Estado» (Tirole, 2017, pág. 212).

[Ver Texto](#)

**(4)** Según Domínguez Martínez (2022), «En el idioma español, la expresión 'grupo de interés' es la más extendida, aunque no la encontramos en el Diccionario de la Lengua Española. No obstante, a pesar de su extendido uso, no puede decirse que sea una expresión plenamente satisfactoria. De entrada, porque puede dar la impresión de que pueda tratarse simplemente de un grupo organizado que defiende sus intereses específicos, en la línea de un *lobby*. Esta interpretación no se compadecería bien con el enfoque del que emana la noción de 'stakeholders', el de la responsabilidad social corporativa (RSC) o empresarial (RSE). La motivación no es la defensa de intereses grupales, sino la necesidad de tomar en consideración todos los intereses que entran en juego en conexión con el desarrollo de un proyecto empresarial.

Por tanto, un 'grupo de interés' no debería concebirse como un colectivo que, de manera exclusiva y parcial, defiende sus propios intereses, sino como un componente que debe incorporarse al ámbito de una gestión integral. La noción de 'parte interesada' evita quizás el posible sesgo, pero sería preferible la de 'parte implicada' o 'parte afectada. [...]

A falta de una expresión que refleje fidedignamente la noción que se pretende transmitir, en el ámbito de la RSC, lo cierto es que el término 'stakeholder' exhibe una mayor neutralidad que la expresión 'grupo de interés'. V., igualmente, Domínguez Martínez (2020).

[Ver Texto](#)

**(5)** Se atribuye a Eugene Fama que «el capitalismo de grupos de interés no existe» (S&P Global Ratings Sustainable Finance Scientific Council, 2021).

[Ver Texto](#)

**(6)** Esta expresión se atribuye al Gobernador del Banco de España (Hernández de Cos, 2020, pág. 5), y sirve para hacer referencia, en sentido amplio, a los conocidos como «lavado verde» (*greenwashing*) o «lavado social» (*socialwashing*). Para el Gobernador, «algunos emisores [de activos financieros] podrían intentar parecer más concienciados con el cambio climático, por razones de imagen y responsabilidad social corporativa, de lo que realmente implican sus actuaciones, y ello podría generar en el futuro problemas

reputacionales». El célebre inversor Warren Buffet mantiene que «Se necesitan 20 años para labrarse una reputación y bastan cinco minutos para arruinarla» (tomado de Martínez, 2021, pág. 6).

Ver Texto

- (7)** En nuestra opinión, los modelos centrados en los accionistas e inversores, de un lado, y en los grupos de interés o en las partes implicadas, de otro, resultan complementarios. Esta complementariedad se observa, por ejemplo, en las reiteradas llamadas de los grandes fondos de inversión globales, incluso en las de algunos fondos soberanos, para que las empresas que podrían recibir su inversión (o no verse privadas de ella si ya la han recibido) gestionen activa y adecuadamente la sostenibilidad, sin limitarse únicamente a lo medioambiental y a lo climático, sino adentrándose también en la consideración de las cuestiones sociales y de gobernanza. V. en este sentido BlackRock (2022); López Jiménez (2022a).

Ver Texto

- (8)** Algunas de las mayores empresas de los Estados Unidos, en el contexto del «Business Roundtable» (2019), emitieron una declaración sobre el «propósito» (*purpose*) empresarial, para modernizar los principios referentes al rol de las corporaciones (v. al respecto, asimismo, Dewar et al. (2022, pág. 200)).

El nuevo posicionamiento, se sintetiza en los siguientes compromisos:

*«1) Delivering value to our customers. We will further the tradition of American companies leading the way in meeting or exceeding customer expectations.*

*2) Investing in our employees. This starts with compensating them fairly and providing important benefits. It also includes supporting them through training and education that help develop new skills for a rapidly changing world. We foster diversity and inclusion, dignity and respect.*

*3) Dealing fairly and ethically with our suppliers. We are dedicated to serving as good partners to the other companies, large and small, that help us meet our missions.*

*4) Supporting the communities in which we work. We respect the people in our communities and protect the environment by embracing sustainable practices across our businesses.*

*5) Generating long-term value for shareholders, who provide the capital that allows companies to invest, grow and innovate. We are committed to transparency and effective engagement with shareholders».*

Ver Texto

- (9)** Directiva 2014/95/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

Ver Texto

- (10)** Perea Ortega (2015) apela a la exclusión deliberada de las pequeñas y medianas empresas del ámbito de aplicación de la Directiva 2014/95/UE conforme al principio «pensar primero a pequeña escala». Nos remitimos a la nota al pie 37 de este mismo trabajo.

Ver Texto

- (11)** Párrafo tomado de Schoenmaker y Schramade (2019, pág. 20).

Ver Texto

- (12)** Esta distinción es quizá «una de las cuestiones más oscuras, complejas y difíciles de la teoría general del Derecho. Durante siglos se han enconado las diferentes direcciones doctrinales, se han propuesto las fórmulas más dispares y no se ha llegado a la deseada solución. Complica, desde luego, el problema su estrecha conexión con las doctrinas y constituciones políticas, que viene a hacerlo radicalmente inseguro» (Díez-Picazo y Gullón, 1995, págs. 41 y 42).

Precisamente, la referencia al nuevo orden de convivencia internacional que impulsa la sostenibilidad en todos los niveles, públicos y privados, se cita expresamente en el apartado II del preámbulo de la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética: «El marco internacional está definido. El Acuerdo de París de 2015, el desarrollo de sus reglas en Katowice y la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible marcan el inicio de una agenda global hacia el desarrollo sostenible, que conlleva la transformación del modelo económico y de un nuevo contrato social de prosperidad inclusiva dentro de los límites del planeta». Otra referencia explícita a la reconsideración y la redefinición de los términos del



«contrato social» se puede encontrar en Schwab y Malleret (2020, pág. 95 y ss.).

Ver Texto

- (13)** La Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo presentó en 1987 ante la Asamblea General de las Naciones Unidas el conocido como «Informe Brundtland». Este informe define el desarrollo sostenible como el tipo de desarrollo que «satisface las necesidades de la generación actual sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades» (López Jiménez, 2019).

El art. 3.3 del Tratado de la Unión Europea impone a las instituciones de la Unión, en general, la actuación «en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, en una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente».

En 2011 se publicó en nuestro país la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (para más detalle, López Jiménez, 2011).

Ver Texto

- (14)** En este planteamiento inicial, la Comisión manifestó que «El desarrollo de la RSE deben liderarlo las propias empresas» (Comisión Europea, 2011a, pág. 9).

Ver Texto

- (15)** Factores ambientales, sociales y de gobernanza (ASG, o ESG, por sus siglas en inglés).

Ver Texto

- (16)** La llamada «Taxonomía Ambiental» fue aprobada en 2020 por medio del Reglamento (UE) 2020/852, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles. Los seis objetivos medioambientales (art. 9) son los siguientes: mitigación del cambio climático; adaptación al cambio climático; uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; transición hacia una economía circular; prevención y control de la contaminación; protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas.

Ver Texto

- (17)** Real Decreto-ley 18/2017, de 24 de noviembre, por el que se modifican el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, y Ley 11/2018, de 28 de diciembre, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, en materia de información no financiera y diversidad.

Ver Texto

- (18)** Lo que nos lleva a la consideración de las relaciones principal-agente en las sociedades de capital. Los accionistas «no tienen acceso al patrimonio social, que está en manos exclusivas de los administradores, pero éstos pueden racanear en su trabajo (no actuar diligentemente) o comportarse deshonestamente y desviar en su favor beneficios que corresponden a la empresa (no actuar como representantes leales). Estos problemas se denominan en la jerga económica costes de agencia, y su formulación se debe a Jensen y Meckling, aunque del problema se ocupó ya Adam Smith ('other people's money')» (Alfaro, 2018, pág. 54).

Ver Texto

- (19)** Nótese como la recomendación 12 trata de armonizar, desde la perspectiva del «interés social», la maximización de valor para los accionistas (párrafo primero) con el interés de otros «stakeholders» (párrafo segundo):

«Que el consejo de administración desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas que se hallen en la misma posición y se guíe por el interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa.

Y que en la búsqueda del interés social, además del respeto de las leyes y reglamentos y de un comportamiento basado en la buena fe, la ética y el respeto a los usos y a las buenas prácticas comúnmente aceptadas, 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».

[Ver Texto](#)

- (20)** Esta Directiva se ha transpuesto por 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.

[Ver Texto](#)

- (21)** En esta misma línea, v. Zingales (2014, pág. 166): «Trained as I am in economics, I believe that individual's pursuing their own interests leads to the common good. That's what Adam Smith taught us, right?». La competencia, en último término, es la razón por la que «el libre mercado genera tantos abundantes beneficios económicos» (Zingales, 2014, pág. 254).

[Ver Texto](#)

- (22)** Lo que diferencia a la responsabilidad social corporativa del cumplimiento normativo y del buen gobierno corporativo «es que se trata de actuaciones de la compañía a las que no viene obligada por una norma legal o un contrato y que benefician a terceros distintos de los accionistas» (Alfaro, 2015, pág. 43). La responsabilidad social corporativa, para este autor, no supone infracción de sus deberes por parte de los administradores de una compañía de maximizar los beneficios sociales, en la medida en que contribuye a la mejora reputacional, lo que reduce los costes de capital y de contratar con ella.

El cumplimiento normativo ha evolucionado para adentrarse en espacio del control interno y del delito corporativo. Así, a propósito de la Ley Orgánica 1/2015, de 30 de marzo, por la que se modifica el Código Penal, y, entre otras novedades, se perfila el régimen de la responsabilidad penal de las personas jurídicas introducido en 2010, las funciones de control interno, y la de cumplimiento, en concreto, han ganado protagonismo, derivando en el llamado «compliance penal» o cultura de cumplimiento en el marco del delito corporativo que se comienza a perfilar por nuestra jurisprudencia y doctrina (López Jiménez, 2016a).

[Ver Texto](#)

- (23)** Lo anterior ya es una realidad en el sistema financiero. Por ejemplo, el art. 1 del Reglamento (UE) 2019/2088, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, preceptúa que «El presente Reglamento establece normas armonizadas sobre la transparencia que deberán aplicar los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros en relación con la integración de los riesgos de sostenibilidad y el análisis de las incidencias adversas en materia de sostenibilidad en sus procesos y la información en materia de sostenibilidad respecto de productos financieros».

La consideración de los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza en el régimen de inversiones de los fondos de pensiones se ha incorporado por el Real Decreto 738/2020, de 4 de agosto, por el que se modifican el Reglamento de planes y fondos de pensiones, y el Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

[Ver Texto](#)

- (24)** No obstante, «La invocación de estos intereses resucita la tensión irresoluble entre la eficiencia en la gestión, que sin duda requiere una amplia discrecionalidad, y la necesidad de establecer límites al poder de esos ejecutivos, que se ve afectada cuando se autoriza a los ejecutivos a atender nuevos intereses» (Recalde Castells, 2022b).

[Ver Texto](#)

- (25)** Al «valor compartido» y a la creación de valor para todos los grupos de interés, incluidos los accionistas, como visión integradora y armonizadora, se refiere S&P Global Ratings Sustainable Finance Scientific Council (2021), con cita expresa a Mark Carney y a su visión holística, alineadora de los valores de las corporaciones con los de la sociedad, teniendo en cuenta las externalidades.

Ver Texto

**(26)** Curiosamente, el Real Decreto-ley 18/2017, que rigió únicamente para la elaboración del estado de información no financiera del ejercicio 2017, guardó silencio al respecto.

Ver Texto

**(27)** En el comentario que acompaña al principio 23 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CNMV, 2020a) se dispone que «Dada la relevancia de las cuestiones relativas a 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 responsabilidad social corporativa u otra comisión *ad hoc*, con el objetivo de impulsar una gestión de estos asuntos más intensa y comprometida». Sobre el papel de las comisiones de auditoría en la supervisión de la sostenibilidad y los factores ASG, v. PwC (2021).

Ver Texto

**(28)** Recalde Castells (2022a, pág. 5, nota al pie 14) opina que aunque algunos ensayos se han empeñado en distinguir los conceptos de RSC, sostenibilidad y ESG, «las diversas categorías se corresponden más con los *slogans* o logos publicitarios de moda en cada época, que con diferencias en los objetivos con relevancia jurídica».

Ver Texto

**(29)** Baste decir ahora que, según la recomendación 55, las políticas de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales identificarán e incluirán al menos:

*a) Los principios, compromisos, objetivos y estrategia en lo relativo a accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto de los derechos humanos y prevención de la corrupción y otras conductas ilegales.*

*b) Los métodos o sistemas para el seguimiento del cumplimiento de las políticas, de los riesgos asociados y de su gestión.*

*c) Los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, incluido el relacionado con aspectos éticos y de conducta empresarial.*

*d) Los canales de comunicación, participación y diálogo con los grupos de interés.*

*e) Las prácticas de comunicación responsable que eviten la manipulación informativa y protejan la integridad y el honor.*

Ver Texto

**(30)** En sentido diferente se pronuncia DIRSE (2021, pág. 1): «[...] el concepto original, RSC, ha ido evolucionando progresivamente hacia el de Sostenibilidad y, más recientemente, hacia el de ASG» (es decir, no se trata de sinónimos). Asimismo, para Recalde Castells (2022b), «A veces se hablaba de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC); otras del compromiso con los objetivos de ESG (*Environmental, Social & Governance*) o de la sostenibilidad. No obstante, no hay diferencias sustanciales. En todos los casos se hace referencia a la facultad de los administradores ejecutivos de considerar en la dirección de la corporación otros intereses distintos a los de los accionistas» (este autor se centra más que en los matices diferenciales en los efectos: en todo caso, se llama a los ejecutivos a valorar intereses distintos de los de los accionistas).

Ver Texto

**(31)** Ley 7/2021, de 20 de mayo, ya citada.

Ver Texto

**(32)** Reglamento (UE) 2019/2088, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

Ver Texto

**(33)** Reglamento (UE) 2020/852, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al

establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles.

Ver Texto

- (34)** Nos remitimos, por ejemplo, a la llamada «Legislación europea sobre el clima», aprobada en 2021 (Reglamento (UE) 2021/1119, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de junio de 2021, por el que se establece el marco para lograr la neutralidad climática y se modifican los Reglamentos (CE) n.º 401/2009 y (UE) 2018/1999), o a la citada Ley de Cambio Climático y Transición Energética en lo que concierne a nuestro país. Para la Subgobernadora del Banco de España, «la transición hacia una economía descarbonizada está anunciada, y publicada» (Delgado, 2020).

Según el párrafo primero del art. 1 de la Ley 7/2021, «Esta ley tiene por objeto asegurar el cumplimiento, por parte de España, de los objetivos del Acuerdo de París, adoptado el 12 de diciembre de 2015, firmado por España el 22 de abril de 2016 y publicado en el 'Boletín Oficial del Estado' el 2 de febrero de 2017; facilitar la descarbonización de la economía española, su transición a un modelo circular, de modo que se garantice el uso racional y solidario de los recursos; y promover la adaptación a los impactos del cambio climático y la implantación de un modelo de desarrollo sostenible que genere empleo decente y contribuya a la reducción de las desigualdades» (para más detalle, v. López Jiménez, 2021).

Ver Texto

- (35)** Afirmar de una compañía que es sostenible, en la modalidad verde, social o de gobernanza, cuando en realidad no lo es, puede conducir al terreno de las prácticas que atentan contra la buena fe predicable de todas las relaciones comerciales, sobre todo cuando se ve implicado un consumidor. La Comisión Europea (2022b), en el marco del Pacto Verde Europeo de 2019, se ha posicionado, por consiguiente, para otorgar una mayor protección al consumidor. A finales de marzo de 2022 se ha presentado la «Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica las Directivas 2005/29/CE y 2011/83/UE en lo que respecta al empoderamiento de los consumidores para la transición ecológica mediante una mejor protección contra las prácticas desleales y una mejor información».

Curiosamente, esta protección llega cuando se comienza a acuñar una expresión de sentido opuesto, como es la de *green-bleaching*, que se podría traducir como «blanqueamiento verde», consistente en que, aunque los productos y servicios ofrecidos por las empresas sean sostenibles, se evite expresamente esta mención con el fin de no aplicar la nueva regulación, por las mayores obligaciones que le resultan inherentes (López Jiménez, 2022b). V., por su relación, pero en sentido opuesto, la nota al pie 5.

Ver Texto

- (36)** En este sentido, es particularmente interesante, a nuestro modo de ver, la rápida evolución del posicionamiento de la CNMV (2021, pág. 74): «Una de las prioridades de revisión de ESMA en relación con el EINF 2019 se refería a la explicación por parte de los emisores de cómo determinaron qué información no financiera era material, atendiendo al doble concepto de materialidad que subyace en la Directiva 2014/95/UE (la cual tiene en cuenta no solo el impacto de las cuestiones no financieras sobre la entidad, sino también el de la entidad sobre el entorno), doble materialidad que destaca en las cuestiones medioambientales, considerando en particular cómo se habían considerado las necesidades de información de sus distintos grupos de interés o *stakeholders*, y las probabilidades asociadas a impactos financieros y no financieros». En el mismo sentido, pero de manera más acusada todavía, consúltese CNMV (2022).

Ver Texto

- (37)** Friedman et al. (2020) se reafirman en la necesidad de dejar atrás el reporte de información trimestral por las empresas, pues, al tratar de satisfacer las expectativas de los analistas cada tres meses, los consejeros delegados y los consejos de administración adoptan decisiones que socaban el pensamiento orientado al largo plazo.

También se relacionan con el largo plazo las «acciones de lealtad», introducidas en nuestro Ordenamiento por la Ley 5/2021. Según el apartado VIII de su preámbulo, «[...] se permite que los estatutos otorguen derechos de voto adicionales a las acciones que haya mantenido su titular ininterrumpidamente durante un periodo de tiempo mínimo de dos años. Se trata de un mecanismo que puede ser utilizado para incentivar a los accionistas a mantener su inversión en la sociedad en el largo plazo y reducir presiones cortoplacistas sobre la gestión de las empresas».

La Ley 5/2021 ha suprimido la obligatoriedad para las sociedades cotizadas de emitir los conocidos como informes trimestrales, que podrán seguir siendo difundidos pero sobre la base de la voluntariedad (anterior artículo 120 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el

texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, actualmente derogado).

Ver Texto

**(38)** En el apartado 4 retomaremos el tratamiento de la diligencia debida, potenciado respecto de lo previsto en la Directiva 2014/95/UE, en relación con la gobernanza empresarial sostenible y la propuesta de directiva de la Comisión de 2022.

Ver Texto

**(39)** Según el considerando 13 de la Directiva 2014/95/UE, «de conformidad con el principio de 'pensar primero a pequeña escala', los nuevos requisitos de divulgación deben aplicarse únicamente a determinadas grandes empresas y a determinados grupos», lo que, en la práctica, excluiría a las pequeñas y medianas empresas y microempresas de estos deberes de gestión y divulgación.

Ver Texto

**(40)** Una sociedad dependiente de un grupo estará dispensada de elaborar el estado individual si dicha empresa y sus dependientes, si las tuviera, están incluidas a su vez en el informe de gestión consolidado de otra empresa.

Ver Texto

**(41)** De acuerdo con lo establecido en la disposición transitoria de la Ley 11/2018, en su apartado tercero, desde el ejercicio 2021 el umbral de empleados pasa de 500 a 250 empleados, lo que supone una ampliación significativa de las empresas obligadas a elaborar el estado de información no financiera: «Transcurridos tres años de la entrada en vigor de esta Ley, la obligación de presentar el estado de información no financiera consolidado previsto en los apartados 49.5 b) del Código de Comercio y 262.5.b) del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, será de aplicación a todas aquellas sociedades con más de 250 trabajadores que o bien tengan la consideración de entidades de interés público de conformidad con la legislación de auditoría de cuentas, exceptuando a las entidades que tienen la calificación de empresas pequeñas y medianas de acuerdo con la Directiva 34/2013, o bien, durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos una de las circunstancias siguientes:

- 1.º Que el total de las partidas del activo sea superior a 20.000.000 de euros.
- 2.º Que el importe neto de la cifra anual de negocios supere los 40.000.000 de euros».

Ver Texto

**(42)** *Directrices sobre la presentación de informes no financieros: Metodología para la presentación de información no financiera y Directrices sobre la presentación de informes no financieros: Suplemento sobre la información relacionada con el clima.* Ni las directrices de 2017 ni las de 2019 han servido para mejorar suficientemente la calidad de la información divulgada por las compañías (Comité Económico y Social Europeo, 2021).

Ver Texto

**(43)** Desde BlackRock (2022) se ha destacado que «Los mercados de capitales han permitido prosperar a empresas y países. Pero el acceso al capital no es un derecho, sino un privilegio. Y el deber de atraer a ese capital de manera responsable y sostenible recae sobre tí [vocación hecha, en general, a los consejeros delegados]».

Ver Texto

**(44)** Hemos tratado ampliamente la materia de las finanzas sostenibles en López y Zamarriego (2021).

Ver Texto

**(45)** Para conocer el alcance del gobierno interno puede ser orientativo lo determinado por la Autoridad Bancaria Europea en sus Directrices de Gobierno Interno (Autoridad Bancaria Europea, 2021, págs. 59 y 60). Según este regulador, las entidades deberían considerar los siguientes aspectos al documentar las políticas y los sistemas de gobierno interno:

- 1.● Estructura del accionariado.
- 2.● Estructura del grupo, si corresponde (estructura jurídica y funcional).
- 3.● Composición y funcionamiento del órgano de dirección.

- 4.● Estructura de gobierno y organigrama (incluyendo, en su caso, el impacto en el grupo).
- 5.● Titulares de funciones clave.
- 6.● Marco de control interno.
- 7.● Descripción de la estrategia de riesgo y del marco de gestión de riesgos.
- 8.● Estructura organizativa (incluyendo, en su caso, el impacto en el grupo).
- 9.● Código de conducta y comportamiento (incluyendo, en su caso, el impacto en el grupo).
- 10.● Situación de la política de gobierno interno, con fecha.

[Ver Texto](#)

- (46)** El Banco de Pagos Internacionales (2015, pág. 1), define el gobierno corporativo como el «Conjunto de relaciones entre la gerencia de una sociedad, su Consejo, accionistas y otras partes interesadas que conforman la estructura mediante la que se fijan los objetivos de la sociedad, y los medios para su consecución y seguimiento. Ayuda a definir cómo asignar potestades y responsabilidades y cómo tomar decisiones corporativas».

[Ver Texto](#)