

TRABAJO FIN DE GRADO
Grado en Derecho
Facultad de Derecho
Universidad de La Laguna
Curso 2023/2024
Convocatoria: mayo

DERECHO DE SOCIEDADES Y SOSTENIBILIDAD: ACTIVISMO ACCIONARIAL Y EL CASO DEL *SAY ON CLIMATE*
Corporate Law and Sustainability: shareholder activism and the case of Say on Climate



Realizado por la alumna Dña. Marta Yanes Rodríguez

Tutorizado por la Profesora Dra. Dña. Irene Navarro Frías

Departamento de Derecho Público y Privado Especial y Derecho de la Empresa

Área de conocimiento: Derecho mercantil

ABSTRACT

The recent emergence of the ideal of sustainability has put the spotlight on the consequences that the activity of large companies have on the environment and other social matters, making it convenient to analyze how corporate law can take action in this area. In this regard, besides the specific obligations established by law or by the articles of association, sustainability is presented as a voluntary option encouraged by the current social and normative perspective which both directors and investors may choose. In this context, it should be noted the role of shareholders and, especially, of shareholder activism, that could favor the achievement of positive results in this matter in the companies they participate in by using some of the mechanisms provided in the legislation. Thus, we must mention the recent Say on Climate movement, which was born as an initiative of an activist shareholder concerned about the environment, that encourages companies to disclose a climate transition plan. This paper faces the analysis of all these issues and examines how the Say on Climate movement can be introduced in our corporate law.

Key Words: sustainability, company's interest, shareholder activism, Say on Climate.

RESUMEN

La irrupción del ideal de la sostenibilidad en tiempos recientes ha puesto el punto de mira en las consecuencias que la actividad de las grandes sociedades tiene en el medioambiente y en otros aspectos sociales, resultando conveniente reflexionar sobre cómo el Derecho de sociedades puede intervenir en este campo. En tal sentido, más allá de las concretas obligaciones que fijan las leyes o los estatutos sociales, la sostenibilidad se presenta como una opción voluntaria propiciada por la corriente social y normativa actual, que cualquiera de los órganos sociales puede elegir. En este contexto, cabe destacar el rol de los socios y, en especial, del activismo accionarial, que, haciendo uso de algunos mecanismos previstos en la legislación, podría fomentar la consecución de resultados positivos en esta materia en las sociedades en las que se involucran. Así, cabe destacar el reciente movimiento *Say on Climate*, que nace como una iniciativa de un socio activista, preocupado por el medioambiente, que impulsa a las sociedades a divulgar un plan de transición climática. El presente trabajo trata de abordar el estudio de todas estas cuestiones y también de analizar qué encaje puede tener el *Say on Climate* en nuestro Derecho societario.

Palabras clave: sostenibilidad, interés social, activismo accionarial, *Say on Climate*.

Índice

1. Introducción.....	4
2. Derecho de sociedades y sostenibilidad.....	5
2.1. Concepto de sostenibilidad.....	5
2.2. Sostenibilidad e interés social.....	8
2.3. Compatibilidad entre sostenibilidad y un interés social en sentido contractualista	9
2.4. Sostenibilidad: ¿obligatoria o voluntaria?.....	12
3. Activismo accionario.....	16
3.1. ¿Es el activismo accionario <i>bueno o malo</i> para la sostenibilidad? Tipología de accionistas.....	17
3.2. Los mecanismos del activismo accionario.....	21
4. <i>Say on Climate</i>.....	27
4.1. El origen del movimiento <i>Say on Climate</i>.....	27
4.2. Instrumentos de recepción del <i>Say on Climate</i> en el Derecho societario español.....	29
4.2.1. Estados de información no financiera.....	30
4.2.2. Instrucciones de la junta en asuntos de gestión (161 LSC).....	32
4.2.3. Acuerdos consultivos de la junta: <i>Say on Climate</i> y <i>Say on Pay</i>	36
5. Conclusiones.....	37
6. Bibliografía.....	41

1. Introducción

En la Comunicación de la Comisión Europea relativa a El Pacto Verde Europeo, el cambio climático fue identificado como el elemento definitorio de esta generación.¹ La actividad humana ha sido su principal motor desde hace ya algunos siglos y la preocupación social y científica a este respecto no ha hecho más que aumentar. Así, en el Derecho de Sociedades este fenómeno también ha tenido un impacto, tanto en el gobierno corporativo de las sociedades, en especial el de las grandes sociedades cotizadas, como en el mundo de la inversión y, desde hace ya algún tiempo, se ha puesto de manifiesto la incidencia negativa que estos pueden tener sobre el mismo. En este sentido, se puede observar cómo los términos responsabilidad social corporativa, sostenibilidad o factores ESG han ido ganando relevancia, fomentando que las compañías tomen en consideración en sus decisiones cuestiones medioambientales y sociales, valorando intereses que también se ven afectados por sus externalidades. Esta visión, no obstante, supone reflexionar sobre cómo tienen cabida estos ideales en un Derecho de sociedades en el que el interés social, que debe regir toda la actuación de la entidad, se identifica, por regla general, con un fin lucrativo.

En este ámbito, se ha promocionado la inclusión de la sostenibilidad a largo plazo en los procesos de actuación del órgano de administración con el fin de fomentar la elección de medios más sostenibles que permitan, al mismo tiempo, maximizar el valor para los accionistas.² No obstante, también se ha buscado impulsar ese ideal en la esfera de los inversores, en vista de que los socios también ostentan un papel significativo en la promoción de la sostenibilidad en las empresas. En tal sentido, cabe destacar la contribución del denominado activismo accionarial, pues la presencia de accionistas que se involucran activamente en el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten puede favorecer la ejecución de cambios necesarios sobre esas cuestiones

¹ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. El Pacto Verde Europeo. 11 de diciembre de 2019. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=COM%3A2019%3A640%3AFIN>

² En este sentido, la Recomendación 12 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2020) hace referencia a esta idea de sostenibilidad a largo plazo y a la consideración de intereses de terceros, orientando al consejo de administración a “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 el medioambiente”.

sociales y medioambientales. Así, sería conveniente analizar cómo el activismo de estos últimos años está contribuyendo a la consecución de objetivos sostenibles, yendo más allá de la búsqueda del mero rendimiento económico.

En este contexto, los activistas tienen a su disposición una serie de mecanismos de los que pueden servirse para promover este tipo de políticas, entre los que podremos diferenciar mecanismos de voz, mecanismos de salida y mecanismos de litigación.³ Así, en tiempos recientes, han surgido inversores que, preocupados por los problemas climáticos y sociales que aquejan hoy a la comunidad, han hecho uso de estas herramientas para fomentar la sostenibilidad en las grandes compañías. Este es el caso de TCI y su fundador Chris Hohn, que ha creado una ONG llamada *Say on Climate* para impulsar a las empresas de todo el mundo a divulgar un plan de transición climática que contemple las estrategias que cada sociedad en cuestión está incluyendo en su actividad para limitar los efectos del cambio climático, en línea con los objetivos contemplados en el Acuerdo de París de 2015. Un plan que deberá ser llevado anualmente a la junta general de accionistas para su aprobación. En definitiva, es interesante analizar cómo esta iniciativa y algunas otras podrían incluirse en nuestro derecho, a falta de una regulación legal específica, mediante los denominados Estados de Información no Financiera, las instrucciones de la junta en asuntos de gestión o los acuerdos consultivos contemplados para la remuneración de los administradores.

2. Derecho de Sociedades y sostenibilidad

2.1. Concepto de sostenibilidad

La transición a una economía descarbonizada con bajas emisiones de gases de efecto invernadero, que garantice un equilibrio entre el crecimiento económico y el respeto al medioambiente y la biodiversidad, ocupándose de las necesidades presentes, pero sin comprometer las posibilidades de las generaciones futuras es un esfuerzo común al que las sociedades no son ajenas. Como entes que actúan en el tráfico, relacionándose con terceros y con su entorno, su actividad está llamada a tener un impacto en estos

³ SÁEZ LACAVE, M.: “Activismo accionario, Hedge Funds y el artículo 161 de la LSC”, en *InDret*, núm. 4, 2018, *passim*.

ámbitos. Especial importancia tienen, por su magnitud, las sociedades de capital y, en particular, las grandes sociedades cotizadas, que, generalmente, tendrán una mayor incidencia en su entorno. De este modo, se plantea cuál es el papel del Derecho de Sociedades en este escenario, que no puede quedar indiferente a los cambios que en estos últimos años aquejan a la sociedad como conjunto.

El concepto de sostenibilidad surge ligado únicamente a aspectos relacionados con la naturaleza y el medioambiente, pero, paulatinamente, se le ha ido dotando de un contenido más extenso, que incluye cuestiones sociales y relacionadas con los derechos humanos. De esta manera, en el año 2015, los Estados miembros de la ONU aprobaron la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible, en la que recogieron 17 objetivos, los denominados ODS, a alcanzar en un periodo de 15 años, entendiéndose que “la erradicación de la pobreza debe ir de la mano de estrategias que fomenten el crecimiento económico y aborden una serie de necesidades sociales como la educación, la sanidad, la protección social y las perspectivas de empleo, al tiempo que se combate el cambio climático y se protege el medio ambiente”.⁴ En este contexto, el término sostenibilidad ha ganado especial relevancia en tiempos recientes, abarcando diversas inquietudes de la generación actual, y marcando un patrón de conducta en todos los ámbitos de la vida.⁵

En el ámbito societario, esta visión también se ha ido difundiendo, con un cierto carácter ambiguo que dificulta encontrar una definición concreta. Así, por ejemplo, en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC), la sostenibilidad se menciona, expresamente, en dos preceptos distintos, en el artículo 217.4 y en el 529 novodécimos 3 y 6. En ambos casos, el concepto se vincula a la política de remuneraciones de los administradores, entendiéndose que la sostenibilidad a largo plazo debe incluirse necesariamente en esta, como un criterio que disuada de la adopción de comportamientos cortoplacistas con riesgos excesivos que puedan suponer una amenaza para la estabilidad a largo plazo de la sociedad. Por tanto, un concepto de sostenibilidad enfocado a la perdurabilidad de la propia sociedad y no a la consideración o no de intereses de terceros.⁶

⁴ <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/>

⁵ NOVAL PATO, J.: “La sostenibilidad en un contexto de primacía del accionista”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 64, 2022 (consultado en su versión electrónica).

⁶ GARCÍA MANDALONIZ, M.: “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con

A día de hoy, sin embargo, la sostenibilidad en esta materia se entiende mayoritariamente como la toma en consideración de intereses generales abstractos, especialmente, los relacionados con el clima o con cuestiones sociales, teniendo en cuenta la incidencia que su actividad puede tener en ellos.⁷

Esta idea, no obstante, no es totalmente nueva en el Derecho de sociedades. Por un lado, el famoso fenómeno de la Responsabilidad Social Corporativa (o RSC) ya hacía referencia, de manera similar, a la atención que voluntariamente prestaba la entidad en su funcionamiento a los intereses de otros grupos afectados, distintos a los de los socios, como los consumidores, trabajadores, distribuidores..., así como a intereses colectivos, en relación con cuestiones climáticas o sociales.⁸ De la misma forma, las magnitudes ESG (*Environmental, Social and Governance*) o ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) en sus siglas en castellano, han venido identificando los tres factores más importantes que deben guiar la actividad social y la inversión responsable, incluyendo: cuestiones medioambientales y el impacto directo o indirecto que tiene su actividad sobre estas, buscando armonizar el rendimiento económico con la lucha contra el cambio climático y la preservación de los ecosistemas y recursos naturales; cuestiones sociales, favoreciendo políticas de igualdad de oportunidades y el respeto a los derechos humanos; y cuestiones relacionadas con el buen gobierno corporativo, atendiendo a un correcto funcionamiento de los órganos societarios, transparente y estable.⁹

Si bien algunos autores buscan diferenciar estos términos, atribuyéndoles significados específicos¹⁰, lo cierto es que el contenido de los tres es sustancialmente el mismo. Todos, en definitiva, hacen referencia a la valoración de intereses distintos a los de los socios en la dirección de la compañía. La preferencia por uno u otro concepto es simplemente una cuestión de tiempos o modas, con poca incidencia en el ámbito

divulgación de la información no financiera”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 54, 2018 (consultado en su versión electrónica).

⁷ MEGÍAS LOPÉZ, J.: “Gobierno sostenible de las sociedades de capital”, en *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, núm. 26, 2022, pp. 305-306.

⁸ SEQUEIRA MARTÍN, A.: “El desarrollo de la responsabilidad social corporativa versus sostenibilidad, y su relación con el gobierno corporativo en las directivas comunitarias y en el derecho español de sociedades cotizadas”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 61, 2021 (consultado en su versión electrónica).

⁹ CHAMORRO DOMÍNGUEZ, C.: “La influencia de los socios en la consecución de la sostenibilidad corporativa (1)”, en *LA LEY mercantil*, núm. 97, 2022 (consultado en su versión electrónica).

¹⁰ SEQUEIRA MARTÍN, A.: *op. cit.*

jurídico.¹¹ En la actualidad observamos una mayor inclinación por el uso de la palabra sostenibilidad frente a la RSC, debido, quizás, a este marco de desarrollo sostenible que se ha implantado en la comunidad y que le ha otorgado una mayor relevancia.¹²

2.2. Sostenibilidad e interés social

Con todo, y cualquiera que sea el término que se prefiera, la sostenibilidad, la responsabilidad social corporativa o los criterios ESG han generado desde sus inicios un debate en el ámbito societario, porque tienen incidencia en aspectos tan determinantes del Derecho de sociedades como son el interés social y los fines que deben perseguir las entidades. De este modo, se plantea si realmente esos intereses generales o de terceros, ajenos a la sociedad, tienen cabida en el interés social, debiendo guiar la actuación de la compañía. En esta línea, habría que diferenciar la perspectiva que ofrecen las dos teorías más relevantes sobre el interés social.

Por un lado, la teoría contractualista del interés social lo identifica con el interés común de los socios (*shareholder value*), en el sentido de que ellos son los sujetos que se unen voluntariamente para crear la sociedad con un fin, generalmente, lucrativo, convirtiéndose en los únicos autorizados para determinar la dirección de esta.¹³

Frente a esta perspectiva, la teoría institucional entiende que el interés social es en realidad el interés de la empresa, que incluye, no solo el interés de los socios, sino también el de otros grupos afectados por la actividad de la entidad, como trabajadores, consumidores, distribuidores... (*stakeholder value*).¹⁴

Para algunos, la llegada de la sostenibilidad implicaría necesariamente la adopción de una visión institucionalista. Sin embargo, que la balanza se haya inclinado por cualquiera de estas teorías a lo largo del tiempo responde a distintas causas y

¹¹ RECALDE CASTELLS, A.: “La inclusión de objetivos públicos en la gestión de las sociedades de capital”, en AA.VV. (BERMEJO GUTIÉRREZ, N. y MARTÍNEZ FLÓREZ, A., Coord.): Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ricardo Alonso Soto, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2022. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4072486 (fecha de última consulta: 20 de abril de 2024), p. 6.

¹² NOVAL PATO, J.: *op. cit.*

¹³ MEGÍAS LÓPEZ, J.: “La creación de valor tolerante: un modelo de compatibilidad jurídica entre interés social y responsabilidad social corporativa”, en *Diario La Ley*, núm. 9019, 2017 (consultado en su versión electrónica).

¹⁴ *Idem.*

circunstancias que van más allá de cuestiones jurídicas. Efectivamente, en estos últimos tiempos de crisis, como la crisis financiera del 2008 o la crisis del COVID-19, se ha potenciado la idea de que la actividad de las empresas y sus externalidades tienen importantes efectos en el medio, con considerable incidencia en problemas que inquietan a la comunidad actual, como la desigualdad social o el cambio climático¹⁵, lo que ha impulsado el planteamiento de los conceptos que venimos analizando y, desde luego, la preferencia por un modelo *stakeholder value*.

A pesar de esto, la realidad es que en España rige la teoría contractualista, en la que el interés de los socios, el interés social, por tanto, se identificaría con la maximización de valor para el accionista, en el que las cuestiones de sostenibilidad no podrían, en principio, incluirse. Desde este punto de vista, el interés social va a perseguir, en la gran mayoría de casos, un fin lucrativo, delimitado por los accionistas, que se colocan en una posición de primacía como sujetos que ponen en común su capital para crear la sociedad y generar mayores beneficios. En este sentido, como únicas partes del contrato, sus intereses van a ser los únicos relevantes a la hora de delimitar la dirección de la compañía, sin que quepa incluir los de otras partes, que, al fin y al cabo, serían sujetos ajenos al contrato. En consecuencia, es ese fin lucrativo el que va a regir la actuación de todos los órganos societarios, que deberán procurar la mayor maximización de valor posible para los socios.¹⁶

Pese a todo, en realidad ambas cuestiones no tienen por qué ser absolutamente excluyentes. Así, cabe plantearse si la sostenibilidad puede incluirse en dicha finalidad lucrativa, de manera que contribuya a la misma, como medio o, incluso, como fin adicional de los socios.

2.3. Compatibilidad entre sostenibilidad y un interés social en sentido contractualista

No parece que una sociedad, que pretende obtener buenos resultados en el mercado, pueda pasar absolutamente por alto los intereses de los sujetos con los que

¹⁵ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C.: “Propósito de la empresa y «causa societatis»”, en Revista de derecho bancario y bursátil, núm 169, 2023 (consultado en su versión electrónica).

¹⁶ *Idem*.

interactúa y el entorno en el que desarrolla su actividad. En una visión contractualista, cabe pensar en la posibilidad de que se puedan adoptar medidas sostenibles, que tengan en cuenta las necesidades de esos grupos afectados, generando, al mismo tiempo, valor para los accionistas; o que, incluso, se puedan perseguir objetivos puramente sostenibles, que vayan más allá de la obtención de un beneficio económico. En tal sentido, hay que diferenciar entre sostenibilidad como fin y sostenibilidad instrumental.¹⁷

La sostenibilidad puede configurarse como fin en sí mismo, aparte o junto con un fin lucrativo, ya que no es improbable que existan socios con preocupaciones distintas a la mera consecución de rendimiento financiero. A tal efecto, se trataría de formas o actuaciones puramente sostenibles, que no esperan un resultado económicamente provechoso para la compañía, ni a largo ni a corto plazo. Estas acciones no supondrían una contradicción con el interés social porque los mismos socios serían quienes habrían configurado el fin de la compañía incluyendo en este esa finalidad más altruista. Al respecto, es necesario recordar que el elemento definidor del contrato de sociedad es la existencia de un fin común y que, si bien es cierto que, en la mayoría de los supuestos, ese fin va a ser la obtención de lucro, en nuestro derecho es completamente admisible que la finalidad de la sociedad, siempre que sea establecida en interés de todos los socios, pueda identificarse con algo distinto. De esta manera, se podrían destacar las Sociedades de Beneficio e Interés Común (SBIC), recientemente reconocidas por el legislador español en la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, que tienen fines híbridos y persiguen objetivos sociales y medioambientales, tomando en consideración los intereses de los *stakeholders* en sus decisiones. Asimismo, también es posible, sin recurrir a estos tipos societarios, que en el momento de creación de la compañía o durante la existencia de esta, a través de una modificación de los estatutos, los mismos socios, voluntariamente, incluyan la sostenibilidad en el fin social o, incluso sin necesidad de previsión estatutaria, puedan adoptar, de forma puntual, decisiones altruistas cuyas consecuencias no supongan una rentabilidad económica para la empresa.¹⁸

¹⁷ NAVARRO FRÍAS, I.: “El fin en las sociedades de capital. Egoísmo y altruismo, lucro y sostenibilidad. Posibles combinaciones”, en *Revista Jurídica de Economía Social y Cooperativa*, núm. 43, 2023, p. 46.

¹⁸ *Idem*.

Por su parte, en cuanto a la sostenibilidad instrumental, se trataría de actuaciones sostenibles que van a contribuir a ese fin lucrativo normal de la sociedad. En este caso, mientras que identificar la sostenibilidad como fin en sí mismo era una competencia propia de los socios, adoptar medidas sostenibles, que contribuyan a la obtención de lucro, se trataría de una labor de los administradores, como órgano encargado de la gestión de la sociedad, que dentro de su ámbito de discrecionalidad, y siempre teniendo como fin último la maximización del valor para los accionistas, pueden escoger los medios que consideren adecuados para llegar a ello.¹⁹ Así, estos podrían optar por acciones teniendo en cuenta intereses generales o de terceros como los trabajadores, que tendrán naturaleza instrumental respecto al fin lucrativo de la sociedad, es decir, que estando conectadas con el interés social, sean sostenibles y, a medio o largo plazo, supongan efectivamente una maximización del valor para los socios. Esto podría ser, por ejemplo, por una mejora de la reputación de la empresa, debido a la buena imagen que proyectan este tipo de actuaciones en el mercado, lo que, indirectamente, también generaría un impacto en el rendimiento de esta, debido a que, en la actualidad, las sociedades que adoptan medidas más “verdes” son las preferidas por los inversores.²⁰

Con todo, no se puede pasar por alto que la elección de llevar a cabo este tipo de prácticas puede traer consigo un coste, ya que pueden suponer la exclusión de otros medios con peores consecuencias en su entorno, pero más económicos. Ahora bien, tampoco se debe obviar que la manera de generar rentabilidad no siempre pasa por reducir los costes al máximo.²¹ La opción por medios sostenibles puede suponer un mayor rendimiento, dando lugar a ventajas competitivas, mejor ambiente laboral, menor conflictividad y absentismo..., que, a largo plazo, pueden reflejarse en mayores beneficios para los accionistas.²² De esta forma, la sostenibilidad instrumental se justificaría en la medida en la que pueda servir, de alguna forma, al fin lucrativo de la sociedad, sin apartarse completamente del interés social, que es el que determina el contenido de los deberes fiduciarios de los administradores. En tal sentido, aun cuando dichas prácticas no lleguen a manifestar ese perseguido incremento de valor, no se podría

¹⁹ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C.: *op. cit.*

²⁰ NAVARRO FRÍAS, I.: “Responsabilidad social corporativa, cumplimiento normativo y deberes de los administradores”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 63, 2021 (consultado en su versión electrónica).

²¹ NOVAL PATO, J.: *op. cit.*

²² CHAMORRO DOMÍNGUEZ, C.: *op. cit.*

exigir responsabilidad al órgano de administración, que, en el desempeño de sus funciones, está amparado por la discrecionalidad empresarial (artículo 226 LSC), por lo que siempre que demuestren que han adoptado la decisión de buena fe, sin interés personal en el asunto, de manera informada y justificada y convencidos de que supondrá algo conveniente para la compañía, estarían protegidos aunque la medida no tenga los resultados esperados.²³

Por todo ello, aún desde una perspectiva contractualista del interés social, podemos observar cómo, efectivamente, es posible orientar sosteniblemente la actividad de la compañía desde dos puntos de vista distintos. Por un lado, los socios, que seguirían siendo los únicos sujetos autorizados para determinar el fin social, podrían, voluntariamente, concebir la sostenibilidad como fin en sí mismo, permitiendo así la adopción de decisiones puramente altruistas que no supongan ningún beneficio para ellos.²⁴ Por su parte, si este no fuera el caso y la finalidad de la sociedad se identificase con la mera obtención de lucro, los administradores, como encargados de la gestión, tendrían la posibilidad de elegir aquellos medios sostenibles que contribuyan, en abstracto, a maximizar el valor para los accionistas.²⁵

2.4. Sostenibilidad: ¿obligatoria o voluntaria?

De este pequeño análisis podemos advertir que la sostenibilidad, tal y como la comprendemos desde el Derecho de sociedades, tendría dos características fundamentales. En primer lugar, la consideración de intereses generales y de terceros en la actuación de la sociedad y, en segundo lugar, que esa consideración es una opción completamente voluntaria.

Hoy por hoy, no existe una norma que obligue a los órganos sociales a adoptar criterios sostenibles en su comportamiento, salvo que esto venga impuesto por una ley específica o por los estatutos de la sociedad. Si la finalidad de la empresa es lucrativa, el interés social se identificaría con la creación de valor para los accionistas y este sería el único interés a tener en consideración necesariamente. Teniendo en cuenta este hecho, los

²³ NAVARRO FRÍAS, I.: “El fin en las sociedades de capital (...)”, *op. cit.*, pp. 54-55.

²⁴ MEGÍAS LÓPEZ, J.: “La creación de valor (...)”, *op. cit.*

²⁵ NOVAL PATO, J.: *op. cit.*

administradores pueden valorar en su actuación los intereses de esos grupos, pero no están obligados a ello, mientras que los socios, por su parte, serían los únicos que, con su consentimiento podrían autorizarlo y siempre cabe la legítima posibilidad de que no quieran hacerlo, porque si no hay mandato en la ley o en los estatutos que los impulse a ello, estas decisiones seguirán quedando en el ámbito de la voluntad.

Si el objetivo que se está persiguiendo es garantizar una protección efectiva de esos intereses, es necesario establecer obligaciones normativas que empujen en esa dirección y que vayan más allá de lo que voluntariamente puedan hacer o dejar de hacer las compañías.²⁶ A tal efecto, en los últimos años se ha venido produciendo un cambio en el mercado y en los tipos de inversión, que, cada vez más, se van orientando hacia prácticas socialmente responsables y respetuosas con el medioambiente. En esta línea, el legislador, especialmente el legislador europeo, pone de manifiesto una preocupación por estos asuntos, estableciendo normativas cada vez más exigentes en materia de sostenibilidad, ejerciendo una mayor presión legislativa.²⁷

En este ámbito, cabe destacar la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937, que plantea un deber de gestionar las grandes empresas tomando en consideración las consecuencias que su actividad tiene en áreas como el medioambiente, el cambio climático y los derechos humanos. Así, propone obligaciones que atiendan a esas consecuencias, estableciendo procesos de diligencia debida como planes de control que identifiquen, evalúen y mitiguen los efectos adversos que generan.²⁸ La aprobación de esta Directiva supondría un hito importante en materia de sostenibilidad, cuya inclusión en los medios elegidos por los administradores pasaría de ser una opción voluntaria a una obligación normativa.

Otra norma relevante en la materia sería la Directiva 2014/95 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

²⁶ NAVARRO FRÍAS, I.: “El fin en las sociedades de capital (...)”, *op. cit.*, pp. 60-61.

²⁷ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C.: *op. cit.*

²⁸ RECALDE CASTELLS, A.: “Los intereses colectivos en la gestión de sociedades anónimas: RSC, sostenibilidad y objetivos ESG”, Almacén de Derecho, 1 de abril de 2022. Disponible en <https://almacendederecho.org/los-intereses-colectivos-en-la-gestion-de-sociedades-anonimas-rsc-sostenibilidad-y-objetivos-esg> (fecha de última consulta: 29 de marzo de 2024).

información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos, que estableció la obligación para algunas sociedades de incluir en el informe de gestión un estado de información no financiera. Este debería incorporar datos relativos a distintos aspectos, en relación con cuestiones medioambientales, cuestiones sociales y relativas al personal, a los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno y sus principales efectos y riesgos, actuales y/o previsibles vinculados a la actividad de la empresa. El objetivo que persigue es mejorar la responsabilidad y la transparencia en relación con la información que las grandes sociedades facilitan al público, que implique una evolución sostenible de su actividad y ayude a fomentar la inversión responsable.²⁹ Esta Directiva se transpone a nuestro ordenamiento jurídico mediante el Real Decreto-Ley 18/2017, de 24 de noviembre, luego sustituido por 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. Se modifica el artículo 262.5 de la LSC, estableciendo que deberán realizar los estados de información no financiera (o un informe separado con el mismo contenido) las sociedades de capital que tengan un número medio de trabajadores superior a 500 y que, o bien sean consideradas entidades de interés público conforme a la legislación de auditoría de cuentas, o cumplan al cierre del ejercicio con al menos dos de las siguientes condiciones: un total de partidas del activo superior a 20.000.000 de euros, un importe neto de cifra anual de negocios de más de 40.000.000 de euros y un número medio de trabajadores mayor a 250. Con respecto a su contenido, que quedaría sometido al principio de *comply or explain*, es el previsto en el añadido apartado 6 del artículo 49 del Código de Comercio, que, también, contempla su sometimiento a aprobación de la junta general como punto separado del orden del día.³⁰

Por otra parte, también cabe destacar 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, la cual busca que los Estados miembro adopten medidas que promuevan una

²⁹ CAMPUZANO, A. B. y PALOMAR, A.: “El informe de información no financiera: evolución e incidencia en la Ley de Cambio Climático y en el ámbito de la gestión administrativa”, en *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 49, 2021 (consultado en su versión electrónica).

³⁰ SEQUEIRA MARTÍN, A.: *op. cit.*

inversión responsable a medio y largo plazo, fomentando un buen gobierno corporativo y la implicación efectiva y sostenible del accionariado en la sociedad. De esta manera, se puede establecer una correlación con la mencionada Directiva 2014/95, en el sentido de que, como punto de partida, resulta importante que los inversores tengan acceso a esa información en materia de sostenibilidad que las compañías deben suministrar al mercado. Esta Directiva se transpone mediante 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, la cual incluye en nuestro ordenamiento una serie de medidas que considera necesarias para reducir la pasividad y el absentismo accionarial, fomentando la participación y una mejor comunicación con la sociedad. Entre ellas se incluyen el derecho a conocer la identidad de los accionistas y de los beneficiarios últimos o procedimientos para transmitir la información a estos y que faciliten la participación en las juntas, como la posibilidad de asistencias telemáticas. Asimismo, y en atención al peso y la implicación que tienen para determinar el rumbo de las sociedades en relación con la sostenibilidad y los objetivos a largo plazo, también se contemplan medidas para los inversores institucionales (inversores profesionales especializados que invierten grandes cantidades que han agrupado de inversores más pequeños) y los asesores de voto (profesionales que analizan la información que las sociedades cotizadas revelan al público y guían a los inversores en el sentido de sus votos). En el primer grupo se impone la obligación de publicar sus políticas de implicación, contemplando cómo están introduciendo dichos ideales en su inversión y en el sentido de sus votos, mientras que en el segundo se establece la necesidad de que formulen informes que recojan sus investigaciones y las recomendaciones que han ofrecido.³¹

En esta línea, se aprecia cómo el foco de atención se traslada en parte al accionariado. Si bien es cierto que el encargado de guiar la actividad social y adoptar las decisiones empresariales pertinentes es el órgano de administración (cabe hacer referencia al artículo 529 de nuestra LSC que contempla la aprobación de la política de

³¹ PERALES VISCASILLAS, M.P.: “La integración de la sostenibilidad y el largo plazo en la Ley 5/2021”, en AA.VV. (IZAGUIRRE GÓMEZ, S. y PERALES VISCASILLAS, M.P. Dir.): *Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas*, 1ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 259-297.

responsabilidad social corporativa como competencia indelegable del consejo de administración de sociedades cotizadas), estos tienen el deber de actuar en beneficio del interés social, que es delimitado, como hemos visto, por los socios, por lo que una implicación activa y sostenible 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, también por lo que se refiere a factores medioambientales, sociales y de gestión”.³²

3. Activismo accionarial

Se puede observar, por tanto, cómo el escenario de los últimos años, luchando contra el absentismo y la pasividad de estos accionistas, ha colocado a los socios como un factor de influencia importante, generador de eficacia en el gobierno corporativo. En este sentido, parece que la tendencia normativa actual busca fomentar un activismo accionarial a largo plazo, es decir, una implicación duradera de accionistas que intervienen y se interesan por los aspectos de gobierno de la sociedad, ejerciendo su influencia para determinar el rumbo de su actividad. Así, un socio activista sería aquel que considera su inversión en términos estratégicos, más allá de los aspectos económicos, ejerciendo activamente sus derechos en la sociedad y las funciones de control sobre el órgano de administración. Desde este punto de vista, se consideran socios convenientes, ya que tienen unos incentivos distintos a la hora de invertir y toman decisiones estratégicas, mejor informadas, actuando incluso como intermediarios con el resto del accionariado e influyendo en las decisiones que los demás puedan tomar, fomentando comportamientos ajustados a sus intereses.³³

Analizándolo desde una perspectiva de sostenibilidad y largo plazo, este activismo accionarial resultaría un fenómeno a impulsar que podría contribuir beneficiosamente a la consecución de estos objetivos, potenciando prácticas sostenibles en el contexto social. Sin embargo, desde una perspectiva contraria, encontrarse con un

³² Considerando 14 de la Directiva 2017/828.

³³ HERRERO MORANT, R.: *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas: caracterización y activismo accionarial*, 1ª ed., Ed. Marcial Pons, Madrid, 2019, pp. 39-49.

activismo de parte de inversores cortoplacistas, que solo buscan un rendimiento económico y su interés individual como fin último, pondría en peligro el paradigma actual que se defiende.³⁴

3.1. ¿Es el activismo accionarial *bueno o malo* para la sostenibilidad? Tipología de accionistas

A este respecto, se debe empezar por recalcar que los socios no son un grupo homogéneo que comparte los mismos intereses, actúa impulsado por los mismos incentivos, ni busca obtener beneficios de la misma manera.³⁵ De este modo, resulta oportuno recordar, de manera breve, la distinta tipología de accionistas que pueden encontrarse en las sociedades cotizadas.

En primer lugar y, en atención al porcentaje de participación que ostenten en el capital, podemos encontrar accionistas minoritarios y accionistas de control. El primer grupo serían aquellos que, por su volumen de inversión, no pueden ejercer especial influencia en la sociedad (suelen ser inversores individuales que no son muy propensos al activismo). Se caracterizan generalmente por sus déficits de información lo que les lleva a recurrir a servicios profesionales y de asesoramiento. En cuanto al segundo grupo, los accionistas de control son aquellos que tienen una participación suficiente para “influir” en los órganos de la sociedad (en el caso de sociedades cotizadas serían aquellos con un porcentaje equivalente al 3% del capital conforme al artículo 495.2 a) LSC), por lo que supondrían un problema en materia de sostenibilidad si solo velasen por sus intereses económicos.³⁶

Por otro lado, en atención al plazo de inversión, existen accionistas a corto y largo plazo. Como hemos advertido, los socios que plantean su inversión por periodos cortos de tiempo suelen perseguir la obtención de beneficios rápidamente, por lo que estarán dispuestos a asumir más riesgos, aún en detrimento de otros intereses. Por su parte, los accionistas a largo plazo tienen como principal objetivo el incremento de valor en periodos prolongados de tiempo. Suelen incluirse en este grupo los accionistas de control

³⁴ CHAMORRO DOMÍNGUEZ, C.: *op. cit.*

³⁵ *Idem.*

³⁶ *Idem.*

(que suelen ser activistas, en el sentido de que participan activamente en la gestión de la sociedad), pero también pueden ser accionistas minoritarios, que no participan en la gestión directamente, pero tienden a supervisar al grupo de control y, si son activistas, proponer alternativas.³⁷

En el ámbito del activismo accionarial cobran relevancia los inversores institucionales, cuyo modelo de negocio les facilita intervenir en el gobierno y control de la sociedad, impulsando la adopción de políticas sostenibles en las mismas.³⁸ Son instituciones que agrupan el capital de pequeños inversores, formando un patrimonio que gestionan, normalmente, mediante su inversión mobiliaria.³⁹ No obstante, tampoco podemos categorizarlos en un único grupo que actúe de la misma manera, con iguales motivaciones e incentivos. Se pueden diferenciar entre fondos de inversión, fondos de inversión libre o alto riesgo o *hedge funds*, fondos de pensiones y compañías de seguros.

Los fondos de inversión y de pensiones tienden a ser accionistas pasivos a largo plazo, abiertos al público en general, mientras que los *hedge funds* son inversores cortoplacistas activistas, destinados a inversores cualificados.⁴⁰ Ninguno de estos se suele identificar como accionista de control⁴¹ y se diferencian esencialmente por su modelo de negocio. Los primeros, aunque están interesados por el aumento de valor de la sociedad a largo plazo, compiten entre sí para captar a esos pequeños inversores y sus capitales, por lo que asumir especiales riesgos podría generarles más costes que beneficios.⁴² Por su parte, los *hedge funds* prefieren sociedades con bajos rendimientos o problemas de gobierno, queriendo participar activamente en su reestructuración, generando valor y sacando su inversión llegado el momento oportuno.⁴³

En este contexto, normalmente se ha identificado al socio activista como un accionista a corto plazo (generalmente, inversor institucional), especulador y cuya implicación en la sociedad se encuentra limitada a la obtención de lucro, que acaba

³⁷ HERRERO MORANT, R.: *op. cit.*

³⁸ DYCK, A., LINS, K.V., ROTH, L., WAGNER, H.F.: “Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence.”, en *Journal of Financial Economics*, núm 131, 2019, pp. 696-702.

³⁹ NAVARRO FRÍAS, I.: “El contrato entre acreedores”, 2016, Ed. TR Aranzadi, Navarra, p. 109.

⁴⁰ SÁEZ LACAVE, M.: *op. cit.*

⁴¹ GARCÍA MANDALONIZ, M.: *op. cit.*

⁴² SÁEZ LACAVE, M.: *op. cit.*, pp. 21-22.

⁴³ NAVARRO FRÍAS, I.: “El contrato de acreedores” *op. cit.*, p. 112.

generando malos resultados a largo plazo debido a la regulación existente y a la falta de mayores incentivos.

Esta idea ha contribuido a la limitación del papel de los activistas en las compañías y, sin embargo, aun reconociendo los problemas que pueden suponer los desequilibrios de información y que, efectivamente, se identifican en su mayoría con inversores cortoplacistas, esa ecuación no necesariamente lleva a malos resultados para la sociedad a largo plazo.⁴⁴ Así, en los últimos años, algunos estudios han orientado sus esfuerzos a demostrar, empíricamente, cómo dichas conclusiones no encuentran reflejo en la realidad.

En el año 2015 los profesores Lucian A. Bebchuk, Alon Brav y Wei Jiang publican un artículo en el que investigaron las consecuencias que puede generar el activismo en las entidades. El estudio toma como referencia un total de dos mil intervenciones activistas que tuvieron lugar en distintas sociedades en el periodo de tiempo comprendido entre 1994 y 2007 y analiza la situación existente en los cinco años posteriores a dicha intervención.⁴⁵ El trabajo llega a conclusiones muy interesantes, entre las que cabe destacar:

i. Los activistas prefieren sociedades que reflejan un bajo rendimiento respecto a otros momentos de su historia o en relación con otras sociedades que participan en el mismo tipo de negocio, demostrando como, tras la implicación de los activistas, ese rendimiento experimenta un aumento que no desaparece en los cinco años siguientes a la intervención y que, en todo caso, se mantiene en un nivel superior al existente a la fecha de su inversión.⁴⁶

ii. En cuanto al valor de la sociedad en el mercado, el mismo sufre un incremento después de que se da a conocer la intervención de activistas en la misma, sin que dicho aumento desaparezca a largo plazo, manteniéndose positivamente en los tres a cinco años posteriores. Una prueba de que, para el mercado, el activismo es “una buena noticia”.⁴⁷

iii. Una vez que los activistas retiran su inversión, en los tres años siguientes a su salida, no se encuentran evidencias de que el valor de la empresa se reduzca.⁴⁸

⁴⁴ BEBCHUK, L.A., BRAV, A., JIANG, W.: “The long-term effects of hedge fund activism”, en *Columbia Law Review*, núm. 1085-1156, 2015, pp. 1087-1088.

⁴⁵ *Idem*, p. 1100.

⁴⁶ *Idem*, pp. 1103-1114.

⁴⁷ *Idem*, pp. 1121-1126.

⁴⁸ *Idem*, pp. 1130-1134.

En conclusión, los activistas realmente no parecen venir asociados con malos resultados y desventajas a largo plazo, al contrario, su participación viene asociada con mejoras tanto en el rendimiento como en el valor de la sociedad, aún tras su separación.

Por su parte, en el ámbito de la sostenibilidad, también existen indicios que apuntan a un creciente interés de los activistas por estas cuestiones⁴⁹, mostrando que la presencia de inversores institucionales en las sociedades viene acompañada de una mejora en el desempeño de estas en la materia.⁵⁰

La disyuntiva entre el corto plazo y el largo plazo cobra especial relevancia en este ámbito. La Directiva 2017/828 reflexiona en su considerando 2 sobre cómo con las últimas crisis financieras globales, en especial con la del año 2008, se ha puesto de manifiesto que los accionistas tienden en exceso a apoyar la asunción de riesgos cortoplacistas por parte de los administradores, en la única búsqueda de su beneficio individual y a pesar de los efectos perniciosos que dichas decisiones puedan tener tanto para la sociedad como para el resto de grupos afectados. En tal sentido, se considera que lo idóneo sería una implicación a largo plazo, ya que, como se establece en el Preámbulo de la Ley 5/2021, “las estrategias de inversión a largo plazo integran de forma natural otros objetivos no financieros, como el bienestar de los trabajadores y la protección del medio ambiente, garantizando la sostenibilidad de las empresas en el largo plazo. Y es que aquellas empresas viables en la sociedad y en el medio ambiente, son también más sostenibles económicamente”.

Es cierto que, en gran parte, la sostenibilidad va a ir relacionada con objetivos a largo plazo, ya que para producir efectos en el clima y el medioambiente se necesitan de prácticas que se alarguen en el tiempo, por los riesgos que las políticas a corto plazo pueden traer encubiertos en falsos beneficios. Ahora bien, ya se ha expuesto cómo este conflicto no siempre tiene que aparecer de la misma manera, y que el corto plazo no trae, inevitablemente, malos resultados. A este respecto, una estrategia de inversión a largo plazo que tan solo se centre en maximizar el rendimiento financiero y el beneficio o la

⁴⁹ BAKER, A.C., LARCKER, D.F., TAYAN, B., ZABA, D.: “The evolving battlefronts of shareholder activism”, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Forthcoming, 6 de marzo de 2023. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4380801 (fecha de última consulta: 22 de abril de 2024), p. 3.

⁵⁰ DYCK, A., LINS, K.V., ROTH, L., WAGNER, H.F.: *op. cit.*

rentabilidad sin preocuparse por las consecuencias que esto pueda tener en los demás ámbitos, difícilmente va a poder tener buenos resultados en materia de sostenibilidad, a diferencia de una estrategia a corto plazo que sí tenga en consideración estas cuestiones y actúe en consecuencia. En otras palabras, la sostenibilidad es una cuestión de medios, que se pueden incluir en cualquier tipo de estrategias, políticas o prácticas y lo que se debe perseguir, por tanto, es que la misma esté presente en todas las decisiones y debates posibles, de manera que, en un esfuerzo común, se puedan cumplir los objetivos planteados.⁵¹

3.2. Los mecanismos del activismo accionarial

Como hemos venido señalando, los inversores pueden tratar de orientar a sus compañías para alcanzar objetivos relacionados con la sostenibilidad y, aunque pueden optar por no hacerlo, el panorama actual muestra indicios positivos al respecto. En este sentido, venimos observando un cambio en la mentalidad de los mismos en consonancia con la creciente conciencia social de las últimas generaciones sobre el cambio climático y las desigualdades sociales, lo que les lleva a preferir invertir en sociedades que ajustan sus actuaciones para reducir el impacto negativo que generan en estos campos.⁵² Esta tendencia se alimenta además por las significativas reformas legislativas europeas en esta materia, que buscan promover los incentivos necesarios para que esto ocurra, proporcionando información y medidas que favorezcan la inversión responsable.⁵³ Así, en el año 2022 el número de activos gestionados teniendo en cuenta los criterios ESG se situaba en un 55%⁵⁴, un incremento respecto al 51% existente en 2021⁵⁵, siendo las cuestiones medioambientales el principal elemento a considerar.⁵⁶

⁵¹ NOVAL PATO, J.: *op. cit.*

⁵² GADINIS, S. y MIAZAD, A.: “Corporate Law and Social Risk”, en *Vanderbilt Law Review*, núm. 73, 2020, pp. 1451-1452.

⁵³ GARCÍA MANDALONIZ, M.: *op. cit.*

⁵⁴ Información disponible en <https://www.spainsif.es/estudio-spainsif-2023/>. Spainsif es una asociación sin ánimo de lucro que busca fomentar la integración de los criterios ESG en las políticas de inversión que, desde el año 2009, publica anualmente un estudio de mercado de la Inversión Sostenible y Responsable (ISR) en España. En octubre de 2023 publicaron el estudio que analiza la evolución de los activos gestionados con criterios ESG en España durante el año 2022, partiendo de los resultados de unas encuestas realizadas a 33 entidades nacionales y 27 entidades internacionales, que representan el 72% del mercado español.

⁵⁵ *Idem*, pp. 31-32.

⁵⁶ *Idem*, pp. 52-53.

Por todo ello, existen hoy diversos accionistas activistas preocupados por el medioambiente y los aspectos sociales, que promueven cambios en sus sociedades con incidencia en estos ámbitos. Cabe destacar el caso de TCI y su fundador Chris Hohn, un inversor especialmente activo que tiene acciones en grandes empresas españolas como Cellnex, Aena o Ferrovial, en las que está impulsando importantes cambios, también en asuntos medioambientales.⁵⁷ Para ello, el derecho de sociedades pone a disposición de los socios activistas como TCI una serie de mecanismos que pueden utilizar, alineando sus propios intereses lucrativos con prácticas sostenibles, que les permiten participar activamente en la gestión de la sociedad y favorecer al mismo tiempo conductas climáticas y socialmente responsables. Diferenciando entre mecanismos de “voz”, “salida” y “litigación”, podemos destacar algunos.⁵⁸

En primer lugar, en cuanto a los mecanismos de voz, a parte del más representativo que sería el derecho de voto en la junta, también podemos hacer referencia a la designación de consejeros en el propio consejo de administración, una de las formas más efectivas para ejercer control en el gobierno de la sociedad, conociendo a fondo el funcionamiento de la misma y permitiéndoles proponer propuestas mejor informadas. El problema de este mecanismo es que, generalmente, los inversores institucionales se dedican principalmente a la negociación de valores en el mercado, y su participación en el consejo les haría conocedores de información interna de la entidad que podría limitar sus posibilidades de negocio.⁵⁹

Otro mecanismo serían los medios de comunicación informales entre los socios y los administradores. A los activistas les resulta útil porque pueden transmitir directamente sus deseos sobre el curso de la compañía al órgano de administración, y a los administradores porque les permite conocer de primera mano esta información y les ayuda a mantener y atraer a otros grandes inversores. Se pueden así desarrollar de primera mano políticas y propuestas teniendo en cuenta ambas perspectivas. Este mecanismo, no

⁵⁷ El País, “TCI, el gran incordio en los consejos de administración del Ibex”, 25/04/2023 (<https://elpais.com/economia/negocios/2023-04-25/tci-el-gran-incordio-en-los-consejos-de-administracion-del-ibex.html>).

⁵⁸ SÁEZ LACAVE, M.: *op. cit.*, p. 18.

⁵⁹ *Idem*, p. 19.

obstante, también es criticado por el riesgo que supone el traspaso de información privilegiada.⁶⁰

En cuanto al mecanismo más común, el ejercicio del derecho a voto es una herramienta que se está promoviendo especialmente, como se puede apreciar en la Directiva 2017/828, para luchar contra absentismo accionarial. El problema del voto es que para los inversores institucionales supone muchos costes, especialmente por los desequilibrios de información existentes, lo que provoca que, comúnmente, muchos accionistas se mantengan pasivos o tiendan a votar conforme a los administradores. Un ejemplo claro, al que ya se ha hecho referencia, son los fondos de inversión y de pensiones, que, por su modelo de negocio, no les resulta rentable ejercer activamente su derecho a voto y asumir especiales riesgos. Esta circunstancia, junto con la falta de incentivos, hace que no se presenten especialmente activos en la sociedad, ya que, por los costes que supone, no les resulta conveniente ejercer el activismo a través de la voz y, como se identifican como accionistas a largo plazo, tampoco les resulta apropiado el mecanismo de salida.⁶¹ Aun así, aunque no puedan practicar directamente el activismo, sí pueden fomentarlo o secundarlo. A tal efecto, es posible que accionistas que se presenten más activos, pero con estrategias de inversión a corto plazo, como los *hedge funds*, puedan presentar propuestas a las que los fondos de inversión o de pensiones se pueden adherir, lo que reduciría mucho los costes de información de estos. Así, como los primeros requerían de los segundos para sacar adelante sus iniciativas, empujarían a los fondos a una actitud más activista, a cambio, quizás, de orientar sus actuaciones hacia iniciativas rentables para ambos grupos en un plazo más largo.⁶²

En segundo lugar, en cuanto a los mecanismos de salida, se trataría de la desinversión en la sociedad, lo que les permite generar un impacto negativo sobre la reputación e imagen de la misma en el mercado. En este sentido, si el socio activista no está de acuerdo en cómo se están llevando a cabo las políticas de sostenibilidad, por ejemplo, lo que podría hacer es “salir” de la entidad y llevar su dinero a otras sociedades que sí cumplan con sus expectativas. Esta acción da información negativa de la sociedad, pero la amenaza de realizarla también puede contribuir a que los administradores, antes

⁶⁰ *Idem*, pp. 19-20.

⁶¹ *Idem*, pp. 21-22.

⁶² CHAMORRO DOMÍNGUEZ, C.: *op. cit.*

de que esto pueda suceder, se comprometan a alinear sus actuaciones con los deseos de estos accionistas.⁶³

Con todo, algunos estudios apuntan a que, en materia de sostenibilidad, con una adecuada regulación, los mecanismos que dan voz a los socios tienen mejores resultados, favoreciendo el compromiso de los inversores y colocando la cuestión en una posición determinante en el debate social.⁶⁴ Al respecto, en ese mismo supuesto en el que el inversor no esté de acuerdo con el rumbo que lleva la sociedad, en vez de salir de esta, puede decidir quedarse e impulsar la corrección de dicho comportamiento.⁶⁵ Aunque la salida genera esa mala imagen de la entidad, no pone una solución directa al problema, que en la mayoría de los casos va a persistir, mientras que dotar de voz a los accionistas supone afianzar un mayor compromiso de estos, que podrán involucrarse abiertamente para mejorar aquellos aspectos.⁶⁶ En este asunto es importante, como hemos visto, la información que se pone a disposición del público, que permitirá a los inversores fabricar opiniones mejor informadas que ayudarán a orientar adecuadamente la actividad social de manera sostenible.⁶⁷

Por último, en cuanto a los mecanismos de litigación, se trataría del ejercicio de acciones por la vía judicial para exigir responsabilidad al órgano de administración o a los socios de control. Estas medidas, no obstante, son poco utilizadas y suelen ser el último recurso de los activistas, debido a que no dan resultados inmediatos, pueden ser impredecibles y conllevan más costes.⁶⁸

En este punto, también resulta necesario hacer una pequeña mención a los mecanismos formales que nuestro Derecho de sociedades pone a disposición de los socios, que los activistas pueden utilizar, en el ejercicio de sus derechos en la junta, para ejercer su influencia. A algunos ya hemos referido en el apartado anterior, pero no está

⁶³ SÁEZ LACAVE, M.: *op. cit.*, pp. 27-28.

⁶⁴ RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO GARCÍA, E. y LAMANDINI, M.: “The EU’s ‘Green’ Finance. Can ‘exit’, ‘voice’ and ‘coercion’ be enlisted to aid sustainability goals?”, *European Banking Institute Working Paper*, núm. 90, 2021. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3824792 (fecha de última consulta: 2 de marzo de 2024).

⁶⁵ *Idem*, p. 44.

⁶⁶ *Idem*, pp. 26-28.

⁶⁷ *Idem*, pp. 20-21.

⁶⁸ SÁEZ LACAVE, M.: *op. cit.*, p. 28.

de más volver a hacer una pequeña diferenciación, a efectos aclaratorios, en atención a la regulación de la LSC.

Primeramente, previo a la celebración de la junta, los accionistas que representen al menos el 3% del capital social (5% en sociedades no cotizadas) tienen la posibilidad de solicitar la convocatoria de la misma conforme al artículo 168 de la LSC en relación con el artículo 495.2 a) de la LSC (requiere normalmente, que varios inversores se pongan de acuerdo, por lo que solo lo suelen usar socios más activos). Asimismo, también pueden solicitar el complemento a la convocatoria de acuerdo con el artículo 519 LSC, añadiendo otros puntos en el orden del día, así como presentar nuevas propuestas de acuerdo sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el mismo (en Estados Unidos es una de las medidas más utilizadas). Estas son herramientas interesantes para los activistas a efectos de generar debates en la junta o para coordinar previamente la actuación de los socios y orientar el sentido de la votación.⁶⁹

Seguidamente, ya en el ejercicio de sus competencias en el seno de la junta, pueden asistir a la celebración de la misma, aunque este derecho se puede restringir en las sociedades cotizadas según la posesión de acciones hasta un máximo de mil de acuerdo con el artículo 521 bis LSC. Del mismo modo, tienen derecho a intervenir en el debate con el fin de intentar convencer al resto del accionariado para que apoye sus propuestas (también suele venir limitado en el reglamento de la junta, conforme al artículo 512 LSC, normalmente por tiempos) y, por supuesto, disponen del ejercicio del derecho a voto (a favor o en contra de las propuestas según sus intereses)⁷⁰, pudiendo pronunciarse sobre la modificación de los estatutos, la aprobación o censura de la gestión social, el poder de nombrar y cesar a los administradores sin alegar causa, la decisión sobre aplicación de resultado, las instrucciones de la junta en asuntos de gestión...⁷¹

Finalmente, con posterioridad a la celebración de la junta, cuentan con la posibilidad de impugnación de los acuerdos sociales o el ejercicio de la acción social de responsabilidad (se identificarían con los mecanismos de litigación). En cuanto a la impugnación de acuerdos sociales (204-208 LSC), podrán promoverla, generalmente los socios que representen al menos el 1% del capital, mientras que la acción social de

⁶⁹ HERRERO MORANT, R.: *op. cit.*, pp. 272-279.

⁷⁰ *Idem*, pp. 279-282.

⁷¹ CHAMORRO DOMÍNGUEZ, C.: *op. cit.*

responsabilidad (238-241 LSC) se entabla con un previo acuerdo de la junta, a solicitud de cualquier socio, aunque no conste en el orden del día.⁷²

De esta manera, se puede observar cómo en esta reciente movilización de inversores responsables y comprometidos con los criterios ESG, existen una considerable variedad de instrumentos que los activistas pueden utilizar para ejercer su influencia. Un caso interesante que se podría destacar es el de ExxonMobil, la mayor empresa petrolera de Estados Unidos. Ya en el año 2017 recibió en su junta de accionistas una propuesta por parte de socios de presentar un informe sobre los impactos que el cambio climático tendría en su negocio a largo plazo.⁷³ Sin embargo, a pesar de que la petición salió adelante, en los años siguientes algunos de sus accionistas seguían sin considerar que dicho plan fuese lo suficientemente adecuado para cumplir con los objetivos contemplados en el Acuerdo de París de 2015. Por esta razón, en el año 2021 Engine No.1, inversor activista de la petrolera, logró incluir en el consejo de administración a dos representantes.⁷⁴ Una acción en la que también tuvo el apoyo de dos de los grandes inversores institucionales de Estados Unidos, BlackRock y Vanguard, además de los fondos de pensiones de trabajadores de Nueva York y California.⁷⁵

Estos hechos permiten resaltar algunas cuestiones especialmente relevantes. En primer lugar, que el activismo que se practica en estos últimos tiempos está interesado en los objetivos de sostenibilidad y en alinear el comportamiento de las sociedades con la consecución de los mismos.⁷⁶ En segundo lugar, que los inversores institucionales que suelen identificarse como socios pasivos y a largo plazo, como los fondos de pensiones, pueden secundar propuestas más “agresivas” presentadas por otros accionistas más activos y adoptar posturas menos absentistas. Y, por último, que, efectivamente, los grandes inversores institucionales están orientando sus intervenciones de acuerdo con criterios ESG. En tal sentido, BlackRock, State Street y Vanguard, los tres mayores inversores de Estados Unidos, que controlan alrededor del 20% de las empresas que

⁷² HERRERO MORANT, R.: *op. cit.*, pp. 291-294.

⁷³ REMACHA, M.: “Activismo accionarial desde la perspectiva de la responsabilidad social corporativa”, en Cuadernos de la Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa, núm. 36, 2017, p. 12.

⁷⁴ The New York Times, “Los activistas irrumpieron en el consejo de administración de Exxon, pero forzar el cambio será difícil”, 29/05/2021 (<https://www.nytimes.com/es/2021/05/29/espanol/exxon-directorio.html>)

⁷⁵ Ethic, “Accionistas verdes: bienvenido al activismo de cuello blanco”, 06/04/2022 (<https://ethic.es/2022/04/accionistas-verdes-bienvenido-al-activismo-de-cuello-blanco/>)

⁷⁶ DYCK, A., LINS, K.V., ROTH, L., WAGNER, H.F.: *op. cit.*, pp. 702-703.

cotizan en bolsa⁷⁷, muestran cada vez más su compromiso con el medioambiente y la inversión socialmente responsable. Así, en 2020 el presidente de BlackRock, Larry Fink, en su carta anual a los CEO de las distintas sociedades, ponía de relevancia el impacto que el cambio climático podría tener en el mercado financiero, destacando la importancia de tener en cuenta los intereses de los distintos *stakeholders* para conseguir un mayor beneficio a largo plazo y anunciaba que votaría en contra de la dirección en aquellas compañías en las que no se estuvieran realizando suficientes avances adecuados en materia de sostenibilidad.⁷⁸

En España, por su parte, muchas sociedades también se están viendo impulsadas por este tipo de activismo, siendo algunas de las medidas más utilizadas por los activistas en relación con los criterios ESG, el voto en contra de proposiciones del consejo y la presentación propuestas en la junta.⁷⁹

4. *Say on Climate*

4.1. El origen del movimiento *Say on Climate*

En este contexto de activismo accionarial como herramienta para promover la sostenibilidad en el ámbito societario, en el año 2020 The Children's Investment Fund Foundation (TCI), socio activista de Aena, el ejercicio de sus competencias previas a la celebración de la junta, presentó una propuesta ante la junta general Ordinaria de Accionistas para que el Consejo de Administración de la sociedad elaborase un Plan de Transición Climática y lo sometiese a una votación consultiva en la junta del año siguiente. La propuesta recibió el 98.15% de los votos a favor y, efectivamente, en la junta general del 2021, se aprobó el Plan de acción climática 2021-2030. Asimismo, en otro punto del día, se acordó una modificación de los estatutos sociales con el fin de crear una Comisión de Sostenibilidad y Acción Climática que se encargaría de elaborar, de conformidad con las recomendaciones del Grupo de Trabajo sobre Divulgación de Información No Financiera relacionada con el Clima, los Informes actualizados de

⁷⁷ BEBCHUK, L. y HIRST, S.: "The specter of the giant three", en Boston University Law Review, núm. 721, 2019, pp. 736-737.

⁷⁸ La carta puede leerse en <https://www.blackrock.com/us/individual/larry-fink-ceo-letter>

⁷⁹ <https://www.spainsif.es/estudio-spainsif-2023/> pp. 45-46.

Acción Climática, en los que se analizarían los avances de la sociedad en relación con los propósitos establecidos en el Plan, llevándolos anualmente a votación consultiva.⁸⁰ Así nace en España lo que hoy conocemos como el movimiento *Say on Climate*, una iniciativa que busca que las sociedades elaboren un plan de transición climática, que incluya estrategias creíbles y alineadas con las recomendaciones de organismos como la ONU y los objetivos del Acuerdo de París del 2015 (específicamente, el artículo 1 del Reglamento (UE) 2021/1119 que declara vinculante para los Estados Miembro el objetivo de limitar el incremento de la temperatura global a 1,5°). De esta manera, el proyecto debería incluir una divulgación anual de emisiones, un plan de gestión de las mismas, con objetivos a corto y largo plazo y, por supuesto, una votación anual ante sus socios, a modo de seguimiento.⁸¹

En los años siguientes, distintas compañías han seguido el ejemplo de Aena, elaborando sus propios planes y estrategias climáticas y sometiéndolas al escrutinio de la junta.⁸² Aun así, algunas opiniones muestran cierto escepticismo al respecto. Se advierte que, sin una información fiable, este tipo de iniciativas suponen más bien una distracción y pueden dar lugar a prácticas como el *greenwashing*.⁸³ En este sentido, se podrían llegar a aprobar planes que recogieran medidas inadecuadas, irrealistas o de difícil alcance, bajo una falsa apariencia de sostenibilidad. Asimismo, se considera que en los supuestos de desacuerdo con la gestión social en esta materia, la junta debería optar, en todo caso, por otro tipo de mecanismos a su disposición, como el cese de los administradores y el nombramiento de otros más atentos a estas cuestiones, o, directamente, la retirada de su inversión.⁸⁴ Sin embargo, como ya hemos analizado anteriormente, hay indicios que apuntan a que las herramientas que dan voz a los accionistas, como en este caso el ejercicio de derecho a voto, tienen, a largo plazo, más impacto en la sostenibilidad de la

⁸⁰ Las propuestas y resultados de las votaciones en la junta general de Aena pueden verse en <https://www.aena.es/es/accionistas-e-inversores/gobierno-corporativo/junta-general-de-accionistas.html?anio=2020> y <https://www.aena.es/es/accionistas-e-inversores/gobierno-corporativo/junta-general-de-accionistas.html?anio=2021>

⁸¹ <https://www.sayonclimate.org>

⁸² Así se muestra en el estudio anual de la temporada de juntas generales europeas realizado por Georgeson (<https://www.georgeson.com/uk/insights/2022-agm-season-review>). Algunos casos que cabe destacar serían los de Repsol S.A., Carrefour S.A o Shell Plc.

⁸³ PERALES VISCASILLAS, M.P.: “Impacto de la lucha contra el cambio climático en el gobierno corporativo”, en *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, núm. 5, 2023, pp. 26-28.

⁸⁴ SOMEER, F. y TUFFORD, H.: “Say on Climate: Investor Distraction or Climate Action?”, MSCI, 15 de febrero de 2022. Disponible en <https://www.msci.com/www/blog-posts/say-on-climate-investor/03014705312> (fecha de última consulta: 20 de mayo de 2024).

sociedad que los de salida. Llevar a cabo una votación como la propuesta por el *Say on Climate*, de manera recurrente, aumenta el nivel de compromiso de los inversores y coloca el cambio climático y otros factores ESG en una posición significativa en el debate social.⁸⁵

4.2. Instrumentos de recepción del *Say on Climate* en el Derecho societario español

En esta línea, parece pertinente plantearse cómo se podría identificar esta iniciativa en el derecho societario español. En tal sentido, cabe destacar el caso de Francia, que durante el verano de 2023 preparaba en su Asamblea Legislativa un proyecto de ley para “*l’industrie verte*”, que modificaría su código de comercio. Así, se presentaron una serie de enmiendas entre las que se incluían algunas para establecer el *Say on Climate* como una votación obligatoria. Una de ellas, en línea con el modelo imperante, planteaba someter a voto consultivo la estrategia climática de la sociedad y, después, anualmente, un informe relativo a su ejecución; pero otra, más intervencionista, preveía incluso repercusiones negativas en la política de retribución de sus directivos para los casos en que los accionistas no aprobasen dichos informes.⁸⁶ Si bien, al final ninguna de estas propuestas llegaron a incluirse en el texto final de la ley, no dejan de ser un atisbo de un posible futuro para el *Say on Climate*, que en este momento de promoción de sostenibilidad y activismo accionarial a largo plazo podría seguir los pasos de su predecesor, el *Say on Pay*, un movimiento que también surgió como una simple iniciativa que entendía el activismo accionarial como una herramienta poderosa para intervenir en la política de remuneración de los directivos o consejeros, pero que fue evolucionando lentamente hasta que, a día de hoy, se incluye en nuestra LSC como un acuerdo consultivo con unos efectos específicos establecidos.⁸⁷

A la espera de que tales reformas legislativas se produzcan (o no), es preciso analizar los instrumentos con los que actualmente cuentan los socios en el ordenamiento jurídico español, en el ejercicio de sus derechos dentro de la junta, para introducir este debate en sus sociedades. Se puede volver a mencionar la censura de la gestión social

⁸⁵ RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO GARCÍA, E. y LAMANDINI, M.: *op. cit.*

⁸⁶ Las enmiendas pueden verse en <https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/16/amendements/1512/AN/483> y en <https://www.assemblee-nationale.fr/dyn/16/amendements/1512/AN/570>

⁸⁷ Artículos 529 novodecies y 541 de la LSC.

(artículo 164.1 LSC), que les permitiría mostrar su desacuerdo con el rumbo de la compañía en materia climática; la modificación de los estatutos (artículo 160 c) LSC), por la que podrían atribuirle competencias a la junta sobre esta cuestión y algunos otros. A continuación, vamos a realizar un breve análisis de las posibilidades de incorporar el *Say on Climate*, primero, a través de los estados de información no financiera; segundo, a través de las instrucciones de la junta en asuntos de gestión previstas en el artículo 161 LSC; y, por último, a través de los acuerdos consultivos conforme a los contemplados en el artículo 529 novodecies 7 LSC para los informes anuales sobre la retribución de los consejeros.

4.2.1. Estados de información no financiera

La Directiva 2014/95, a la que ya hemos hecho referencia anteriormente, fue una de las primeras normas significativas en materia de sostenibilidad, requiriendo a las grandes empresas que recogieran en su informe de gestión un estado de información no financiera relativo al impacto que la actividad de la sociedad tiene o puede tener sobre distintos aspectos medioambientales y sociales. Esta norma europea se transpone a nuestro ordenamiento mediante la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, que reforma el artículo 262.5 de la LSC, estableciendo los criterios para determinar qué sociedades quedarían obligadas a elaborar el estado, e incluyendo el apartado 6 al artículo 49 del Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (en adelante, CCom) para definir su contenido. Así, en cuanto al cambio climático, la cuestión que ahora nos ocupa, el informe comprendería “los elementos importantes de las emisiones de gases de efecto invernadero generados como resultado de las actividades de la empresa, incluido el uso de los bienes y servicios que produce; las medidas adoptadas para adaptarse a las consecuencias del cambio climático; las metas de reducción establecidas voluntariamente a medio y largo plazo para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y los medios implementados para tal fin”.

Se pueden apreciar similitudes entre el estado de información no financiera y el *Say on Climate*, puesto que en ambos se requiere la elaboración de un informe relativo a los efectos que la actividad de la sociedad tiene en distintos ámbitos de relevancia, más allá del rendimiento económico y la forma en la que planean afrontarlos, sometiéndolo a

votación en la junta general de accionistas para su aprobación. Sin embargo, existen ciertos aspectos que parecen colocar al primero en un paso intermedio respecto al objetivo que el último persigue. Para empezar, las cuestiones medioambientales no son la única materia incluida en el informe, pues este también debe referirse a cuestiones sociales y al personal, a los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno. En esa extensión, como se ha mencionado, solo se solicita información significativa relativa a elementos importantes de las emisiones de gases de efecto invernadero, cuya profundidad va a depender de la importancia relativa que se le atribuya en el conjunto. A tal efecto, la Comunicación de la Comisión Europea referente a las directrices sobre la presentación de informes no financieros, establece que, en cualquier caso, esta sería aquella información necesaria para comprender la incidencia de la actividad en dichos ámbitos, que pueda influir en las decisiones que los usuarios adopten teniendo en cuenta los estados de información no financiera.⁸⁸ De esta manera, el contenido dedicado al cambio climático en el mismo podría resultar insuficiente para alcanzar las metas más específicas a las que el *Say on Climate* aspira. Por lo demás, si bien el estado debe ser presentado como punto separado del orden día en la junta general, sometido a los mismos criterios de aprobación, depósito y publicación que el informe de gestión (artículo 49.6 CCom), dicha aprobación, de nuevo, es del informe en su totalidad, sin prestar especial atención sobre la situación de la sociedad en materia climática.

Por todo ello, no parece que los estados de información no financiera, en la forma en la que se configuran, puedan cumplir plenamente con el propósito del *Say on Climate*. Aun así, esto no implica que carezcan de cualquier importancia en esta materia. Al respecto, se puede volver a hacer referencia al modelo de Aena, que, en su estructuración de esta iniciativa, establece que los informes para el seguimiento del plan de acción climática deberán elaborarse conforme a las directrices del grupo de trabajo relativo a la divulgación de información no financiera relacionada con el clima, lo que, desde luego, podría permitir alcanzar un mejor resultado en su conjunto.

⁸⁸ Comunicación de la Comisión Europea 2017/C 215/01. Directrices sobre la presentación de informes no financieros (Metodología para la presentación de información no financiera), 5 de julio de 2017, p. 5.

4.2.2. Instrucciones de la junta en asuntos de gestión (161 LSC)

El artículo 161 de la LSC establece que la junta general podrá “impartir instrucciones al órgano de administración o someter a su autorización la adopción por dicho órgano de decisiones o acuerdos sobre determinados asuntos de gestión”. En esta línea, resulta interesante plantear si la junta podría someter a su autorización los planes de transición climática y sus avances o, incluso, proponer y generar cambios en el mismo.

En general, la gestión de la sociedad es competencia declarada del órgano de administración (artículo 209 LSC), que es el que actúa en el tráfico externo en representación de esta y conforme al interés social. En este sentido, al consejo de administración de las sociedades cotizadas le corresponde, como facultad indelegable, la aprobación de la política de responsabilidad social corporativa, en la que se incluiría la estrategia climática de la sociedad (artículo 529 ter 1. a) LSC). Ello resulta justificado ya que, en tanto que relación fiduciaria, se confía en la experiencia y los conocimientos de los administradores, que podrán tomar las decisiones de gestión más oportunas para la compañía, que maximicen el valor para los accionistas, con la diligencia de un ordenado empresario (artículo 225.1 LSC). Sin embargo, en nuestro ordenamiento jurídico, a diferencia de los de algunos países de nuestro entorno, la junta es un órgano soberano que se coloca en una situación de primacía.⁸⁹ Así se puede apreciar en la distribución de competencias, puesto que, como se ha referido con anterioridad, se le atribuyen algunas tan relevantes como el nombramiento y cese de los administradores sin necesidad de alegar causa, la decisión sobre la aplicación del resultado, la posibilidad de atribución de otras competencias mediante la modificación de los estatutos y, por supuesto, en lo que ahora nos ocupa, dictar instrucciones al órgano de administración en materia de determinados asuntos de gestión (artículo 161 LSC).⁹⁰

Todas estas competencias le corresponden con independencia del tipo social, por lo menos desde la reforma de la LSC del año 2014. Hasta ese entonces, la regla del artículo 161 solo estaba prevista para las sociedades limitadas, en las que, efectivamente, se configuraba como una herramienta útil en tanto que se trata de entidades cerradas en

⁸⁹ RECALDE CASTELLS, A.: “Distribución de competencias en materia de gestión entre los órganos de las sociedades de capital”, en *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, núm. 59, 2019, pp. 652-653.

⁹⁰ *Ibidem*.

las que la concentración del capital favorece la participación de los socios en la gestión, además de que, como en muchas ocasiones los propios administradores son al mismo tiempo socios, la distribución de competencias entre ambos se difumina.⁹¹

Consecuentemente, la ampliación de dicha facultad a todas las sociedades de capital trajo cierta discusión. En las sociedades cotizadas, el capital tan disperso genera problemas de coordinación, asimetrías en la información y falta de delimitación de las responsabilidades.⁹² En este mismo sentido, como se mencionaba al principio, una crítica que recibía el *Say on Climate* es que la falta de una apropiada información en los accionistas podría derivar en la aprobación de planes con medidas inadecuadas y consecuencias indeseadas. De ahí que, como norma general, se haya considerado más conveniente que los administradores, con sus conocimientos y experiencia empresarial, sean los indicados para tomar este tipo de decisiones sin verse vinculados por el parecer de los socios.

En todo caso, no podemos pasar por alto que la tendencia normativa actual dota de un papel protagonista a los accionistas y a la junta, considerándolo como el órgano encargado del control de la gestión y el adecuado para mejorar el rendimiento de la sociedad en aras a la sostenibilidad. Recordemos que socios activistas, como algunos inversores institucionales, interesados por estas cuestiones, están mejor informados y tienen unos incentivos distintos a la hora de invertir, estando capacitados para promover cambios en las sociedades, orientando al resto de accionistas en la misma dirección y ejerciendo su influencia en el gobierno de la compañía. Para ellos el mecanismo previsto artículo 161 LSC supone una herramienta más que interesante para incidir en la gestión social y determinar la actuación del órgano de administración, fomentando estrategias climáticas con objetivos más sostenibles. A este respecto, el posterior control del progreso del plan por parte de la junta puede generar un cambio en los procesos de actuación del órgano de administración, que ante la amenaza de una intervención de esta o de su posible rechazo, pondrían más atención en alinear sus decisiones con los propósitos de este tipo de socios.⁹³ Además, siguiendo con el problema recurrente de la falta de una apropiada

⁹¹ ALFARO ÁGULA-REAL, J.: “Los poderes de la junta y las instrucciones a los administradores”, Almacén de Derecho, 20 de febrero de 2021. Disponible en <https://almacendederecho.org/los-poderes-de-la-junta-y-las-instrucciones-a-los-administradores> (fecha de última consulta: 12 de marzo de 2024).

⁹² *Idem.*

⁹³ SÁEZ LACAVE, M.: *op. cit.*, pp. 51-52.

información, hay que tener presente que los administradores tienen un deber de atender al derecho de información de los accionistas, regulado en los artículos 196 y 197 LSC (520 LSC para sociedades cotizadas específicamente), que les exige poner a disposición de estos todos aquellos datos o materiales necesarios y relevantes que les permitan ejercitar su derecho a voto de la manera más adecuada y fundamentada, ya sea antes de la celebración de la junta o durante la misma.⁹⁴

Asimismo, como parte de su denominado deber fiduciario, los administradores también tienen la obligación de actuar con la debida diligencia, en el mejor interés de la sociedad, aun cuando puedan no estar de acuerdo con las decisiones adoptadas por la junta, siempre previo control de la legalidad de las mismas, porque, recordemos, el hecho de que una conducta sea autorizada u ordenada por la junta no exonera de responsabilidad al órgano de administración (artículo 236.2 LSC).⁹⁵ En todo caso, hay que insistir, respecto a la posibilidad de que los administradores no siguieran las instrucciones de la junta, en que, igual que los administradores gozan de discrecionalidad para adoptar decisiones empresariales, conforme al artículo 226 LSC, no parecería lógico negar esa facultad a la junta de accionistas, aunque no exista un precepto que lo declare expresamente. En tal sentido, la junta puede decidir discrecionalmente y como sus resoluciones son la expresión de la voluntad de la mayoría, se le considera el órgano más cualificado para tomar decisiones de acuerdo con el interés social. En el caso de que esto no fuera así, para exigirle responsabilidad en esta materia, se podría acudir a la vía de impugnación de los acuerdos sociales por lesión al interés social. Sin embargo, este tipo de vulneración es una causa de impugnación de difícil control en sede judicial.⁹⁶ Sobre este aspecto se ha pronunciado el Tribunal Supremo, recordando que el juez no puede entrar a examinar si la adopción de un acuerdo resulta más conveniente o menos conveniente para conseguir resultados⁹⁷, porque eso sería intentar sustituir la potestad de decisión de la junta⁹⁸, de manera que, siempre que en ese proceso de decisión se haya

⁹⁴ GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y IGLESIAS PRADA, J.L.: “Lección 21. Los órganos de las sociedades de capital (I). La junta general”, en AA.VV. (MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. J. Dir.): *Lecciones de Derecho Mercantil*, Vol. I, 20ª ed., Ed. Thomson Reuters, Navarra, 2022 (consultado en su versión electrónica).

⁹⁵ SÁEZ LACAVE, M.: *op. cit.*, pp. 68-72.

⁹⁶ MEGÍAS LÓPEZ, J.: “La creación de valor (...)”, *op. cit.*

⁹⁷ STS (Sala de lo Civil) de 6 de octubre de 2010 (rec. núm. 1995/2006), FJ 5.

⁹⁸ ALFARO ÁGULA-REAL, J.: “Deber fiduciario y exigencias de la buena fe en la conducta del socio mayoritario”, *Almacén de Derecho*, 22 de mayo de 2023. Disponible en

obrado de buena fe, en el mejor interés de la sociedad, creyendo que dicha opción, a pesar de sus mayores costes, va a generar valor para la entidad, el acuerdo será correcto.⁹⁹

Por lo tanto, parece que el mecanismo previsto en este artículo 161 LSC es una forma idónea para que los socios puedan introducir el *Say on Climate* en sus sociedades, instruyendo al órgano de administración para que elabore un plan de transición climática y sometiendo a su escrutinio su cumplimiento. En este sentido, estas cuestiones parecen tener cabida en el contenido material de las instrucciones que establece el precepto al referirse a “determinados asuntos de gestión”, un apunte que no implica la existencia de un listado concreto de materias en las que pueda incidir la junta, sino que busca evitar una intervención general que sea de tal intensidad que llegue a “sustituir” la labor del órgano de administración. Por ello, parece que la estrategia climática de la sociedad supone un determinado asunto de gestión sobre el que puede intervenir la junta.¹⁰⁰

En cuanto al procedimiento, al tratarse de una competencia de origen legal, no es necesario que esté prevista en los estatutos, si bien se podría incluir, conforme al artículo 160 LSC, para delimitar mejor su ejercicio.¹⁰¹ En cualquier caso, se podrá acordar en relación con un punto en el orden del día que venga recogido en la convocatoria o incluirse como otro punto separado mediante el complemento a la convocatoria (Aena, en el año 2020, sigue esta opción). De este modo, y como la LSC no establece uno específico, el procedimiento para adoptar el acuerdo sería el general establecido en la ley (convocatoria, constitución, deliberación, votación, mayorías...). Por último, en cuanto a sus efectos, dicho acuerdo vincularía a todos los socios, incluidos ausentes y disidentes (artículo 159.2 LSC), y al órgano de administración, que tendría un deber de ejecución y, por tanto, debería ajustar su plan al parecer de la junta.¹⁰²

<https://almacenederecho.org/deber-fiduciario-y-exigencias-de-la-buena-fe-en-la-conducta-del-socio-mayoritario> (fecha de última consulta: 29 de abril de 2024).

⁹⁹ PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C.: *op. cit.*

¹⁰⁰ ALFARO ÁGULA-REAL, J.: *op. cit.*

¹⁰¹ GARCÍA-CRUCES, J.A.: “Artículo 161. Instrucciones de la junta general en asuntos de gestión”, en AA.VV. (GARCÍA-CRUCES, J.A. y SANCHO GARGALLO, I. Dir.): Comentario de la Ley de Sociedades de Capital. Tomo III, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, p. 2283-2301

¹⁰² *Ibidem.*

4.2.3. Acuerdos consultivos de la junta: *Say on Climate* y *Say on Pay*

Analizadas estas dos posibilidades, conviene, por último, hacer referencia a la configuración del *Say on Climate* como un acuerdo consultivo. Así, parece razonable partir de su predecesor, el *Say on Pay*, que hoy en día está regulado como tal en el artículo 541.4 de la LSC.

El *Say on Pay* nace como un movimiento, también en línea con el activismo accionarial, en busca de una mayor influencia de los socios en el gobierno corporativo. Específicamente, se perseguía que se llevase a votación en la junta la política de retribución de los consejeros y directivos de la sociedad, con el fin de que el control de dicho órgano limitase las retribuciones que se habían venido estableciendo de manera excesiva o arbitraria. Con ese fin, en el año 2002 Reino Unido regula esta iniciativa formulándola como una votación obligatoria pero consultiva, es decir, de necesario pronunciamiento por la junta, pero sin que el acuerdo resultante vincule al órgano de administración, que podrá seguir apartándose del parecer de los accionistas.¹⁰³ En España, por su parte, el *Say on Pay* se introdujo en el 2011 y en su última versión reformada por la mencionada Ley 5/2021, el régimen queda establecido como un sistema mixto que somete a votación vinculante la política de remuneraciones (artículo 529 novodecies 1 LSC) y a una votación consultiva anual el informe anual de remuneraciones de cada ejercicio (artículo 541.4 LSC).¹⁰⁴

Las votaciones consultivas en sede de la junta son un elemento peculiar, ya que, como se ha mencionado, los acuerdos sociales son normalmente vinculantes. Esto supone una particularidad en los efectos que despliegan, puesto que, si bien no cabe duda de que el acuerdo obligará a todos los socios incluidos los ausentes y disidentes (art. 159.2 LSC), el órgano de administración no se verá forzado a ajustar su conducta a lo decidido por estos.¹⁰⁵ A falta de esos efectos directos, restarían los denominados efectos indirectos o naturales, que son los que ponen de manifiesto la confianza o desconfianza de la junta en

¹⁰³ BARBA FAU, S.: “El say on pay como instrumento de gobierno corporativo”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 45, 2015 (consultado en su versión electrónica).

¹⁰⁴ GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J.C.: “Retribución de administradores: algunas consideraciones sobre say on pay y pay ratio rule a la luz de la Directiva (UE) 2017/828”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 58, 2020 (consultado en su versión electrónica).

¹⁰⁵ DEL VAL TALENS, P.: “Los acuerdos consultivos de la Junta general”, en *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 323, 2022 (consultado en su versión electrónica).

el órgano de administración, que tendrán un impacto en la imagen del mismo, no solo en el ámbito interno de la sociedad, sino también frente a terceros.¹⁰⁶ Es preciso destacar, no obstante, que además pueden existir efectos legales, como en el propio caso de la votación de los informes anuales de remuneración. Para estos el art. 529 novodécies 7.b) LSC establece que, en los supuestos de rechazo, la política de remuneraciones en vigor solo se podrá seguir aplicando hasta la siguiente junta general. Así, aunque el acuerdo consultivo no tenga efectos vinculantes, los administradores, de alguna manera, tendrán que adaptar su conducta a lo establecido en este, ante el riesgo, en caso contrario, de enfrentarse a otra denegación de la nueva política de remuneraciones.

Realizados estos apuntes, parecería admisible configurar el *Say on Climate* como una votación consultiva, si no legal (pues no está expresamente prevista), sí estatutaria. Para ello sería necesario establecerlo en los estatutos mediante su modificación conforme al art. 160 LSC, contemplando una primera votación vinculante para aprobar el plan de transición climática junto con una votación consultiva anual en la junta general de los informes sobre el avance del mismo. El procedimiento, en principio, también sería el general previsto en la ley en cuanto a convocatoria, constitución, deliberación, mayorías... Y, respecto a sus efectos, mientras no exista regulación legal, como se ha visto, vincularía a todos los socios y produciría los mencionados efectos indirectos o naturales.

5. Conclusiones

Primera. – En el escenario de los últimos años ha ido ganando relevancia la idea de que la actividad de las grandes sociedades puede tener importantes efectos perjudiciales en algunos de los problemas más importantes de nuestros tiempos, como el cambio climático o las desigualdades sociales. Estas inquietudes han propiciado el surgimiento de conceptos como Responsabilidad Social Corporativa, factores ESG o sostenibilidad, que, esencialmente, hacen referencia a la necesidad de que, a la hora de determinar el rumbo

¹⁰⁶ *Idem.*

de la sociedad, se valoren intereses distintos a los de los socios, que permitan reducir esas externalidades negativas en el medio.

Dicha circunstancia tiene gran relevancia en el ámbito del Derecho de sociedades, porque incide en la configuración de elementos especialmente trascendentes, como el interés social y la finalidad que deben perseguir las sociedades. Si se busca promover la sostenibilidad, parecería que la adopción de una visión institucionalista del interés social resultaría más conveniente para asegurar la debida consideración de esos intereses de los *stakeholders*. Sin embargo, hemos podido analizar cómo, conforme a una teoría contractualista, en la que el fin social perseguido se identifica generalmente con la obtención de lucro, también es posible incluir este ideal. En tal sentido se podría diferenciar entre sostenibilidad como fin y sostenibilidad instrumental. La primera, necesariamente necesitaría un refrendo de los socios, que, como únicos sujetos autorizados para determinar la finalidad que debe perseguir la compañía, podrían configurar el fin social de manera que incluya la consecución de objetivos medioambientales y sociales, ya sea adoptando un tipo societario específico, como el de las Sociedades de Beneficio e Interés Común, modificando el contenido de interés social previsto en los estatutos, o poniéndose de acuerdo para realizar actuaciones meramente sostenibles de manera puntual. Por su parte, la sostenibilidad instrumental, se trataría, en principio, de una elección propia del órgano de administración, encargado de la gestión social, que, persiguiendo como fin último la maximización de valor para los accionistas, podría optar por aquellos medios más respetuosos con el medioambiente que desembocaran en un beneficio económico a largo plazo.

En cualquiera de los supuestos, la sostenibilidad se identificaría como una elección que, a falta de previsión legal o estatutaria, quedaría relegada al ámbito de la voluntad. Hoy no existen reguladas obligaciones legales que vinculen a los órganos sociales a actuar sosteniblemente más allá de lo que exijan las leyes o los estatutos, si bien, sí se puede advertir una creciente presión social y normativa que los empuja a ello.

Segunda. – En este nuevo paradigma, el activismo accionarial se presenta como un fenómeno que contribuye favorablemente a fomentar la sostenibilidad en las empresas, gracias a la presencia de socios que ejercen activamente sus derechos en la junta y que promueven cambios en dicha materia. En este ámbito, siempre han destacado los

inversores institucionales, que agrupan capitales de pequeños inversores para invertir en el mercado de valores y tienen una importante presencia en un gran número de sociedades. Entre ellos, se pueden identificar distintas clases de accionistas, que por su modelo de negocio van a seguir un tipo de inversión u otra, diferenciando entre socios pasivos y a largo plazo, como los fondos de pensiones, y socios activistas pero cortoplacistas, como los *hedge funds*. Debido a este modelo, el activismo se ha venido asociando a inversores a corto plazo, que solo parecen buscar el lucro individual, a costa de los efectos negativos que esto pudiera producir a largo plazo en la sociedad. Dicha afirmación, sin embargo, no encuentra reflejo en la realidad, mostrándose, al contrario, que las intervenciones activistas son concebidas en el mercado como una buena noticia, con resultados favorables, no solo en el rendimiento económico de la sociedad, sino también en las políticas de sostenibilidad. Y, si bien es cierto que la sostenibilidad suele venir asociada a estrategias que deben alargarse en el tiempo, la presencia en las compañías de inversores tanto a corto como a largo plazo puede resultar muy positiva, pudiendo los primeros presentar propuestas en vista a objetivos rentables más a largo plazo, a cambio del apoyo de los segundos, que podrían adoptar una posición más activa en la sociedad sin que los costes de información que normalmente les aquejan fuesen tan elevados.

En un mercado en el que las sociedades más “verdes” tienen una mejor reputación y son las preferidas por los inversores, los activistas cuentan con diversas herramientas a su disposición para fomentar estos ideales en las empresas en las que se involucran. Así, se puede diferenciar entre mecanismos de voz (por ejemplo, el ejercicio del derecho a voto), salida (la desinversión) o litigación (por la vía de impugnación de acuerdos sociales o de la acción social de responsabilidad) y, aunque todos pueden resultar útiles, en materia de sostenibilidad resultan más convenientes los mecanismos basados en la voz, puesto que favorecen el compromiso a largo plazo de los accionistas, fomentando la consecución de objetivos sostenibles.

Tercera. - En este escenario, de la mano del activista TCI nace el movimiento *Say on Climate*, que impulsa a las sociedades a elaborar un plan de transición climática, presentando un informe anual de su evolución ante la junta general para su aprobación.

El ordenamiento jurídico español prevé distintos instrumentos que los socios, en el ejercicio de sus derechos dentro de la junta, podrían utilizar para llevar a cabo esta iniciativa en sus compañías.

En primer lugar, e introducido por la Directiva 2014/95, encontramos el estado de información no financiera que es un informe que deben realizar determinadas sociedades previstas en la LSC sobre los efectos que la actividad de la entidad tiene en ámbitos como la contaminación, la protección de la biodiversidad, el empleo, los derechos humanos..., y que debe ser aprobado como punto separado del orden del día en la junta general. Pese a las semejanzas que presenta con el *Say on Climate*, no parece ser el instrumento idóneo para alcanzar los objetivos que este persigue, debido a su extensión en la que el cambio climático solo ocupa una parte, lo cual podría no ser suficiente para incluir todo lo que un plan de transición climática abarca. Aun así, el estado podría ser utilizado como punto de partida para su elaboración, sentando las bases para que este pueda alcanzar un mejor resultado.

En segundo lugar, también se podría configurar como una instrucción de la junta en asuntos de gestión, para someter a su autorización el plan o, incluso, para plantear cambios en el mismo. Al tratarse de una competencia legal, no sería necesaria su previsión en los estatutos, y se determinaría en relación con un punto previsto en el orden del día o incluyendo otro específico al respecto mediante el complemento a la convocatoria. La votación daría lugar a un acuerdo vinculante que obligaría a todos los socios, incluidos ausentes y disidentes, y al órgano de administración, el cual tendría un deber de ejecución debiendo ajustar su planteamiento al parecer de la junta.

Y, por último, siguiendo a su predecesor el *Say on Pay*, podría configurarse como un acuerdo consultivo, que, a falta de previsión normativa, se podría incluir en los estatutos sociales mediante su modificación, contemplando una primera votación vinculante para aprobar el plan de transición junto con una votación consultiva anual en la junta general para seguir su progreso, dando lugar a un acuerdo social que, si bien no vincularía a los administradores, y a falta de efectos específicos establecidos por ley, produciría los denominados efectos indirectos o naturales que ponen de manifiesto la confianza o desconfianza de la junta en el órgano de administración, repercutiendo en su reputación, no solo en el ámbito interno de la sociedad, sino también en el externo.

6. Bibliografía

ALFARO ÁGULA-REAL, J.: “Deber fiduciario y exigencias de la buena fe en la conducta del socio mayoritario”, en Almacén de Derecho, 22 de mayo de 2023. Disponible en <https://almacendederecho.org/deber-fiduciario-y-exigencias-de-la-buena-fe-en-la-conducta-del-socio-mayoritario> (fecha de última consulta: 29 de abril de 2024).

- “Los poderes de la junta y las instrucciones a los administradores”, en Almacén de Derecho, 20 de febrero de 2021. Disponible en <https://almacendederecho.org/los-poderes-de-la-junta-y-las-instrucciones-a-los-administradores> (fecha de última consulta: 12 de marzo de 2024).

BAKER, A.C., LARCKER, D.F., TAYAN, B., ZABA, D.: “The evolving battlefronts of shareholder activism”, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Forthcoming, 6 de marzo de 2023. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4380801 (fecha de última consulta: 22 de abril de 2024).

BARBA FAU, S.: “El say on pay como instrumento de gobierno corporativo”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 45, 2015 (consultado en su versión electrónica).

BEBCHUK, L.A., BRAV, A., JIANG, W.: “The long-term effects of hedge fund activism”, *Columbia Law Review*, núm. 115, 2015, pp. 1085-1156.

BEBCHUK, L. y HIRST, S.: “The specter of the giant three”, *Boston University Law Review*, núm. 99, 2019, pp. 721-741.

CAMPUZANO, B. A. y PALOMAR, A.: “El informe de información no financiera: evolución e incidencia en la Ley de Cambio Climático y en el ámbito de la gestión administrativa”, *Revista Aranzadi de Derecho Ambiental*, núm. 49, 2021 (consultado en su versión electrónica).

CHAMORRO DOMÍNGUEZ, C.: “La influencia de los socios en la consecución de la sostenibilidad corporativa (1)”, *LA LEY mercantil*, núm. 97, 2022 (consultado en su versión electrónica).

DEL VAL TALENS, P.: “Los acuerdos consultivos de la Junta general”, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 323, 2022 (consultado en su versión electrónica).

DYCK, A., LINS, K.V., ROTH, L., WAGNER, H.F.: “Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence.”, *Journal of Financial Economics*, núm. 131, 2019, pp. 693-714.

GADINIS, S. y MIAZAD, A.: “Corporate Law and Social Risk”, *Vanderbilt Law Review*, núm. 73, 2020, pp. 1401-1477.

GARCÍA-CRUCES, J.A.: “Artículo 161. Instrucciones de la junta general en asuntos de gestión”, en AA.VV. (GARCÍA-CRUCES, J.A. y SANCHO GARGALLO, I., Dir.): *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*. Tomo III, 1ª ed., Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, pp. 2283-2301.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. Y IGLESIAS PRADA, J.L.: “Lección 21. Los órganos de las sociedades de capital (I). La junta general”, en AA.VV. (MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. y ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. J., Dir.): *Lecciones de Derecho Mercantil*, Vol. I, 20ª ed., Ed. Thomson Reuters, Navarra, 2022 (consultado en su versión electrónica).

GARCÍA MANDALONIZ, M.: “Hacia un gobierno corporativo sostenible con implicación efectiva y sostenible de los accionistas para la mejora del rendimiento financiero y no financiero a largo plazo y con divulgación de la información no financiera”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 54, 2018 (consultado en su versión electrónica).

GONZÁLEZ VÁZQUEZ, J.C.: “Retribución de administradores: algunas consideraciones sobre say on pay y pay ratio rule a la luz de la Directiva (UE) 2017/828”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 58, 2020 (consultado en su versión electrónica).

HERRERO MORANT, R.: *Los inversores institucionales en las sociedades cotizadas españolas: caracterización y activismo accionarial*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2019.

MEGÍAS LOPÉZ, J.: “Gobierno sostenible de las sociedades de capital”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, núm. 26, 2022, pp. 303-319.

- “La creación de valor tolerante: un modelo de compatibilidad jurídica entre interés social y responsabilidad social corporativa”, *Diario La Ley*, núm. 9019, 2017 (consultado en su versión electrónica).

NAVARRO FRÍAS, I.: “El fin en las sociedades de capital. Egoísmo y altruismo, lucro y sostenibilidad. Posibles combinaciones”, *Revista Jurídica de Economía Social y Cooperativa*, núm. 43, 2023, pp. 39-64.

- “Responsabilidad social corporativa, cumplimiento normativo y deberes de los administradores”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 63, 2021 (consultado en su versión electrónica).
- *El contrato entre acreedores*, Ed. TR Aranzadi, Navarra, 2016.

NOVAL PATO, J.: “La sostenibilidad en un contexto de primacía del accionista”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 64, 2022 (consultado en su versión electrónica).

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J.C.: “Propósito de la empresa y «causa societatis»”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 169, 2023 (consultado en su versión electrónica).

PERALES VISCASILLAS, M.P.: “Impacto de la lucha contra el cambio climático en el gobierno corporativo”, *Revista de Derecho del Sistema Financiero*, núm. 5, 2023, pp. 11-66.

- “La integración de la sostenibilidad y el largo plazo en la Ley 5/2021”, en AA.VV. (IZAGUIRRE GÓMEZ, S. y PERALES VISCASILLAS, M.P., Dir.) *Implicación a largo plazo de los accionistas en sociedades cotizadas*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2022, pp. 259-297.

RAMOS MUÑOZ, D., CERRATO GARCÍA, E. y LAMANDINI, M.: “The EU’s ‘Green’ Finance. Can ‘exit’, ‘voice’ and ‘coercion’ be enlisted to aid sustainability goals?”, *European Banking Institute Working Paper*, núm. 90, 2021. Disponible en

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3824792 (fecha de última consulta: 2 de marzo de 2024).

RECALDE CASTELLS, A.: “La inclusión de objetivos públicos en la gestión de las sociedades de capital”, en AA.VV. (BERMEJO GUTIÉRREZ, N. y MARTÍNEZ FLÓREZ, A., Coords.): *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ricardo Alonso Soto*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 2022. Disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4072486 (fecha de última consulta: 20 de abril de 2024).

- “Los intereses colectivos en la gestión de sociedades anónimas: RSC, sostenibilidad y objetivos ESG”, en Almacén de Derecho, 1 de abril de 2022. Disponible en <https://almacenederecho.org/los-intereses-colectivos-en-la-gestion-de-sociedades-anonimas-rsc-sostenibilidad-y-objetivos-esg> (fecha de última consulta: 29 de marzo de 2024).
- “Distribución de competencias en materia de gestión entre los órganos de las sociedades de capital”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, núm. 59, 2019, pp. 623-674.

REMACHA, M.: “Activismo accionarial desde la perspectiva de la responsabilidad social corporativa”, *Cuadernos de la Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa*, núm. 36, 2017, pp. 1-22.

SÁEZ LACAVE, M.: “Activismo accionarial, Hedge Funds y el artículo 161 de la LSC”, *InDret*, núm. 4, 2018, pp. 1-84.

SEQUEIRA MARTÍN, A.: “El desarrollo de la responsabilidad social corporativa versus sostenibilidad, y su relación con el gobierno corporativo en las directivas comunitarias y en el derecho español de sociedades cotizadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 61, 2021 (consultado en su versión electrónica).

SOMEER, F. y TUFFORD, H.: “Say on Climate: Investor Distraction or Climate Action?”, en MSCI, 15 de febrero de 2022. Disponible en <https://www.msci.com/www/blog-posts/say-on-climate-investor/03014705312> (fecha de última consulta: 20 de mayo de 2024).