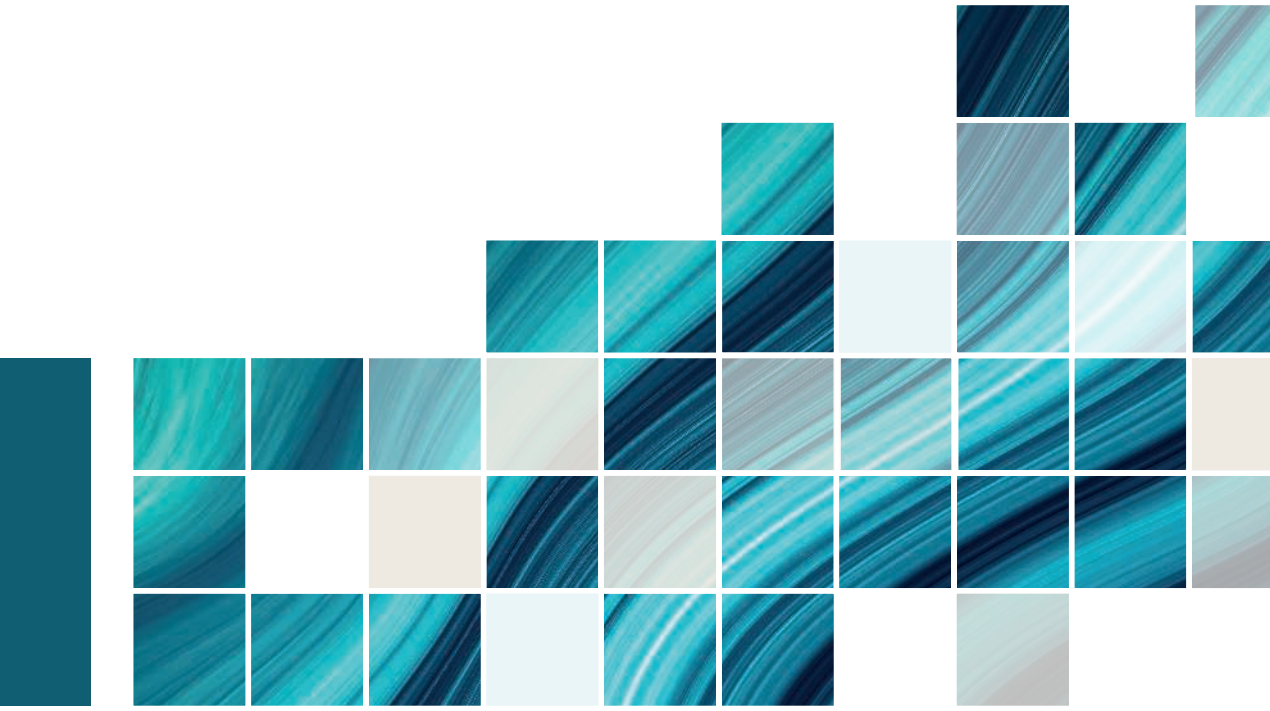
Incluye

Papel + Digital

Creación de valor sostenible en sociedades cotizadas y pymes

Directora

M.ª de la Concepción Chamorro Domínguez



LA LEY

© **De los autores**, 2024
© **LA LEY Soluciones Legales, S.A.U.**

LA LEY Soluciones Legales, S.A.U.
C/ Collado Mediano, 9
28231 Las Rozas (Madrid)
Tel: 91 602 01 82
e-mail: clienteslaley@aranzadilaley.es
https://www.aranzadilaley.es
Primera edición: diciembre 2024
Depósito Legal: M-27683-2024
ISBN versión impresa con complemento electrónico: 978-84-10292-38-3
ISBN versión electrónica: 978-84-10292-39-0

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

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

ÍNDICE SISTEMÁTICO

PRESENTACIÓN..... 21
M.ª. de la Concepción Chamorro Domínguez

I.

LA GOBERNANZA SOCIETARIA EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD (El papel del Consejo de Administración y la Dirección)..... 25
Alberto Alonso Ureba

1. PLANTEAMIENTO 25
2. LA SINGULARIDAD DEL PROCESO NORMATIVO COMUNITARIO: APROBACIÓN DE LA DIRECTIVA CSRD (OBLIGACIÓN DE INFORMACIÓN) PREVIAMENTE A LA DIRECTIVA CSDDD (DILIGENCIA DEBIDA)..... 27
   - 2.1. Contenido y alcance de la CSRD. Sus referencias a la diligencia debida y la gobernanza 27
   - 2.2. Naturaleza y finalidad de la CSRD y su proyección societaria 31
3. LA DIRECTIVA 2024/1760 SOBRE DILIGENCIA DEBIDA (CSDDD). 35
   - 3.1. Contenido y alcance de las normas de conducta establecidas por la CSDDD 35
   - 3.2. Naturaleza y finalidad de las obligaciones de diligencia debida 39
   - 3.3. La proyección de la CSDDD sobre la gobernanza societaria 40
     - 3.3.1. El deber de diligencia de los administradores en el contexto de la CSDDD..... 40
     - 3.3.2. La distribución de roles entre el consejo y la dirección. En particular, la gobernanza de la dirección. 45

II.

MY SEARCH FOR THE SUSTAINABLE CORPORATION … A LOOK INTO THE MIRROR 53
Alan R. Palmiter

1. OTHER STORIES BEGIN ME ON MY SEARCH 54
2. THERE ARE NO ROADMAPS TO TURN TO 54
3. A LAW REVIEW SYMPOSIUM FRAMES MY SEARCH 55
4. A LAW/MANAGEMENT COURSE FORMALIZES MY SEARCH ... 56
5. THE SUSTAINABLE CORPORATION IS A STATE OF MIND! 57
6. ALLEGORIES SERVE TO REVEAL THE SUSTAINABLE CORPORATION 57

   6.1. What is the meaning of life? 58
   6.2. What is the difference between business and commerce? 59
   6.3. What is the purpose of market capitalism? 60
   6.4. Why is classical economics not enough? 62
   6.5. What is my role? 63

7. WHAT DOES «AWAKENED CAPITALISM» LOOK LIKE? 64

III.

INTEGRATING SUSTAINABLE VALUE CREATION IN CORPORATE GOVERNANCE. COMPANY LAW, CORPORATE GOVERNANCE CODES AND THE CONSTITUTION OF THE COMPANY 67
Beate Sjåfjell y Dr Georgina Tsagas

1. INTRODUCTION 68
2. SUSTAINABLE VALUE CREATION AS AN EMERGING CONCEPT 73
3. SECURING SUSTAINABLE VALUE CREATION THROUGH COMPANY LAW REFORM 75

   3.1. Including company law in the regulatory tool box 75
   3.2. Company law reform to provide a level playing field for sustainable value creation 79

4. INTEGRATING SUSTAINABLE VALUE CREATION IN CORPORATE GOVERNANCE CODES 82

   4.1. From shareholders through stakeholders to sustainability? 83
   4.2. The emerging inclusion of sustainable value creation in codes 85

4.3. Integrating sustainability through further revision of Corporate Governance Codes 89

5. THE COMPANY CONSTITUTION AND ITS POTENTIAL TO CREATE SUSTAINABLE VALUE 90

5.1. Setting the tone from the top: sustainable value creation as overarching objective 91
5.2. A model constitution for sustainable value creation 93

6. CONCLUSION 94

IV.

TRANSPARENCY IN SUPPLY CHAINS: SUSTAINABILITY REPORTING AND OBLIGATIONS TO COMMUNICATE WITH STAKEHOLDERS IN GERMANY AND THE EU 97

Anne-Christin Mittwoch

1. REGULATORY OVERVIEW 97
2. TRANSPARENCY UNDER THE GERMAN SUPPLY CHAIN ACT (LKSG) 99

2.1. Reporting obligations under Section 10 para. 2 LkSG 100
2.2. Concretization through the BAFA questionnaire 101

2.2.1. General 101
2.2.2. The BAFA questionnaire 102

2.3. Transparency obligations between legal requirements and official opinion 104

2.3.1. Interaction of questionnaire and LkSG 104
2.3.2. Communication with stakeholders based on the questionnaire 105
2.3.3. Communication with stakeholders based on the LkSG 106

3. TRANSPARENCY UNDER THE CSDDD 107

3.1. Reporting obligations under Art. 16 CSDDD 108

3.1.1. Synchronization with Art. 19a and 29a Accounting Directive 108
3.1.2. Transparency obligations of the CSDDD only 109

3.2. Communication with stakeholders 110

4. TRANSPARENCY UNDER ART. 19A AND 29A OF THE ACCOUNTING DIRECTIVE 112

4.1. NFRD and its transformation 112

4.1.1. Main content and shortcomings 112
4.1.2. Relation to the transparency of supply chain management 115

4.2. The Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) . 115

4.2.1. Major innovations and regulatory technique 115
4.2.2. CSRD and supply chain transparency 117
4.2.3. Communication with stakeholders 119

5. PRACTICAL RECOMMENDATIONS AND OUTLOOK 120

V.

LA INFORMACIÓN CORPORATIVA EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD: UNA VISIÓN CRÍTICA DE LA NORMATIVA RECIENTE 123

María Valmaña Ochaíta

1. INTRODUCCIÓN 123
2. LA SOSTENIBILIDAD COMO CUESTIÓN ECONÓMICA 126
3. ANÁLISIS DE LA DIRECTIVA (UE) 2022/2464, DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 14 DE DICIEMBRE DE 2022, RELATIVA A LA INFORMACIÓN SOBRE SOSTENIBILIDAD (DIRECTIVA *CSRD*) 134

3.1. Justificación y alcance de la Directiva 134
3.2. Principales aportaciones de la Directiva *CSRD* en materia de sostenibilidad 136

3.2.1. Breve referencia a la situación anterior en Derecho español: Ley 11/2018, de 28 de diciembre, mediante la que se traspuso la Directiva 2014/95/UE 136
3.2.2. Novedades introducidas por la Directiva CSRD .. 138

a) Ámbito subjetivo de aplicación 138
b) La importancia de la doble materialidad o importancia relativa 140
c) La comparabilidad de la información sobre sostenibilidad: estandarización y digitalización 143

d) La importancia de los actos delegados: la labor del EFRAG 146

4. REFLEXIONES FINALES SOBRE LA DIRECTIVA *CSRD*, SU DESARROLLO NORMATIVO Y LAS INICIATIVAS EN MARCHA EN EL DERECHO ESPAÑOL 149

VI.

AUDITORIA ESG: EN ESPECIAL, LA VERIFICACIÓN DEL «INFORME DE SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA» 155

M.ª Rosa Tapia Sánchez

1. INTRODUCCIÓN. IMPORTANCIA Y BENEFICIOS DE LA VERIFICACIÓN DE LOS REPORTINGS ESG 155
2. ANTECEDENTES NORMATIVOS: LOS INICIOS DE LA VERIFICACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD CORPORATIVA EN LA DIRECTIVA 2014/95/UE 158
3. LA OBLIGACIÓN DE VERIFICACIÓN DE LA INFORMACIÓN EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD EN LA DIRECTIVA (UE) 2022/2464 (CSRD) 159
4. EL PROCESO DE AUDITORÍA ESG 163

4.1. Auditoría ambiental 168

4.1.1. Criterios específicos de la auditoría ambiental o verificación del ISC 168
4.1.2. El encargo de auditoría de sostenibilidad con «garantía limitada» o con «garantía razonable» de la información 169
4.1.3. El papel de la taxonomía en la verificación de la sostenibilidad 170
4.1.4. El contenido del informe de verificación de información sobre sostenibilidad 171

4.2. Criterios específicos de la auditoría social 173
4.3. Criterios específicos de la auditoría de gobernanza 174

5. LA FIGURA DEL VERIFICADOR DE LA SOSTENIBILIDAD Y SU TIPOLOGÍA 175

5.1. Responsabilidad de los auditores y verificadores independientes en el proceso de verificación 177
5.2. Responsabilidad de los Comités internos de Auditoría 179

6. CONCLUSIONES 180

VII.

***NESSUN DORMA*: EL VERDADERO ÁMBITO DE APLICACIÓN PERSONAL DE LA DIRECTIVA SOBRE DILIGENCIA DEBIDA Y SUS PILARES** 183

Pedro Portellano Díez

1. PROPÓSITO DEL TRABAJO. ESTRUCTURA DE LA EXPOSICIÓN 183
2. PLANTEAMIENTO 184
   - 2.1. Ámbito de aplicación directa 184
   - 2.2. Ámbito de aplicación indirecta 196
3. LOS PILARES DEL ÁMBITO PERSONAL DE APLICACIÓN (Y, SOBRE TODO, DE LOS FINES DE LA DIRECTIVA): ALTERACIÓN DE LA FISONOMÍA NATURAL DE SUJETOS DIRECTAMENTE OBLIGADOS Y DE SUS CONTRATOS CON MIEMBROS DE SU CADENA DE ACTIVIDADES 201
   - 3.1. Vengadores vicarios 202
   - 3.2. Contratos como canal de expansión y defensa de los valores de la Unión 208
4. DILEMA Y CONSECUENCIAS 212
   - 4.1. Opciones 212
   - 4.2. Potenciales efectos de la decisión 217
5. BIBLIOGRAFÍA 226

VIII.

FINANCIACIÓN SOSTENIBLE PARA LAS PYMES 235

Reyes Palá Laguna

1. INTRODUCCIÓN 235
2. CONCEPTO DE FINANCIACIÓN SOSTENIBLE 243
3. CONSECUENCIAS DE LA APLICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE SOSTENIBILIDAD PARA LAS PYMES 252
   - 3.1. La aplicación directa de la normativa 252

3.2. Las consecuencias indirectas para la pyme de la aplicación de la normativa de sostenibilidad a las entidades de interés público y a las grandes empresas 253

3.2.1. Consecuencias de la inclusión de datos de las pymes por las entidades de interés público y grandes empresas en el informe de sostenibilidad..... 253
3.2.2. Consecuencias de la participación de la pyme en la cadena de actividades de las empresas obligadas por la CSDDD 255

4. EL APOYO FINANCIERO DIRECTO A LAS PYMES PARA LA REALIZACIÓN DE SU ACTIVIDAD EMPRESARIAL DE FORMA MÁS SOSTENIBLE..... 259

4.1. La financiación pública..... 260
4.2. La financiación privada a través de préstamos sostenibles 260

IX.

LA OBLIGACIÓN DE «DEBIDA DILIGENCIA» EN RELACIÓN CON LA SOSTENIBILIDAD: *COMPLIANCE* Y DEBER DE DILIGENCIA 263

Andrés Recalde Castells

1. NATURALEZA DE UNA GESTIÓN DE LAS EMPRESAS ORIENTADA A OBJETIVOS DE SOSTENIBILIDAD 264

1.1. La atención de intereses medioambientales, sociales y de gobierno (ESG) en la gestión como actuación voluntaria y como obligación..... 264
1.2. La sostenibilidad como ejercicio voluntario de facultades de la sociedad 266
1.3. La gestión de una sociedad en función de intereses generales como cumplimiento de obligaciones legales 270

1.3.1. Obligaciones externas de carácter imperativo e internalización de intereses generales 270
1.3.2. La previsión de normas jurídicas vinculantes que regulan acciones voluntarias de la sociedad en relación con la sostenibilidad y con los objetivos ESG..... 271

2. LAS OBLIGACIONES LEGALES RELATIVAS A UNA GESTIÓN SOSTENIBLE DE LA EMPRESA: LA DIRECTIVA DE «DEBIDA DILIGENCIA» EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD..... 272

2.1. La aparición de guías y estrictas obligaciones legales aplicables a una gestión de las empresas atendiendo a intereses colectivos 272
2.2. La Directiva sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad 273

2.2.1. Orígenes y objetivos de la obligación de «diligencia debida» de las empresas en materia de sostenibilidad 273
2.2.2. La «diligencia debida» como obligación procedimental su diferencia con la obligación de actuar con diligencia en el cumplimiento 275
2.2.3. La due diligence es una obligación de medios, pero obliga a realizar cada una de las etapas del proceso 277
2.2.4. Las etapas o actuaciones en las que se concreta el proceso de «diligencia debida» 279
2.2.5. Las medidas o remedios en caso de incumplimiento por la sociedad de sus obligaciones y, en particular, de las relativas a la «diligencia debida» 285

A) Supervisión pública y sanciones administrativas 285
B) Responsabilidad civil de las empresas por los daños causados 286

3. RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES CUANDO LA EMPRESA INCUMPLE SUS OBLIGACIONES 288

3.1. El deber de legalidad de los administradores: contenido y efectos 288
3.2. El establecimiento en la sociedad de una dirección y controles adecuados 293
3.3. La inserción de los riesgos vinculados a la sostenibilidad en la organización corporativa 295

3.3.1. Cumplimiento de los objetivos de la CSDDD a través del proceso de «diligencia debida» 295
3.3.2. Asignación de competencias respecto de cada hito de la «diligencia debida» 296
3.3.3. Los efectos del cumplimiento y del incumplimiento de las obligaciones previstas en la Directiva en relación con la «debida diligencia» 298

4. CONCLUSIÓN 299

X.

LA DILIGENCIA DEBIDA EN EL MARCO DE UN GRUPO DE EMPRESAS A TENOR DE LA DIRECTIVA 2024/1760 Y SU TRANSPOSICIÓN AL DERECHO ESPAÑOL 303

Antonio Roncero Sánchez

1. PLANTEAMIENTO 303
2. CONCEPTO DE GRUPO EN LA DIRECTIVA SOBRE DILIGENCIA DEBIDA DE LAS EMPRESAS EN MATERIA DE SOSTENIBILIDAD 305
3. DEBERES DE ACTUACIÓN PARA EL CUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES DE DILIGENCIA DEBIDA EN CASO DE GRUPO DE EMPRESAS..... 312
4. RESPONSABILIDAD DE LA EMPRESA MATRIZ Y DE LAS FILIALES POR EL INCUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES DE DILIGENCIA DEBIDA..... 320
5. BIBLIOGRAFÍA 327

XI.

LA INSERCIÓN DE CUOTAS MÍNIMAS EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN: IMPLICACIONES DE LA DIRECTIVA *WOMEN ON BOARDS* 331

Adoración Pérez Troya

1. INTRODUCCIÓN: EL PROBLEMA DEL DESEQUILIBRIO DE GÉNERO EN EL PODER DE DECISIÓN EMPRESARIAL..... 332
   - 1.1. La persistencia del problema. La Directiva como herramienta estratégica 332
   - 1.2. El acelerador normativo. Cambio de modelo para España 335
2. EL ALCANCE DE LA CUOTA MÍNIMA 340
   - 2.1. La configuración de una «cuota» con arreglo a la Directiva 340
   - 2.2. El ámbito subjetivo: las empresas sujetas a la cuota 342
   - 2.3. Ámbito orgánico de la cuota: los consejos de administración 347
   - 2.4. Objetivos cuantitativos mínimos: la concreción del principio de presencia equilibrada..... 350
   - 2.5. El carácter procedimental de la cuota. Las sanciones en caso de incumplimiento..... 354

3. MEDIDAS CONEXAS Y OTROS ASPECTOS DEL NUEVO MODELO 359

3.1. La presencia equilibrada en los puestos de alta dirección 359
3.2. Obligaciones informativas y organismos de control 361
3.3. Calendario de implementación de las nuevas medidas 365

4. CONSIDERACIÓN FINAL. LA NECESIDAD DE SEGUIR AVANZANDO 367
5. BIBLIOGRAFÍA 369

XII.

EL PROCEDIMIENTO DE SELECCIÓN DE CONSEJEROS DE SOCIEDADES COTIZADAS PREVISTO EN LA LEY ORGÁNICA DE PARIDAD 373

María Ángeles Alcalá Díaz

1. INTRODUCCIÓN 373
2. ANTECEDENTES NORMATIVOS Y OBJETIVOS DEL PROCEDIMIENTO DE SELECCIÓN DE CONSEJEROS 376
3. PROCEDIMIENTO DE SELECCIÓN DE CONSEJEROS EN SOCIEDADES COTIZADAS 378

3.1. Régimen legal 378
3.2. Impacto de la Ley de Paridad en la normativa interna relativa al procedimiento de designación y nombramiento de consejeros 385
3.3. Ámbito objetivo de aplicación: problemas interpretativos e incoherencias prácticas. 389
3.4. Proceso de selección de consejeros. Apreciación comparativa de competencias y capacidades de los candidatos y preferencia del sexo menos representado 391

3.4.1. La irrelevancia de un derecho de preferencia del sexo menos representado 391
3.4.2. Comparabilidad de los méritos y capacidad de los candidatos-as. Inadecuación del proceso..... 393

3.5. Breve referencia a las consecuencias del incumplimiento del procedimiento de selección de consejeros 397

4. BIBLIOGRAFÍA 399

XIII.

TO B OR NOT TO B, THAT IS THE QUESTION 401

A FEW UNSOLICITED REMARKS FOR THE SPANISH LAWMAKER (BUT NOT ONLY) REGARDING THE ESTABLISHMENT OF THE SOCIEDADES DE BENEFICIO E INTERÉS COMÚN AS A LABEL 401

Alessio Bartolacelli

1. INTRODUCTION 402
2. A COUPLE OF CONCEPTS: FORMS V. LABELS, AND THE CURRENT POSITION OF SPANISH LAW 403
3. BENEFIT COMPANIES: WHAT ARE THEY AND WHY DO THEY EXIST? 405
4. A FEW POINTS OF SPECIFIC INTEREST ON THE LAW OF BENEFIT COMPANIES IN ITALY AND FRANCE 410

4.1. Legal definition 410

4.1.1. In Italy 410
4.1.2. In France 413

4.2. The benefit purpose and the entity's economic activity 416

4.2.1. In Italy 418
4.2.2. In France 419

4.3. The enactment and the monitoring of the benefit purpose 420

4.3.1. In Italy 420
4.3.2. In France 424

4.4. The penalties for non-compliance 426

4.4.1. In Italy 426
4.4.2. In France 428

4.5. The interaction between benefit and non-benefit companies 431

4.5.1. In Italy 431
4.5.2. In France 433

5. WHAT ABOUT A SIMPLE CERTIFICATION? 434
6. THE CURRENT SPANISH REGULATION: OPEN ISSUES AND PERSPECTIVES 442

6.1. The legal framework 442

6.2. The private guidelines 446

6.2.1. The Código de buenas práticas para las sociedades de beneficio e interés común 446

A) The clarification of the concept of public benefit and interest purpose 448
B) The general stakeholders and the direct beneficiaries 450
C) The impact on the entity's governance 450
D) Assessment and reporting 452

6.2.2. The Guía orientativa de las especialidades de los estatutos sociales de una sociedad de capital de beneficio e interés común 454

6.3. A brief assessment of the Spanish situation and its perspectives 460

7. FINAL REMARKS 463

XIV.

LA CONSIDERACIÓN DE FINES SOCIALES Y MEDIOAMBIENTALES EN LAS SOCIEDADES DE CAPITAL: EL RECONOCIMIENTO DE LAS SOCIEDADES DE BENEFICIO EN DERECHO ESPAÑOL 465

María de la Concepción Chamorro Domínguez

1. CONTEXTO GENERAL: EL SURGIMIENTO DE LAS SOCIEDADES DE BENEFICIO EN EL MARCO DEL DEBATE EN TORNO AL PROPÓSITO EMPRESARIAL 466
2. LOS MODELOS NORMATIVOS DE SOCIEDADES DE BENEFICIO PRESENTES EN DERECHO COMPARADO 469

2.1. Regulación legal de las sociedades de beneficio 469

2.1.1. El reconocimiento de la Benefit corporation norteamericana como un tipo societario nuevo 469
2.1.2. La calificación de un tipo societario ya existente como sociedad de beneficio 471

2.2. Sociedades certificadas como B Corp. 477
2.3. *Steward Ownership Companies* o sociedades en propiedad responsable 480

3. LA INSERCIÓN DE LA SBIC EN EL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL 483

3.1. Antecedentes y rasgos generales 483
3.2. Cuestión previa: encaje de las sociedades de beneficio en el ordenamiento jurídico español. Sociedades de beneficio y ánimo de lucro 487
3.3. Previsiones estatutarias propias de la SBIC. En particular, la fijación del propósito 492
3.4. Gestión del propósito. Incidencia del contenido del propósito en la gestión societaria 495
3.5. Requisitos de transparencia y verificación 501

4. VALORACIÓN FINAL 505

XV.

LA INCLUSIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD EN LA DECISIÓN DE INVERSIÓN DE LOS GESTORES DE INVERSIONES ALTERNATIVAS .. 509

Enrique Moreno Serrano

1. EL AUGE DE LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS Y LA IMPLANTACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD EN LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL 509
2. EL DEBER DE INTEGRAR LOS RIESGOS DE SOSTENIBILIDAD EN LA GESTIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA TRAS LA ENTRADA EN VIGOR DEL REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2021/1255 517
3. LA INTEGRACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD COMO CARACTERÍSTICA DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA 523

3.1. El crowdfunding como financiación alternativa: modalidades de inversión y régimen jurídico 523
3.2. El crowdfunding de no inversión y su relación con la sostenibilidad 526
3.3. El crowdfunding de inversión sostenible 528
3.4. El incentivo de la calificación como «empresa emergente» 531

XVI.

LA ECONOMÍA CIRCULAR EN EL CONTEXTO DE LA TRANSICIÓN ECOLÓGICA: SU APLICACIÓN EN LAS EMPRESAS 535

Antonio Serrano Acitores

1. INTRODUCCIÓN: TIEMPOS DE CAMBIO, TIEMPOS DE TRANSICIONES 535
2. LA TRANSICIÓN DE PODER 537

2.1. Estados Unidos vs. China: una rivalidad definitoria del siglo XXI 538
2.2. El declive de Europa en el nuevo orden mundial 540

3. LA TRANSICIÓN DE UNA ECONOMÍA ANALÓGICA A UNA ECONOMÍA DIGITAL 543

3.1. De la escasez a la abundancia 544
3.2. Características de la economía digital 546
3.3. Retos y desafíos de la economía digital 548

4. LA TRANSICIÓN ECOLÓGICA 550

4.1. Concepto y características 550
4.2. La transición energética: hacia una economía descarbonizada 551
4.3. La transición de una economía lineal a una economía circular 553

5. ENTENDIENDO LA ECONOMÍA CIRCULAR 554

5.1. Origen y antecedentes históricos 554
5.2. Concepto y características 555
5.3. Su relación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU 558

6. EL IMPACTO DE LA ECONOMÍA CIRCULAR EN LAS EMPRESAS 560

6.1. De la responsabilidad social corporativa a los criterios ESG . 560
6.2. La aplicación de la economía circular en las empresas para el ahorro de recursos y mejora de la sostenibilidad 562

7. A MODO DE CONCLUSIÓN 563
8. BIBLIOGRAFÍA 564

3.3. Previsiones estatutarias propias de la SBIC. En particular, la fijación del propósito

La definición del propósito de la SBIC es un elemento crucial en la creación de la sociedad, ya que establece de manera precisa y detallada la meta social o medioambiental de la misma, influyendo y condicionando el desempeño y la gestión de la sociedad(57). Es importante considerar cómo se alinea la previsión del propósito empresarial con el fin y el objeto social, conceptos que están estrechamente relacionados; el objeto social se refiere a la actividad o actividades específicas que la sociedad va a realizar para conseguir su fin primordial, mientras que el fin social se refiere a la razón de ser de la sociedad. Si el propósito establecido por la sociedad de capital se considera el fin social, ello remitiría a la causa del contrato, por lo que sería necesario que dicha previsión cuente con el acuerdo unánime de los socios. A su vez, cualquier cambio en el fin social solo podría realizarse con el consentimiento de todos los socios, lo cual sería de enorme complejidad y casi inviable en las sociedades abiertas, aunque podría tener sentido en las sociedades cerradas y/o familiares(58). Por el contrario, si se opta por insertar el propósito en el objeto social, como ocurre, entre otros, en los ordenamientos italiano y francés, sería posible proceder a una sustitución o modificación esencial del objeto adoptada por mayoría y concediendo al socio que vote en contra el derecho a separarse *ex art*. 346.1.a LSC. A su vez, la definición del propósito empresarial por parte de los socios en el objeto social dota de seguridad jurídica a la actuación de los administradores. Estas razones parecen aconsejar la inclusión del propósito empresarial en el objeto social dentro de los estatutos sociales, sin perjuicio de que debe reconocerse que atendiendo a su significado el propósito será el motivo y fin por el cual la sociedad de beneficio se constituye. En Derecho español aún deberá esperarse al desarrollo reglamentario para poder valorar la opción que siga el legislador. De momento, tanto el Código SB como la Guía SB recomiendan la inclusión en los estatutos sociales de al menos un propósito, que constituye su fin social, el cual debe tener un impacto positivo para el beneficio público o común que se pretende alcanzar a través del desarrollo de la actividad empresarial que constituye su objeto social(59). Si bien, en las recomendaciones relativas a las modificaciones

(57) Destacando la importancia de la delimitación del propósito, véanse los comentarios sobre las reflexiones del Grupo de Trabajo del Libro Blanco SP, de EMBID IRUJO, J., pág. 27, nota al pie 22.

(58) Al respecto y en detalle *vid*. VIERA GONZÁLEZ, J., «El impacto de las Sociedades de Beneficio e Interés Común en la Teoría general del Derecho de sociedades mercantiles», *cit*., pág. 18 a 21, quien considera que en el caso de las sociedades cerradas y/o familiares el propósito empresarial debe incardinarse en el fin social.

(59) *Vid*. Libro Blanco SP, pág. 37; Principio 1, Recomendación 1.1 Código SB, donde se recomienda que, alternativamente, se incluya en la escritura de constitución de la SBIC

estatutarias de la SBIC, parecería que tanto el Código como la Guía SB se apartan de esta concepción(60). En cualquier caso, la redacción del propósito debe ser concreta y detallada, y en ningún caso abierta, vaga o indeterminada. De lo contrario, la efectividad de la sociedad de beneficio decae drásticamente. Las *benefit corporations* norteamericanas han sido objeto de crítica dado que suelen contemplar propósitos tan imprecisos que no resulta factible medir o verificar su cumplimiento o exigirlo(61). Lo mismo ocurre en muchos de los ordenamientos jurídicos referidos anteriormente(62). El Código SB menciona ejemplificativamente propósitos tales como la contribución a la igualdad de las personas y colectivos; el acceso a oportunidades económicas o de otro tipo a personas físicas o jurídicas o comunidades vulnerables, más allá de la creación de empleo ordinaria de la actividad; la protección cualificada del medioambiente; la mejora de alguna necesidad social concreta, singular o colectiva, relacionada con la salud, la educación, la cultura, la vivienda, o la seguridad, entre otros(63). Ello sin perjuicio de otros fines que puedan concebirse. La delimitación del propósito implica además señalar en los estatutos los grupos de interés relevantes en la toma de decisiones, específicamente los beneficiarios directos del propósito(64). Entendemos que resulta del todo esencial alcanzar el mayor grado de concreción posible en cada uno de estos elementos, de cara a poder medir los resultados obtenidos.

Por otra parte, y como elemento que contribuya a esclarecer el propósito, se recomienda incorporar al comienzo de los estatutos, un ideario, preámbulo o apartado introductorio. Este preámbulo debería explicar por qué se ha elegido el propósito concreto, qué pretende alcanzarse y cuál es la relevancia social o medioambiental del fin elegido(65). Además, se considera que en este preámbulo la SBIC deberá explicar la relación entre la actividad empresarial u objeto social y el propósito de beneficio común o fin social. A este respecto se precisa que la SBIC podrá tener por objeto social cualquier actividad que le permita obtener recursos para desarrollar y alcanzar el propósito filantrópico, indicándose además que dicho objeto debería ser apto para alcanzar el fin social lucrativo y el propósito de beneficio común(66).

---

o transformación en esta modalidad de sociedad. La Guía SB también recomienda esta opción en su pág. 7.

(60) *Vid. infra,* en este mismo apartado, lo expuesto sobre lo recomendado respecto de modificaciones estatutarias que afecten al propósito.

(61) FISCH, J. y DAVIDOFF SOLOMON, S., «The «Value» of a Public Benefit Corporation», *cit.* pág. 10 y ss, pág. 14.

(62) *Vid. supra* apartado 2.1.2.

(63) Comentario al Principio 2 Código SB, Guía SB, pág. 7.

(64) Recomendación 2.1 Código SB, Guía SB, pág. 7.

(65) Principio 1 Código SB, Guía SB, pág. 7.

(66) Comentario al Principio 2 Código SB, Guía SB, pág. 7.

La sociedad de capital que opte por ser una SBIC incorporará esta condición en su denominación social, existiendo una reserva legal de denominación(67). Con el objeto de proteger los fines delimitados inicialmente, el Código y la Guía SB, alejándose de la concepción del propósito empresarial como fin social, recomiendan establecer estatutariamente que la modificación de las cláusulas estatuarias referidas al propósito de beneficio común o a los beneficiarios directos del propósito requiera una mayoría reforzada de dos tercios del total de votos correspondientes a las acciones o participaciones en que se divida el capital social, así como que se prevea una causa de separación de personas socias por eliminación, sustitución o modificación sustancial del propósito de beneficio común, que se regirá por lo dispuesto para los supuestos de sustitución o modificación sustancial del objeto social(68). Además, en el caso de modificación de los estatutos que implique alterar o eliminar la condición de SBIC, se recomienda que los estatutos establezcan una mayoría y *quorum* equivalente, al menos, a la exigible para la adopción de cualquier modificación estructural de la sociedad, sin llegar a la unanimidad(69).

Con el objeto de proteger el propósito fijado, las SBIC pueden incluir una cláusula conforme a la cual la transmisión de las acciones quede sometida a autorización de la junta general, de modo que si el órgano decisor estima que la transmisión pone en peligro grave alcanzar el propósito fijado, podrá denegarla. Para estos supuestos se puede establecer la mayoría y quorum generales o establecer mayorías y/o quórums reforzados en estatutos. Lo mismo se aplicará en el caso de la sociedad comanditaria por acciones de beneficio e interés común o, correspondientemente, en el caso de la transmisión de participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada de beneficio e interés común, considerándose también lo dispuesto por el art. 107 LSC sobre la transmisión voluntaria de participaciones por actos *inter vivos*(70).

En el supuesto de liquidación de la SBIC, aunque se aplicará la normativa general para estos casos, se recomienda destinar los bienes expresamente afectos al propósito, a la realización de fines análogos, siempre que estos existan y así se haya previsto en los estatutos sociales. La cuota de liquidación de los socios se calculará por experto independiente designado por el Registrador Mercantil del domicilio social de la SBIC, atendiendo a lo establecido estatutariamente para estos casos(71).

(67) Principio 3 Código SB. Se propone la denominación ««…, Sociedad de Beneficio e Interés Común SA/SRL/Comanditaria por acciones». Alternativamente se puede añadir a la denominación social, fuera de ella, entre paréntesis, lo siguiente: «…, SA/SRL/Comanditaria por acciones (Sociedad de Beneficio e Interés Común)». *Vid*. también Guía SB, pág. 6.

(68) Recomendación 2.2. y 2.3 Código SB; art. 346 LSC.

(69) Guía SB, pág. 10.

(70) Guía SB, pág. 9.

(71) Guía SB, pág. 15.

Finalmente, se recomienda incluir una cláusula de cierre o cláusula interpretativa, cuya finalidad es garantizar que la interpretación de los estatutos se realice persiguiendo garantizar, tutelar y amparar el propósito de la sociedad, el cual deberá siempre prevalecer(72).

Cabe esperar que con carácter previo al acceso a la inscripción de la SBIC en el Registro Mercantil, se efectúe el control correspondiente para asegurar el cumplimiento de los requisitos que finalmente establezca el legislador español respecto de esta modalidad de sociedad, tal como se prevé en diversos ordenamientos jurídicos, como por ejemplo en el Reino Unido, donde existe un organismo específico (*Community Interest Companies Regulator*) que se encarga de garantizar, con carácter previo a la inscripción, que la CIC cumple con su misión social y con las exigencias para ser una sociedad de estas características.

3.4. Gestión del propósito. Incidencia del contenido del propósito en la gestión societaria

La influencia de la existencia de fines sociales o medioambientales recogidos en el objeto social, sobre los deberes de los administradores, es un aspecto al que prestan atención la mayoría de las regulaciones jurídicas de sociedades de beneficio, aunque también es cierto que nos encontramos en una fase de transición en la que diversos ordenamientos jurídicos prevén con carácter general y no solo en el supuesto de las sociedades de beneficio, esta ampliación del deber de los administradores a la consideración de otros intereses. En los Estados norteamericanos que regulan las *Benefit corporations* se contempla específicamente que los administradores tendrán una mayor protección de la discrecionalidad empresarial al ejercer sus deberes. Es decir, las normas combinan y tratan de lograr un balance entre la maximización del valor del accionista y la responsabilidad social corporativa(73). Se afirma en este sentido que las regulaciones sobre *Benefit corporations* liberan a los administradores del mandato de la doctrina jurisprudencial derivada de *Dodge v. Ford*, conforme a la cual una sociedad se organiza y gestiona principalmente buscando alcanzar el beneficio de los accionistas(74). Específicamente se exige que los administradores persigan

(72) Guía SB, pág. 15.

(73) *Vid*. § 362 (a) y específicamente § 365 DGCL, § 14620 (b) Cal. Corp. C.

(74) *Vid*. HORTON, B., «Rising to their full potential: how a uniform disclosure regime will empower benefit corporations», *cit*., pág.106. El caso Dodge v. Ford Motor Co. (1919) es uno de los precedentes más citados en la jurisprudencia sobre las obligaciones fiduciarias de los administradores sociales hacia los accionistas. Los accionistas de la Ford Motor Company, los hermanos Dodge, demandaron a Henry Ford porque Ford decidió reinvertir las ganancias de la sociedad en lugar de distribuir dividendos adicionales a los accionistas. Ford argumentó que su objetivo era beneficiar a los empleados y al público en general,

un impacto positivo en la sociedad y el medio ambiente, tomados en su conjunto, y que consideren los intereses de las partes interesadas además de los intereses de los socios en general(75). Se incluyen en el listado de partes interesadas a los empleados de la sociedad y sus filiales, proveedores, consumidores, la comunidad donde se encuentre la sociedad y sus filiales, el medio ambiente local y global, y el propósito específico asumido voluntariamente(76). Se subraya que esta no es una lista exhaustiva, sino que deben considerarse también otras partes que no se nombren, pero que se vean afectadas por la actividad de la sociedad. Ello sin duda puede constituir un reto para el ejercicio del cargo de administrador, aunque se aclara que de lo que se trata es que el administrador adopte su decisión y ésta pueda considerarse racionalmente coherente con su deber de actuar de manera responsable y sostenible, incluso si es adversa a los intereses de los socios o partes interesadas(77). Aunque no es preceptivo, la sociedad puede optar por asignar la supervisión de la responsabilidad y la sostenibilidad a un comité del consejo. Estas normas se completan con previsiones que permiten exigir responsabilidad a los administradores, aunque las mismas no constituyen acciones ordinarias, sino que tienen especialidades; las disposiciones de la sección 17.04(c) MBCL dejan claro que las obligaciones de los administradores sólo pueden ser exigidas por la sociedad misma o por los socios en un procedimiento iniciado en virtud de la sección 17.06 MBCA (*Rights of action*). En el caso de California se contempla con carácter específico el procedimiento para entablar una acción frente a una sociedad de beneficio

produciendo coches más baratos y generando empleo, en lugar de centrarse exclusivamente en los beneficios para los accionistas. La Corte Suprema de Michigan falló a favor de los hermanos Dodge, dictaminando que el deber principal de una sociedad es maximizar los beneficios para los accionistas, afirmando que una sociedad mercantil se organiza y lleva a cabo principalmente para obtener ganancias para los socios, debiéndose emplear los poderes de los administradores para ese fin. La discrecionalidad de los administradores debe ejercerse para elegir los medios adecuados para alcanzar ese fin, pero no se extiende a realizar un cambio en el fin mismo, a reducir los beneficios, ni a acordar la no distribución de beneficios entre los socios para destinarlos a otros propósitos (la frase completa y original afirmaba: «*a business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes»)*. En la actualidad, la aplicabilidad de la doctrina ha sido matizada, aceptándose que las sociedades tengan una misión más allá de la maximización de los beneficios. Ofreciendo una interpretación actual de la doctrina *vid*. ROE, M., «Dodge v. Ford: What Happened and Why?», *European Corporate Governance Institute* — Law Working Paper No. 619/2021, accesible en SSRN: https://ssrn.com/abstract=3943559 o http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3943559.

(75) § 17.04 MBCL.

(76) § 17.04 (b) MBCL, § 365 (a) DGCL, § 14620 (b) Cal. Corp. C.

(77) Comentario oficial al § 17.04 MBCL.

(*benefit enforcement proceeding*), estando reservada la legitimación activa a la propia sociedad, los socios, administradores, una persona o grupo de personas con al menos el 5% del capital de la entidad matriz de la *Benefit corporation*, u otras personas especificadas en los estatutos sociales(78). En Delaware se limita la legitimación para ejercer la acción para hacer cumplir el requisito de equilibrio del § 365(a) DGC a la posesión individual o colectiva de, al menos, el 2% de las acciones en circulación de la sociedad o, en el caso de una sociedad cotizada, el menor de dicho porcentaje o acciones con un valor de mercado de al menos $2,000,000 a la fecha en que se inicia la acción(79). Conforme al § 365(a) DGC, el consejo de administración gestionará o dirigirá los negocios y asuntos de la *Benefit corporation* de manera que equilibre los intereses pecuniarios de los accionistas, los mejores intereses de aquellos que se vean materialmente afectados por la conducta de la sociedad y el fin o fines de beneficio público específicos, identificados en la escritura de constitución.

Por su parte, en los regímenes jurídicos europeos destaca el art. 172.1 de la *Companies Act* inglesa (en adelante, CA), el cual, con carácter general, establece el deber de los administradores de promover el éxito de la sociedad, teniendo en cuenta para ello los intereses de los *stakeholders*(80). A su vez, en la medida en que el propósito de la sociedad incluya propósitos distintos al beneficio de sus socios, el cumplimiento del art. 172.1 CA incluirá el deber de lograr esos propósitos(81). El Derecho italiano establece que la *società benefit* deberá ser gestionada procurándose el equilibrio entre el interés de los socios y la finalidad de beneficio común prevista en los estatutos. La vulneración de este deber puede generar responsabilidad no solo frente a los socios sino frente a cualquier tercero que sufra un daño derivado de la conducta de los administradores(82). El Derecho francés prevé en el art. 1833 del Código Civil francés, con carácter general y en el marco del Derecho común de sociedades, que la sociedad se gestionará conforme a su interés social, teniendo en cuenta los as-

(78) § 14623 Cal. Corp. C.

(79) § 367 DGCL.

(80) Se mencionan, entre otros, los intereses de los empleados, proveedores, clientes, la comunidad y el medio ambiente.

(81) Art. 172.2 CA. De modo similar, el *Código das Sociedades Comerciais* portugués, con carácter general, establece en el art. 64 que los administradores de las sociedades deben ejercitar su cargo cumpliendo con sus deberes, que incluyen el deber de lealtad, conforme al cual considerarán los intereses a largo plazo de los socios y sopesarán los intereses de otros sujetos relevantes para la sostenibilidad de la sociedad, como sus trabajadores, clientes y acreedores. Las sociedades de beneficio no están reguladas en el ordenamiento jurídico portugués, si bien, el régimen de las sociedades de capital permite incorporar fines ambientales y de promoción de medidas de responsabilidad social.

(82) Art. 381, Legge di stabilità 2016, en relación con los arts. 2395 y 2476.6 del Código Civil italiano.

pectos sociales y medioambientales de su actividad. Respecto de las sociedades anónimas, se añade que se considerará además la razón de ser o propósito que en su caso se hubiera establecido en los estatutos en aplicación de los previsto en el art. L225-35.1 del Código Civil. En caso de incumplimiento de este deber, los administradores serán responsables frente a la sociedad y los terceros por una gestión que no respete lo recogido en la ley y los estatutos (incluyendo la posible razón de ser o misión de la sociedad), mediante el ejercicio de una acción de responsabilidad civil extracontractual. Sin embargo, esta previsión tiene un alcance limitado en la práctica, al menos respecto de las *razones de ser* o propósitos de las sociedades, dado que aunque muchas de las grandes sociedades han incorporado este tipo de previsiones, la mayoría son tan inespecíficas que carecen de carácter vinculante, convirtiéndose en la mera enunciación de principios difusos y con escasas consecuencias jurídicas(83).

Como se advierte, la inclusión de los objetivos sociales o medioambientales en los estatutos sociales de una SBIC, abre paso a la modulación legal y expresa del ánimo lucrativo de la sociedad, dando lugar a un propósito híbrido en el que se asume un compromiso de considerar distintos grupos de interés relacionados directa o indirectamente con la actividad empresarial, contemplando incluso intereses generales como los sociales o medioambientales. En este sentido, el propósito que se recoja en los estatutos de una SBIC no alterará las reglas del gobierno corporativo, sino que explícitamente permitirá que se gestione la sociedad de acuerdo a un interés social más amplio, lo cual también sería factible sin la regulación de la sociedad de beneficio, si la sociedad en cuestión así lo recoge en sus estatutos. Más allá, con carácter general, debe tenerse en cuenta que tanto el *soft law* como diversas normas jurídicas, legitiman las actuaciones de los administradores atendiendo a objetivos o intereses distintos a la obtención de ganancias económicas por los socios(84). En el caso de la SBIC, los ad-

(83) *Vid*. PIETRANCOSTA, A., «Codification in Company Law of General CSR Requirements: Pioneering Recent French Reforms and EU Perspectives», *cit*.

(84) En el ámbito de las sociedades de capital, los primeros impulsos a la sostenibilidad se producen desde el marco de las recomendaciones de buen gobierno corporativo. El Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas aprobado en 2015 (CBG), a diferencia de sus antecesores, entiende el interés social como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva la continuidad y la maximización del valor económico de la empresa. En conexión con ello, se recomienda que el consejo de administración de las sociedades cotizadas procure conciliar el propio interés social con, según corresponda, los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como que valore el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente (Principio 9 y Recomendación 12 CBG). En la misma línea, la versión revisada en 2020 reitera esta concepción del interés social (Principio 24, Recomendación 12 CBG de 2020. Véanse también las recomendaciones 53, 54 y 55) y a lo largo de diversas reco-

ministradores deben ejercer el cargo y gestionar la sociedad cumpliendo sus deberes, pero teniendo en cuenta que el interés de la empresa vendrá ampliado al fin altruista determinado en los estatutos, en la descripción del propósito. En particular, el alcance del deber de diligencia *ex* art. 225 LSC vendrá delimitado en el caso de una sociedad de beneficio, por el propósito estatutario plural. La observación de la práctica muestra que muchas sociedades de capital desarrollan actividades de índole social y medioambiental que no tienen apoyo en los estatutos sociales sino en políticas corporativas de sostenibilidad, compromisos con los ODS o con fines sociales, que están generalmente redactadas de manera muy general y vaga, resultando poco vinculantes para los gestores de la sociedad. En estos casos, no puede considerarse que dichas metas o principios de sostenibilidad pasen a integrar realmente los deberes de los administradores, pues son meras declaraciones que no se traducen en una obligación concreta de desarrollar una conducta en un sentido determinado[85]. Por el contrario, en

mendaciones y principios se sustituye el término «responsabilidad social corporativa» por el más amplio y actual de «sostenibilidad». Se parte de la concepción según la cual la sociedad promoverá una política adecuada de sostenibilidad en materias medioambientales y sociales, como facultad indelegable del consejo de administración, ofreciendo de forma transparente información suficiente sobre su desarrollo, aplicación y resultados (Principio 24 y Recomendación 55 CBG 2020, en relación con el art. 529 ter 1.a LSC). A este respecto se precisa que la apertura y sensibilidad hacia el entorno, el sentido de comunidad, la capacidad innovadora y la consideración de la sostenibilidad y el largo plazo se añaden a la imprescindible creación de valor como fundamentos de la actividad empresarial, siendo recomendable que las empresas analicen cómo impacta su actividad en la sociedad y cómo ésta impacta, a su vez, en la empresa. De esta manera, utilizando como referencia la cadena de valor, la sociedad puede identificar cuestiones sociales que permitan la creación de valor compartido. Sobre esta base se considera conveniente desarrollar el contenido mínimo recomendado de la política de responsabilidad social o sostenibilidad en materias medioambientales y sociales, cuya aprobación corresponde al consejo de administración, y de plasmar el principio de mantener una comunicación transparente basada en la necesidad de informar tanto sobre los aspectos financieros como sobre los aspectos no financieros de negocio. En el plano del Derecho positivo cabe destacar, entre otras, las modificaciones realizadas por la Ley 11/2018, de 28 de diciembre, en materia de información no financiera y diversidad; Ley 7/2021 de Cambio Climático y Transición Energética; Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la LSC, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas; y la Ley Orgánica 2/2024, de 1 de agosto, de representación paritaria y presencia equilibrada de mujeres y hombres.

(85) *Vid*. RECALDE CASTELLS, A., «La inclusión de objetivos públicos en la gestión de las sociedades de capital», *cit*., pág. 13. *Vid*. también, sobre el deber de diligencia y los principios ESG, PEINADO GRACIA, J., «La sostenibilidad y el deber de diligencia de los administradores: una primera reflexión sobre la sostenibilidad de la sociedad mercantil y la responsabilidad por falta de diligencia de los administradores», *Revista de Derecho Mercantil*, 311, 2019; VÁZQUEZ ALBERT, D., «Sostenibilidad y deber de diligencia de empresas y administradores: de soft law a hard law», en *De Iure Mercatus. Libro home-*

el caso de una SBIC, los fines benéficos se definen (o deberían definirse) concretamente en los estatutos, afectando directamente a los deberes de los administradores y orientando de modo integral la gestión. Si el fin social o medioambiental viene concretamente definido, existirá una repercusión en el contenido de los deberes de los administradores sociales, dado que los gestores de la sociedad deben cumplir lo establecido en las leyes y los estatutos (art. 225.1 LSC), y observar las instrucciones de la junta general (art. 161 LSC). Sin embargo, si los fines sociales o medioambientales no se concretan, se puede ampliar la discrecionalidad de los administradores y se añade complejidad a la gestión, surgiendo dudas en cuanto a qué interés debe prevalecer en una determinada decisión o cómo atender los intereses difusos recogidos en el propósito, razón por la cual resulta esencial que el fin perseguido por la SBIC se defina del modo más concreto posible, de cara a poder ser gestionado y medido. Esta mayor discrecionalidad de los administradores puede ser un punto de crítica, en especial si los fines se formulan de forma ambigua, imprecisa o difusa, dado que en estos casos los administradores podrían adquirir una cierta inmunidad y podrían adoptar decisiones contrarias al interés social. Por otra parte, exigir responsabilidad por daños derivados de un inadecuado equilibrio de los intereses en la gestión social puede ser muy difícil de probar, lo cual, si se une a la regla de la protección de la discrecionalidad empresarial, provocará que la probabilidad de éxito de una acción de responsabilidad contra los administradores en estos casos sea reducida. Esta consideración subraya la necesidad de contar con una previsión legal en el desarrollo reglamentario de la SBIC que exija la redacción de un propósito empresarial de modo claro y concreto. Sobre esta base, la actuación de los administradores de una SBIC se juzgará conforme a la protección de la discrecionalidad empresarial, considerándose cumplido el estándar de diligencia de un ordenado empresario cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente que le permita ponderar los distintos intereses en juegos y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado (art. 226 LSC). El régimen jurídico de responsabilidad de los administradores previsto en los arts. 236 y siguientes de la LSC se aplicará correspondientemente, recordando que los deberes de los administradores son obligaciones de medios y no de resultado, por lo que se trata de procurar un equilibrio entre los diferentes intereses afectados. Claridad habría en supuestos innegables de incumplimiento grave del propósito estatutario, desatención grave de los fines benéficos o actos frontalmente contrarios a lo recogido en la descripción del propósito, en sede de estatutos.

---

naje al Prof. Dr. Dr. h. c. Alberto Bercovitz Rodriguez Cano, 2023, págs. 2721 y ss: VIERA GONZÁLEZ, J., «El deber de diligencia de los administradores como forma de aplicación de los principios del desarrollo sostenible», en *Derecho de sociedades y sostenibilidad*, 2023, pág. 213 y ss; DE VIVERO PORRAS, C., «Los objetivos ESG y su impacto en el deber de diligencia de los administradores», *Revista de Derecho de Sociedades*, 70, 2024.

En el Código SB y en la Guía SB se propone que el órgano de administración de la SBIC cree una comisión para el propósito o un cargo unipersonal que supervise la gestión del propósito corporativo y asuma la evaluación y la publicación transparente de resultados(86). Las funciones de esta comisión o cargo incluirían la supervisión y validación del diseño e implementación del sistema de evaluación del avance hacia la consecución del propósito; fijando objetivos concretos (anuales y a medio plazo) y precisando los indicadores que serán utilizados para la medición (anual) del desempeño. Otra función sería la validación de los objetivos concretos que deben perseguirse; la supervisión o control del avance logrado y la elaboración y aprobación del Informe Anual sobre el Desarrollo del Propósito, con carácter previo a su formulación por el órgano de administración y posterior aprobación por la junta general. El seguimiento aplicará la teoría del cambio, esto es, se definirá la cadena causal que conecta la actividad empresarial con la modificación concreta que el propósito persigue, debiendo medirse, al menos, las actividades, productos, el impacto y el desempeño responsable(87).

3.5. Requisitos de transparencia y verificación

Una de las piedras angulares en la regulación de la SBIC es la relativa a la necesaria transparencia en el desempeño de la sociedad para alcanzar los objetivos benéficos fijados. Aprovechar las posibles ventajas reputacionales de ser una SBIC debe ir acompañado del sometimiento a especiales requisitos de transparencia y rendición de cuentas, en tanto que, no mostrar un desempeño verificado y comprobable del propósito loable, implicaría obtener una ventaja injusta en el mercado. Una conducta de este tipo por parte de la sociedad podría incluso provocar un falseamiento significativo de la competencia.

Los mecanismos de publicidad fiable tendrán como finalidad mostrar periódicamente y de modo transparente, el desempeño en la promoción de los fines benéficos fijados por la sociedad en cuestión. A la SBIC, en tanto sociedad de capital, se le aplicarán las normas sobre el cierre de cuentas anuales, siendo además necesario que los administradores detallen en la memoria las circunstancias relativas al cumplimiento del propósito y a su desempeño responsable(88). Este aspecto deberá ser abordado mediante el desarrollo reglamentario de las SBIC, ya que es fundamental establecer requisitos de transparencia uniformes en cuanto a forma, plazos y contenido. Estas exigencias no deben quedar a discreción de cada sociedad, sino que deben aplicarse de manera general

(86) Principio 4 Código SB; Guía SB, pág. 13.
(87) Principio 6 Código SB.
(88) Guía SB, pág. 12.

a todas las SBIC, con posibles adaptaciones según su tamaño. De este modo, se garantizará que los interesados puedan acceder a información comparable entre las distintas sociedades de beneficio(89).

En conexión con lo anterior y siguiendo la línea de la generalidad de los ordenamientos jurídicos que contemplan una regulación sobre sociedades de beneficio, se recomienda realizar y presentar un Informe Anual sobre el Desarrollo del Propósito (en adelante, IADP), el cual sería elaborado por el órgano de administración en el mismo plazo que las cuentas anuales. Este informe deberá contener información sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código SB, explicando, en su caso, los motivos por los cuales la sociedad se ha apartado de dichas recomendaciones(90). Se propone que el informe se divida en un apartado relativo al propósito de beneficio común (incluyendo información sobre las actividades realizadas para alcanzar el propósito, los resultados obtenidos y el impacto alcanzado) y otro que trate el desempeño responsable y sostenible considerando los principios ESG. La medición de la consecución del propósito deberá realizarse en un marco de comparación que permita distinguir la situación que existiría sin la actuación de la SBIC y con ella, es decir, que haga posible medir el impacto de las actividades de la SBIC conforme a la teoría del cambio(91). Lo que resultaría exigible en cualquier caso es que la SBIC pueda demostrar que ha realizado un verdadero esfuerzo en alcanzar el propósito fijado, resultando aconsejable que especifique de manera pública el porcentaje de beneficios que destina a alcanzar los fines sociales o medioambientales. El Código SB no determina ninguna cuantía específica, mencionando una franja entre el 1% y el 100% de los beneficios(92), pero sería un porcentaje que debería recogerse en los estatutos o podría ser acordado por la junta general anualmente(93). En conexión con ello se considera admisible la inclusión de una cláusula estatutaria que permita no repartir dividendos a los socios durante los primeros ejercicios sociales tras la constitución de la sociedad, así como la previsión estatutaria de una limitación concreta al reparto de dividendos(94).

Por otra parte, en relación con el desempeño responsable, la sociedad deberá informar sobre su actuación a nivel social, ambiental y de gobernanza, teniendo

(89) En este sentido y respecto de las *Benefit corporations* norteamericanas *vid*. HORTON, B., «Rising to their full potential: how a uniform disclosure regime will empower benefit corporations», *cit*., pág.131.

(90) Principio 8 y recomendaciones 8.1 a 8.5 Código SB.

(91) Véase lo expuesto en el apartado anterior.

(92) Recomendación 7.1 Código SB. La Guía SB también menciona que ese porcentaje fijado estatutariamente podrá establecerse en cualquier proporción sobre los beneficios líquidos. Guía SB, pág. 11.

(93) Guía SB, pág. 11.

(94) Guía SB, pág. 11.

en cuenta los máximos estándares recogidos en la legislación vigente en cada momento. La Ley 11/2018 en materia de información no financiera y diversidad (en adelante, Ley 11/2018) ya introdujo obligaciones relativas a la formulación del estado de información no financiera, que deberá incluirse en el informe de gestión, y que resulta exigible a determinadas sociedades, por lo que, si la SBIC entra dentro del ámbito de aplicación de estas exigencias, deberá cumplir con las obligaciones legales en vigor(95). Se proyecta además que estas obligaciones se refuercen a través de la transposición al Derecho español de la Directiva 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas, las cuales también se aplicarían a las SBIC que entren dentro del grupo de sociedades a las que se dirige esta normativa(96). En el caso de que la SBIC no tenga obligación legal de formular un informe de sostenibi-

(95) Véase el art. 262.5 LSC.

(96) Véase el Anteproyecto de Ley por el que se regula el marco de información corporativa sobre cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza, presentado en mayo de 2023; en particular, el proyectado art. 49 bis del Código de Comercio, el cual dispone que las sociedades que formulen cuentas consolidadas deberán incluir en el informe de gestión consolidado el informe de sostenibilidad, cuando sean sociedades dominantes de un grupo grande. En el mismo sentido y en relación con la consideración de una sociedad como «grande», *vid*. el proyectado art. 262 bis de la LSC. El Anteproyecto fue aprobado por el Consejo de Ministros el 29 de octubre de 2024, quedando pendiente, al cierre de este trabajo, su aprobación por las Cortes. Su entrada en vigor será escalonada para facilitar la adaptación a la normativa europea, del siguiente modo: (i) todas las empresas grandes, cuando el activo supere los 25 millones de euros y el importe neto de la cifra anual de negocios supere los 50 millones de euros, desde el 1 de enero de 2024; (ii) resto de empresas grandes y entidades dominantes de grupos grandes, desde el 1 de enero de 2025; (iii) pymes cotizadas (con la excepción de microempresas y de pymes que coticen en mercados alternativos y de crecimiento); aseguradoras cautivas que sean grandes, y entidades de crédito definidas como pequeñas y no complejas, desde el 1 de enero de 2026; (iv) tanto las filiales como las sucursales españolas de empresas de terceros países que tengan un volumen de negocio en el territorio de la UE superior a 150 millones de euros deberán presentar esta información a partir del 1 de enero de 2028. El 29 de octubre de 2024 se presentó además el Anteproyecto de Ley por la que se modifican los criterios de tamaño de las empresas o grupos de empresas a efectos de información corporativa. Determinadas empresas calificadas actualmente como grandes pasarán a tener la consideración de empresas medianas y ello les permitirá acogerse a la posibilidad de elaborar modelos abreviados o acogerse al plan general de contabilidad de pymes. Véase también Libro Blanco SP, pág. 46 y ss. Sobre el informe de sostenibilidad *vid*. TAPIA SÁNCHEZ, R., «La inclusión del informe de sostenibilidad corporativa en el informe de gestión: implicaciones de la Directiva (UE) 2022/2464 de presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas (CSRD)», en *Derecho de sociedades y sostenibilidad*, 2023, pág. 235 y ss. Me remito también a los capítulos de esta obra colectiva que se ocupan de esta materia: VALMAÑA OCHAÍTA, M., «La información corporativa en materia de sostenibilidad: Una visión crítica de la normativa

lidad, se recomienda la implementación de una política sólida en materia ESG, incorporando indicadores que demuestren la sostenibilidad de su desempeño social y ambiental, y la rigurosidad de su política ESG[97]. En cualquier caso, el desarrollo reglamentario debería abordar este aspecto, estableciendo normas claras de transparencia e información para las SBIC.

Las sociedades que elaboren un informe de sostenibilidad junto a las cuentas anuales al final de su ejercicio podrán incorporar el IADP al mismo. Con el objeto de dar publicidad a su cumplimiento, se recomienda que la SBIC cree una página web corporativa en la que haga accesible el IADP que haya sido aprobado por la junta general[98]. Este órgano será el encargado de aprobarlo, con las mismas mayorías necesarias para la aprobación de las cuentas anuales y como punto separado del orden del día, debiéndose publicar el resultado de la votación en la página web de la sociedad. El IADP se depositará junto con las cuentas anuales en el Registro Mercantil, proponiéndose además que el Colegio de Registradores de España mantenga una base de datos actualizada de las SBIC que hayan depositado el IADP[99].

Con el objeto de dar respaldo y asegurar la veracidad de las actuaciones realizadas por la SBIC y como medida complementaria a la formulación del IADP, se recomienda que las SBIC se sometan a auditoría externa independiente en caso de ser grandes sociedades[100]. Este es un aspecto que debería ser establecido en el desarrollo reglamentario de la SBIC y que será crucial para dar credibilidad a la sociedad de beneficio española. En particular, el desempeño del propósito de beneficio común debería ser sometido a una verificación externa e independiente reconocida, que tendría que comprobar la veracidad de los resultados obtenidos en relación con los afirmados en el IADP. Para el nombramiento del auditor se seguirían las disposiciones que resulten aplicables sobre el nombramiento del auditor de cuentas de la sociedad. En el supuesto de empresas de menos de 250 empleados, se propone la creación de un Comité interno del propósito[101]. La diferencia en las exigencias respecto de sociedades

---

reciente»; TAPIA SÁNCHEZ, R., «Auditoria ESG: En especial, la verificación del «informe de sostenibilidad corporativa».

(97) Recomendación 8.5 Código SB. Se recomienda que usen los criterios normativos vigentes que les resulten aplicables o estándares ampliamente aceptados como SASB, la Evaluación de Impacto B o GRI.

(98) Recomendación 8.1 Código SB.

(99) Recomendación 8.3 y 8.4 Código SB.

(100) Guía SB, Recomendación 6.1; Libro Blanco SP, pág. 46 y ss. Se trataría de las grandes sociedades a las que se exige que las cuentas anuales y, en su caso, el informe de gestión, sean revisados por auditor de cuentas *ex* art. 263.1 LSC. Se exceptúan las sociedades de menor tamaño que cumplan lo establecido en el art. 263.2 LSC.

(101) Principio 4, Recomendación 4.1 y 4.2 Código SB.

que no sean grandes se fundamenta en la proporcionalidad que debe regir en la imposición de requisitos para estas sociedades. Para las sociedades más pequeñas, con menos de 50 empleados, sería suficiente con establecer un responsable del seguimiento del propósito.

La finalidad de la verificación será comprobar que la sociedad es merecedora de la calificación como SBIC(102). El Comité del propósito o la persona responsable del propósito estarán encargados de supervisar, validar el diseño e implementar el sistema de evaluación del avance hacia la consecución del propósito, incluida la fijación de los concretos objetivos e indicadores utilizados para la medición del desempeño. Se espera que el sistema de evaluación sea revisado y mejorado regularmente, y que establezca los indicadores usados para evaluar los distintos elementos sobre los que se informa en el IADP. Deberá además validar los objetivos concretos anuales relacionados con el propósito, tanto a corto como a medio plazo, y revisarlos al inicio de cada ejercicio social, supervisando el avance en los mismos durante todo el ejercicio. Dentro del consejo de administración, el Comité del propósito o la persona responsable del propósito serían los encargados de aprobar el IADP con carácter previo a su formulación por el órgano de administración, debiendo además detectar cualquier circunstancia que resulte contraria a las exigencias de la SBIC. En caso de existir una condición de estas características, se recomienda su comunicación inmediata al órgano de administración para que tome las medidas oportunas, incluyéndose, según la gravedad, la pérdida de la condición de SBIC mediante acuerdo de la junta general adoptado en la siguiente convocatoria(103).

4. VALORACIÓN FINAL

La inserción de la SBIC en nuestro ordenamiento jurídico suscita dudas acerca de la justificación y pertinencia de esta regulación. El Derecho español ya cuenta con diversas formas jurídicas que permiten llevar a cabo, de modo voluntario, fines sociales benéficos en el ámbito de la economía social. Además, en sede de sociedades de capital rige la mercantilidad por la forma, siendo admisible conjugar objetivos sociales y medioambientales con el ánimo de lucro u otros fines distintos, de tal manera que no puede afirmarse que la SBIC abra o formalice nuevas posibilidades desde esta perspectiva. Aún sin

(102) En similar sentido, *vid*. Recomendación 6.1 Código SB, que recomienda que, salvo que la SBIC cumpla con los requisitos previstos en el art. 263.2 de la LSC, el desempeño del propósito sea sometido a una verificación externa e independiente reconocida, que verificará la realidad de los resultados alcanzados en relación con los afirmados por la sociedad sobre la base de la información contenida en el IADP.

(103) Artículo 32, Modelo de estatutos de SBIC contenido en el Código SB, pág. 27 y 28.

la admisión de la sociedad de beneficio en Derecho español y con independencia de los debates en torno a la transición hacia el *stakeholder value*, las sociedades de capital podrán incorporar en su objeto social fines benéficos que moldearán el contenido de los deberes de los administradores, quienes deberán tenerlos en cuenta en el desempeño de sus funciones, persiguiendo su cumplimiento(104). Si se piensa en la verificación y transparencia a la que se espera esté sometida la SBIC, cabe recordar que al menos las grandes sociedades ya vienen obligadas a contar con un proceso de certificación a través de una auditoría independiente de la información que proporcionen y están obligadas a formular un informe de sostenibilidad que abarca el ámbito medioambiental (economía circular, uso de recursos y adaptación al cambio climático), social (medidas de igualdad, condiciones laborales o inclusión) y de gobernanza (valores éticos, sistema de control y gestión de riesgos), el cual se realizará conforme a las normas del Grupo Consultivo Europeo en materia de Información Financiera (EFRAG)(105). Esta obligación permitiría asegurar que si se han incluido fines benéficos en el objeto social de una gran sociedad, se informe al respecto.

No obstante, la implementación de una regulación legal específica sobre las SBIC, que contemple exigencias concretas y rigurosas, podría proporcionar la seguridad jurídica necesaria para consolidar este tipo de entidades como una modalidad eficaz, vinculante y transparente. Resulta imprescindible desarrollar un marco reglamentario que incorpore los mínimos abordados en este trabajo, tales como la previsión estatutaria de un propósito específico de carácter social o medioambiental, con la inclusión de objetivos medibles en períodos temporales definidos. Asimismo, debe establecerse un régimen claro para la gestión de dicho propósito, que incluya la elaboración de informes anuales basados en indicadores concretos de desempeño, sujetos a verificación y con la debida publicidad. A pesar de lo anterior, no puede subestimarse la complejidad de esta tarea, especialmente considerando las posibles dificultades que la caracteriza-

(104) Para el Derecho norteamericano, en este sentido, *vid*. BLOUNT, J. y OFFEI-DANSO, K., «The Benefit Corporation: A Questionable Solution to a Non-Existent Problem», 44 *St. Mary's Law Journal*, 2013, pág. 617 y ss, quienes subrayan que en la práctica existen sociedades que sin ser sociedades de beneficio ya aseguran su compromiso con determinados fines sociales fijados por los fundadores o por un grupo de inversores, de manera que consideran dudosa la utilidad de las sociedades de beneficio.

(105) *Vid*. lo dispuesto por la Ley 11/2018 y lo proyectado en la transposición de la Directiva 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas, a través del Anteproyecto de Ley por el que se regula el marco de información corporativa sobre cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza, presentado en mayo de 2023 y aprobado por el Consejo de Ministros el 29 de octubre de 2024.

ción de las SBIC podría generar en el ámbito de las relaciones societarias, así como en la responsabilidad de los administradores por decisiones que vulneren algunos de los intereses en juego.

La finalidad que subyace a la regulación de las sociedades de beneficio es concebir un instrumento que facilite alcanzar metas y fines sociales y medioambientales, favoreciendo la prioridad del propósito sobre la primacía del accionista. ¿Pero realmente esto se consigue en la práctica? La experiencia en Derecho comparado no resulta muy alentadora, al tratarse de una figura con potencial pero cuestionable eficacia(106), que con frecuencia adolece de propósitos vagos fijados por los propios socios, que tienen escasa significación legal y posibilidad de implementación y medición, y que podrían usarse como etiqueta engañosa para atraer inversionistas o clientes. Otra desventaja, desde la perspectiva de un posible inversor en una sociedad de beneficio, radica en la incertidumbre que puede generar esta modalidad de sociedad. Un inversor que elige una SBIC no solo busca obtener rentabilidad financiera, sino también asegurarse de que la sociedad mantenga un firme compromiso con su misión benéfica. Sin embargo, garantizar la protección de estas expectativas resulta un desafío considerable. Además e irónicamente, la admisión de la sociedad de beneficio podría incluso convertirse en un freno de lo que pretende impulsar, en tanto que podría crear la falsa impresión de que para que una sociedad incluya fines sociales o medioambientales la única opción viable sería crear una SBIC o transformarse en ella. O, lo que es lo mismo, podría favorecer la convicción de que las sociedades que no sean de beneficio no tienen la misma necesidad o el compromiso de ser gestionadas de manera *sostenible*, y solo deben limitarse a maximizar el valor del accionista. Desde esta óptica la solución no sería regular jurídicamente las sociedades de beneficio, sino reforzar la inserción de los principios ESG en la gestión de todas las sociedades.

En cualquier caso, la eficacia de la regulación jurídica sobre las SBIC dependerá del desarrollo reglamentario que reciba. Si se configura una regulación rigurosa que requiera la formulación estatutaria de un propósito concreto, implementable y evaluable con herramientas que midan el impacto generado con indicadores objetivos, se podría concebir una modalidad societaria con verdadero potencial para promover un valor social significativo(107). Ello será crucial para que la SBIC sea acogida en la práctica y tenga utilidad para quienes opten por esta alternativa y quienes inviertan en ella. En tal caso, la SBIC podría constituir una opción de interés para aquellas sociedades que quieran manifestar

(106) *Vid. supra*, apartado 2.1.

(107) FISCH, J. y DAVIDOFF SOLOMON, S., «The «Value» of a Public Benefit Corporation», *cit.* pág. 20.

su compromiso con los problemas sociales y medioambientales, lo que lleva aparejado una mejora en la imagen de la sociedad ante los diversos grupos de interés, así como una ventaja competitiva en una economía que cada vez más valora el compromiso de las sociedades con los principios ESG(108). El tiempo dirá si el legislador y la práctica dotan de recorrido a esta figura o se queda en una mera intención.

(108) *Vid*. DORFF, M., HICKS, J. y DAVIDOFF SOLOMON, S., «The future or fancy? An empirical study of Public Benefit Corporations», *cit*., pág. 113 y ss, pág. 158. Los autores realizan un estudio sobre todas las *Public Benefit Corporations* registradas en Delaware que recibieron inversión entre 2013 y 2019, y comprueban que hay 295 sociedades que han recibido inversión de fondos de capital de riesgo por un monto total de más de 2.500 millones de dólares. Esta inversión es significativa, lo que muestra que la forma de la *Public Benefit Corporation* está lejos de ser un fracaso y, de hecho, es capaz de atraer una inversión considerable proveniente tanto de inversores convencionales de primer nivel, como de inversores interesados en los aspectos sociales y benéficos de esta clase de sociedad. Los autores auguran un futuro algo incierto debido a que es una figura que está despegando y con la cual abogados, inversores y empresas aún necesitan familiarizarse. Sin embargo, consideran que los resultados de su investigación anticipan un futuro con más uso y despliegue para la forma de la *Public Benefit Corporation*.

XV.

LA INCLUSIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD EN LA DECISIÓN DE INVERSIÓN DE LOS GESTORES DE INVERSIONES ALTERNATIVAS

Enrique Moreno Serrano
Profesor Titular de Universidad
Universidad Rey Juan Carlos

SUMARIO: 1. EL AUGE DE LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS Y LA IMPLANTACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD EN LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL. 2. EL DEBER DE INTEGRAR LOS RIESGOS DE SOSTENIBILIDAD EN LA GESTIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA TRAS LA ENTRADA EN VIGOR DEL REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2021/1255. 3. LA INTEGRACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD COMO CARACTERÍSTICA DE LA FINANCIACIÓN ALTERNATIVA. 3.1. El crowdfunding como financiación alternativa: modalidades de inversión y régimen jurídico. 3.2. El crowdfunding de no inversión y su relación con la sostenibilidad. 3.3. El crowdfunding de inversión sostenible. 3.4. El incentivo de la calificación como «empresa emergente».

1. EL AUGE DE LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS Y LA IMPLANTACIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD EN LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL

La inversión en el marco de las finanzas personales, que en décadas pasadas parecía estar limitada a unos pocos ciudadanos, más o menos informados, pero posiblemente con una mayor capacidad económica que el resto, está adquiriendo unos nuevos matices en el presente siglo. En efecto, el común de los ciudadanos solía destinar sus ahorros a la adquisición de una vivienda habitual, y, algunos, a una segunda vivienda de tipo vacacional en zonas rurales o costeras, a lo que se añadía la constitución de un depósito bancario, invertir en deuda pública, o la realización de aportaciones a un plan de pensiones. La confianza en el sistema de pensiones, junto a una situación demográfica donde los tramos de mayor edad ocupaban una cúspide de la pirámide en números sensiblemen-

te inferiores a los cotizantes, otorgaban una clara creencia social de poder llegar a la edad de jubilación con la vivienda ya pagada, y poder vivir el resto de su vida con la pensión y, en su caso, los ahorros que hubieran podido acumular.

No obstante, en la actualidad, si bien se mantiene un claro déficit formativo en sede de finanzas por parte del ciudadano medio —falta de formación que en el pasado reciente ha motivado la facilidad por la que muchos se han visto atrapados en las inversiones recomendadas por sus «entidades de confianza» perdiendo todo o gran parte de su dinero—, lo cierto es que este ciudadano del siglo XXI se encuentra ante la necesidad de invertir sus ahorros y controlar sus finanzas por muy distintos motivos, como son la inestabilidad e insatisfacción laboral, la inflación, el aumento de la carga impositiva, o el efecto que los intereses y comisiones pueda tener sobre su dinero o productos contratados. En este sentido, Internet resulta especialmente relevante por cuanto facilita invertir en ámbitos tan dispares como la bolsa, las materias primas, inmuebles, o criptomonedas, si bien esa facilidad de inversión no siempre está correspondida con una adecuada formación e información de los riesgos implícitos, los cuales tienden a minusvalorarse, e incluso a ignorarse.

En efecto, nos encontramos en un momento de discusión sobre si el sistema de pensiones, tal y como está actualmente configurado, seguirá en funcionamiento para las próximas décadas, o en qué medida sería necesario realizar ajustes que permitan, al menos, tener algo de pensión que habrá que completar durante la jubilación con otros ingresos o ahorros de los ciudadanos, lo cual ya empieza a calar poco a poco en la opinión pública. Así, de acuerdo con lo expuesto en el informe «Hábitos de ahorro e inversión en España», de XTB publicado en noviembre de 2023[(1)], puede verse esa preocupación de cara al futuro cuando el 28,1% de los ahorradores tienen como objetivo a largo plazo la jubilación, en segundo lugar tras la constitución de un colchón de seguridad (42,4%), cifras que en la Comunidad de Madrid son, respectivamente, del 34% para la jubilación, y del 39,7% para constituir un colchón de seguridad.

La consecuencia de lo anterior es que existe una cierta incertidumbre en la ciudadanía respecto al mantenimiento del sistema de pensiones, pero las posibilidades que ofrece Internet permiten que ese riesgo se pueda mitigar, por cuanto ahora podemos conocer distintas opciones de inversión en muy diferentes productos, algunas con mayor o menor implantación, mientras que hasta el desarrollo de Internet el interesado en invertir acudía a entidades bancarias o especializadas en inversiones que ofrecían los productos que tal vez no necesitaba o no eran lo que realmente buscaba el cliente, y con unos costes asociados que terminaban haciendo que la inversión no fuera lo satisfactoria que se esperaba.

(1) https://es.xtb.com/lp-encuesta-informe-2023-xtb

En este contexto podemos observar la existencia de un cierto auge de las «inversiones alternativas» debido a su variedad, a la diversificación con que se presentan, y a la atención prestada desde diferentes frentes, pero especialmente por parte del ciudadano del siglo XXI, que comienza a interesarse por otras formas de obtener dinero con sus inversiones de un modo más activo que en décadas anteriores.

Con el término «inversiones alternativas» se hace referencia a todas aquellas inversiones que se efectúan sobre activos que no tienen correlación con los mercados financieros, en los cuales se invierte sobre «activos tradicionales» como pueden ser, principalmente, la renta variable (acciones cotizadas), la renta fija (bonos) y los depósitos bancarios(2).

En las inversiones alternativas nos encontramos con activos que, por regla general, son menos líquidos que las inversiones tradicionales, ya no sólo porque están pensadas para el largo plazo, sino por la propia forma de inversión que dificulta convertirla en liquidez en un corto espacio de tiempo; son activos que pueden presentar una regulación compleja, tanto por el menor número de normas, como por la fragmentación que estas presentan, en comparación con el mercado de valores; pueden estar en mercados privados, con una inexistente o menor correlación con los mercados de valores, lo que hace que no les afecten los cambios más o menos bruscos que pueda haber en los mercados financieros (como sucedió con las grandes caídas recientes que acontecieron con el caso de las hipotecas *subprime*, o por la pandemia en 2020), otorgándoles así una mayor estabilidad aunque no por ello carentes de riesgo; además de poder ser difíciles de valorar; y donde los inversores tienden a ejercer un mayor papel o, si se prefiere, están más atentos a la marcha de la concreta inversión, lo que en ocasiones acaba implicando que deban tener un mayor conocimiento sobre los activos y la concreta modalidad de inversión antes de llevarla a cabo, por lo que pueden no ser activos en los que cualquier sujeto pueda invertir, con independencia de la capacidad económica que tenga.

De este modo, invirtiendo en este tipo de activos alternativos se puede diversificar la cartera y se reduce el riesgo, al evitarse que una caída generalizada en mercados financieros acabe lastrando los ahorros si están todos invertidos en fondos de inversión activos o indexados de gestión pasiva, además de poder comportarse como activos refugio en épocas de elevada inflación o depreciación de las monedas. Si bien, tampoco podemos obviar la existencia de riesgos elevados en algunos de estos activos, así como las dificultades de

(2) Para una aproximación a las inversiones alternativas puede verse NOYA, E., *Fintech: ahorro e inversión en la era financiera digital*, Córdoba, 2021; y REDONDO, A., *Inversión*, Madrid, 2020.

gestión que pueden llevar implícitos ciertos activos, como sucede en el caso de los inmuebles.

No obstante, lo relevante para calificar a un activo dentro de las inversiones alternativas no es el activo en sí, sino la forma o medio en que se invierte en él. Por ejemplo, invertir en una materia prima puede ser una inversión alternativa, sin embargo, no sería tal cuando se invierte en un ETF especializado en materias primas; adquirir un inmueble puede ser inversión alternativa, pero no sería tal cuando la adquisición se efectúa por medio de una SOCIMI que sí cotiza en bolsa; o adquirir acciones en el mercado de valores es una inversión «tradicional», pero si la adquisición de las acciones se efectúa por medio de un fondo de capital riesgo sería una inversión alternativa.

A efectos del presente trabajo, dado que su finalidad es señalar cómo la sostenibilidad es un elemento que debe o puede ser tenido en consideración por parte de los administradores de estas inversiones, no podemos efectuar más que una mera aproximación a algunas de estas inversiones alternativas. Así, un primer activo alternativo al que podemos hacer referencia son las entidades de capital riesgo (ECR), que comprende tanto el *venture capital*, para las primeras fases de desarrollo de las empresas, como el *private equity*, para fases posteriores de empresas ya consolidadas en términos de rentabilidad. Su normativa principal es la *Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva* (en adelante, Ley 22/2014), que ha sido objeto de importantes reformas en los últimos años, como las efectuadas por medio de la *Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas* (conocida como «Ley Crea y Crece»).

Las ECR pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital riesgo (SCR) o de fondos de capital riesgo (FCR), y su objeto principal es la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE (art. 9 Ley 22/2014).

La inversión en ECR es similar a la efectuada en fondos de inversión, pero con características propias que hacen que no estén especialmente orientados al pequeño inversor, a pesar de la reducción de límites de inversión efectuada en los últimos tiempos, que mencionamos a continuación. Así, se trata de inversiones pensadas para el largo plazo, ya que se invierte en proyectos empresariales que, por regla general, aún no tienen una consolidación en el mercado, además

de ser poco líquidas, a diferencia de los fondos de inversión o las acciones o bonos adquiridos en mercados de valores, por lo que los rendimientos que se pueden obtener en caso de éxito pueden ser sensiblemente mayores, como también es mayor el riesgo implícito de perder lo invertido.

Además, como hemos apuntado, existen límites de entrada que lo alejan de ser una opción de inversión para los minoritarios, si lo comparamos con otras posibles inversiones, alternativas o clásicas. En efecto, el art. 75.2 de la Ley 22/2014 señala que los inversores no profesionales pueden invertir en las ECR si se comprometen a invertir como mínimo 100.000 euros, y declaran por escrito, en un documento distinto del contrato relativo al compromiso de inversión, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto; o bien, que la inversión sea de, al menos 10.000 euros, siempre que su patrimonio financiero no supere los 500.000 euros, se mantenga la inversión señalada y no represente a su vez más del 10% de dicho patrimonio, en cuyo caso los inversores deben realizar su inversión atendiendo una recomendación personalizada de un intermediario que les preste el servicio de asesoramiento.

La inversión en el mercado inmobiliario es otra de las modalidades más conocidas de inversión alternativa, ya sea adquiriendo suelo, viviendas o locales, de un modo directo, si bien esto implica contar con un elevado capital inicial, más una gestión y gastos vinculados de mantenimiento, a lo que se debe añadir que es preciso tener un conocimiento del mercado para conseguir así oportunidades de inversión a buen precio. No obstante, en la actualidad también está alcanzando un especial auge la inversión inmobiliaria a través de formas colectivas de inversión, como es el caso de la financiación colectiva o crowdfunding, e incluso a través de la tokenización del concreto inmueble, que permite realizar inversiones por cuantías sensiblemente inferiores a cambio, por ejemplo, de pretender obtener un interés concreto por el préstamo realizado, o una ganancia por la posterior venta del inmueble. Más en concreto, con las cantidades invertidas, se pueden financiar proyectos de obra nueva, así como la compra de inmuebles para su posterior alquiler y/o reforma, y posterior venta. Estas modalidades de financiación colectiva eluden también otros problemas de la inversión directa en inmuebles, como son el no tener que gestionar en modo alguno el inmueble, o no tener que preocuparse de los posibles gastos de mantenimiento, a lo que se añade que tampoco hay que dedicar tiempo a conocer el mercado.

El crowdfunding, además de ser una forma de financiación especialmente interesante para el mercado inmobiliario, también permite invertir en diferentes proyectos empresariales, diversificando así el riesgo y sin conexión con los mercados de capitales. Las formas más habituales de inversión son los préstamos con interés, así como la adquisición de acciones y participaciones de sociedades. Estas modalidades de crowdfunding de inversión están reguladas en la

actualidad por medio del *Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937* (en adelante, Reglamento 2020/1503), y los artículos 46 a 54 de la *Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial* (en adelante, Ley 5/2015), en su redacción dada por la Ley Crea y Crece.

Las materias primas o *commodities* son también una inversión alternativa de especial interés, que pueden llevar implícita una gran volatilidad según el mercado, de ahí que sea especialmente interesante saber en qué se está invirtiendo, qué mercado tiene y si hay factores sociales, políticos o económicos que puedan afectar a su valor. Dentro del mercado de las materias primas se encuentran fuentes de energía como el petróleo o el gas natural, energías renovables, —por ejemplo, la energía solar, por medio de la inversión en placas solares o instalaciones fotovoltaicas—, metales y piedras preciosas, como el oro, la plata, los diamantes, el cobre, el platino o el aluminio, en los cuales se puede invertir directamente con plataformas como BullionVault[3] o Vaulted[4]; o activos de la industria alimentaria como los productos agrícolas, tal es el caso del trigo, el café o el azúcar.

En conexión con estos activos también podemos hacer mención a algunas inversiones en activos más o menos transformados, como pueden ser el vino o el whisky, ya sea en la bebida en sí, o en barricas, como permiten Vinovest[5], Vindome[6], ALTI Wine Exchange[7]; WhiskyInvestDirect[8], o Braeburn Whisky[9]; e incluso mediante la adquisición de acciones de una compañía titular de vinos calificada por la SEC, como es el caso de Vint[10], o bien siendo accionista o prestamista de bodegas, como preveía también Winefunding[11], que daba la opción de cobrar los intereses del préstamo en botellas de vino.

También las inversiones en arte, sea de forma directa o colectiva —como permite Masterworks[12]—, objetos de colección, de lujo, y antigüedades son una vía alternativa de inversión, como activos refugio, y con elevadas posibilidades de rentabilidad en el medio y el largo plazo.

(3) https://oro.bullionvault.es/
(4) https://vaulted.com/
(5) https://www.vinovest.co
(6) https://vindome.net/es
(7) https://www.altiwineexchange.com
(8) https://www.whiskyinvestdirect.com
(9) https://braeburnwhisky.com/es/
(10) https://vint.co/
(11) https://www.winefunding.com/es
(12) https://www.masterworks.com/

Finalmente, una última inversión alternativa a la que podemos hacer mención son las criptomonedas, aunque es más que aconsejable tener una cierta formación e información para saber en cuáles invertir y la forma de llevarlo a cabo, para evitar así invertir en criptomonedas que no estén referenciadas a proyectos empresariales reales, o hacerlo a través de alguna herramienta («*Exchange*») que conlleve la pérdida de lo invertido por ser objeto de fraude. Al margen de este último riesgo, la inversión en criptomonedas hace necesario tener una gran tolerancia al riesgo debido a la elevadísima volatilidad que puede darse con ellas. Por tanto, el control emocional adquiere aquí una importancia sensiblemente superior a la que se pueda tener invirtiendo en mercados de valores.

Ahora bien, el ciudadano del siglo XXI, además de tener acceso y una mayor posibilidad de conocer formas alternativas de inversión, no es ajeno tampoco al mundo en el que vive, lo que le lleva a que, a la hora de invertir, tenga en cuenta otros aspectos diferentes a la búsqueda exclusiva de su beneficio económico, y que motiva que los distintos operadores también deban reorientar a ellos su actuación en el mercado, implicándose así en intereses generales de mayor calado para toda la sociedad. Así sucede con la sostenibilidad, que hace que las empresas se orienten hacia la consecución de un mundo más equilibrado medioambientalmente, y justo socialmente, que pueda dar lugar también a un desarrollo sostenible, esto es, a satisfacer «las necesidades de la generación presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades»[(13)].

Si bien la política de sostenibilidad tiene ya más de tres décadas, no ha sido hasta los últimos años cuando las políticas gubernamentales han tenido una mayor incidencia al respecto en el día a día de la actividad empresarial, a partir de la «Agenda 2030», aprobada el 25 de septiembre de 2015 por la Asamblea General de las Naciones Unidas, que abarca las tres dimensiones de la sostenibilidad, esto es, la económica, la social y la medioambiental (ESG), en 17 objetivos de desarrollo sostenible (ODS). En concreto, los 17 ODS incluidos en la «Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible» son los siguientes: 1. Fin de la pobreza; 2. Hambre cero; 3. Salud y bienestar; 4. Educación de calidad; 5. Igualdad de género; 6. Agua limpia y saneamiento; 7. Energía asequible y no contaminante; 8. Trabajo decente y crecimiento económico; 9. Industria, innovación e infraestructura; 10. Reducción de las desigualdades; 11. Ciudades y comunidades sostenibles; 12. Producción y consumo responsables; 13. Acción por el clima; 14. Vida submarina; 15. Vida de ecosistemas

(13) Informe «Nuestro futuro común» de la Comisión Mundial sobre el Medio Ambiente y el Desarrollo, 1987, pág. 59. Vid: https://www.ecominga.uqam.ca/PDF/BIBLIOGRAPHIE/GUIDE_LECTURE_1/CMMAD-Informe-Comision-Brundtland-sobre-Medio-Ambiente-Desarrollo.pdf

terrestres; 16. Paz, justicia e instituciones sólidas; y 17. Alianzas para lograr los objetivos(14).

La Unión Europea ha recogido los ODS, como así se expuso en la Comunicación de la Comisión de 22 de noviembre de 2016, «*Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité económico y social europeo y al Comité de las regiones. Próximas etapas para un futuro sostenible. Acción europea para la sostenibilidad*», que señalaba que todas las iniciativas y acciones de la UE tuvieran los ODS como punto de partida en su actuación. Posteriormente, también se ha referido la UE a los ODS en las Conclusiones de 20 de junio de 2017 «A sustainable European future: The EU response to the 2030 Agenda for Sustainable Development — Council conclusions (20 June 2017)», donde el Consejo confirmó el compromiso de la UE y de sus Estados Miembros en aplicar la Agenda 2030 de manera completa; y en la Comunicación sobre el «Pacto Verde Europeo», publicado por la Comisión el 11 de diciembre de 2019, con el que se pretende que Europa sea climáticamente neutra y se proteja el hábitat natural, ya que se considera que ello redundará en beneficio de las personas, el planeta y la economía.

Se trata, en cualquier caso, de un muy extenso programa normativo con aplicación en diferentes frentes y que puede, en mayor o menor medida, incidir en la actividad propia de las empresas. En efecto, el criterio de sostenibilidad afecta a la gestión de los administradores de sociedades de capital por cuanto, según el sector en el que opere la sociedad, su concreta actividad y su tamaño, pueden verse obligados a tener en consideración la sostenibilidad, o bien pueden no estar obligados, pero sí pueden optar por tener este criterio como elemento decisor de su actuación. En este contexto, es especialmente relevante el «Plan de Acción: Financiar el crecimiento sostenible», publicado por la Comisión en su Comunicación de 8 de marzo de 2018, que define a las «finanzas sostenibles» como el termino con el que se hace referencia, en general, al proceso de tener debidamente en cuenta las cuestiones ambientales y sociales en las decisiones de inversión, lo que se traduce en una mayor inversión en actividades sostenibles y a más largo plazo.

Así, la medida más importante y urgente que preveía este Plan de Acción era el establecimiento de un sistema de clasificación unificado de las actividades sostenibles para que, de este modo, los inversores puedan saber qué inversiones estarían financiando actividades económicas medioambientalmente sostenibles, lo cual es importante ya que se entiende que es preciso canalizar los flujos de capital hacia este tipo de inversiones a efectos de la consecución de los ODS en la Unión Europea. De aquí deriva la necesidad de adaptar al sistema finan-

(14) Vid. https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/sustainable-development-goals/

ciero en el funcionamiento sostenible de la economía, y que se preste atención a cómo inciden los productos y servicios financieros en la sostenibilidad, ya que es una forma eficaz de canalizar la inversión privada hacia las actividades sostenibles, aumentando así también la confianza y concienciación de los inversores en el impacto ambiental de estos productos, la cual se podría ver lastimada si no hubiera un criterio común armonizado en todos los Estados comunitarios respecto a lo que se consideran actividades económicas medioambientalmente sostenibles, afectando de este modo a las inversiones transfronterizas. Además, para eliminar los obstáculos actualmente existentes y los que pueda haber en el futuro, se optó por defender la utilización de un concepto común de «inversión medioambientalmente sostenible» que sirva para fijar los requisitos que deberán cumplir quienes quieran emitir productos financieros comercializados como medioambientalmente sostenibles.

El último paso legislativo relevante hasta la fecha es la reciente aprobación de la *Directiva (UE) 2024/1760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2024, sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad y por la que se modifican la Directiva (UE) 2019/1937 y el Reglamento (UE) 2023/2859*, que podría ser aplicable a alguna empresa que incluiríamos dentro de las inversiones alternativas, si bien es una norma que aún no se ha transpuesto a nuestro Ordenamiento Jurídico, para lo cual hay de plazo hasta el 26 de julio de 2026.

Al margen de los cambios que esta última norma pueda suponer, del sistema financiero y de las grandes empresas cotizadas, lo relevante a efectos de este trabajo es que el criterio de sostenibilidad también se encuentra presente en las decisiones de inversión que se llevan a cabo en el marco de las inversiones alternativas, bien porque se extiende este criterio en las decisiones de inversión que deben llevar a cabo los fondos de inversión alternativa, o bien porque es voluntariamente acogida en otras formas de inversión, como puede ser el caso de la financiación colectiva (crowdfunding), en cuanto criterio diferenciador respecto a los competidores, tal y como veremos a continuación.

2. EL DEBER DE INTEGRAR LOS RIESGOS DE SOSTENIBILIDAD EN LA GESTIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA TRAS LA ENTRADA EN VIGOR DEL REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2021/1255

La sostenibilidad es un criterio que los gestores de fondos de inversión alternativos (en adelante, GFIA), entre los que se encuentran las ECR mencionadas anteriormente, deben tener en cuenta en las decisiones de inversión tras la publicación en el DOUE núm. 277, de 2 de agosto de 2021 del *Reglamento Delegado (UE) 2021/1255 de la Comisión, de 21 de abril de 2021, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 en lo que atañe a los*

riesgos de sostenibilidad y los factores de sostenibilidad que deben tener en cuenta los gestores de fondos de inversión alternativos, que está en vigor desde el 1 de agosto de 2022, y modifica distintos artículos del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013, con la finalidad de que los GFIA integren los factores y riesgos de sostenibilidad en sus procesos, sistemas y controles internos, a la hora de gestionar las inversiones, y también, incluso, para evaluar la idoneidad de los inversores.

Para poder entender el alcance de las modificaciones efectuadas por el Reglamento Delegado (UE) 2021/1255 debemos partir de lo expresado en los artículos 12.3, 14.4, 15.5 y 18.2 de la *Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos* (en adelante, AIFMD). Los cuatro artículos mencionados están incluidos en el Capítulo III «Condiciones de ejercicio de la actividad de los GFIA», estando los tres primeros en la Sección 1 «Requisitos operativos», y el art. 18.2 en la Sección 2 «Requisitos de organización».

En primer lugar, en el art. 12.3 AIFMD se estipula que la Comisión puede adoptar disposiciones en las que se especifiquen los criterios que deben seguir las autoridades competentes de que se trate para evaluar si los GFIA se atienen a las obligaciones a las que están sujetos en su actuación, como son: *a)* operar, en el ejercicio de su actividad, honestamente, con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, y con lealtad; *b)* actuar en el mejor interés de los FIA que gestionen o de los inversores de dichos FIA y de la integridad del mercado; *c)* poseer y utilizar con eficacia los recursos y procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad empresarial; *d)* tomar todas las medidas que razonablemente quepa esperar para evitar conflictos de intereses y, cuando no puedan ser evitados, para detectar, gestionar y controlar y, si procede, revelar, dichos conflictos de intereses con el fin de evitar que perjudiquen los intereses de los FIA y de sus inversores y asegurar que los FIA que gestionen reciban un trato equitativo; *e)* cumplir todos los requisitos reglamentarios aplicables al ejercicio de su actividad empresarial a fin de promover el mejor interés de los FIA que gestionen o de los inversores de dichos FIA y de la integridad del mercado; y *f)* tratar de forma equitativa a todos los inversores de los FIA, esto es, no es posible que un inversor tenga un trato preferente, salvo que éste se indique en los reglamentos o los documentos constitutivos del FIA de que se trate.

En el artículo 14.4 AIFMD, por su parte, se establece que la Comisión puede adoptar disposiciones en las que se especifiquen posibles conflictos de interés que puedan surgir, durante la gestión de uno o varios FIA, así como las medidas razonables que cabe esperar que los GFIA adopten tanto desde el punto de vista organizativo como procedimental para detectar, prevenir, gestionar, controlar y revelar los conflictos de intereses.

En tercer lugar, el artículo 15.5 AIFMD, referido a la gestión del riesgo, estipula que la Comisión también puede adoptar medidas que especifiquen a qué sistemas de gestión del riesgo debe atenerse el GFIA respecto los riesgos que asuma por cuenta de los FIA que gestione; cuál es la frecuencia adecuada para revisar esos sistemas; cómo se separará la función de gestión del riesgo de las unidades operativas; las garantías contra los conflictos de interés; así como el proceso que debe implementar el GFIA para implementar un proceso de diligencia debida para invertir por cuenta del FIA, atendiendo a la estrategia de inversión, los objetivos y el perfil de riesgo del FIA; cómo el GFIA debe garantizar el control de los riesgos asociados a cada posición de inversión del FIA y el efecto que tendría en la cartera del FIA; y cómo el GFIA garantizará que el perfil de riesgo del FIA se corresponda con las dimensiones del FIA, la estructura de su cartera y sus estrategias y objetivos de inversión.

Finalmente, el artículo 18.2 AIFMD señala que la Comisión puede adoptar medidas para que los GFIA especifiquen los procedimientos administrativos y contables, y que éstos sean adecuados, así como los mecanismos de control y seguridad para el tratamiento electrónico de datos y procedimientos de control interno adecuados.

Teniendo en cuenta estos artículos de la AIFMD que inciden en la actuación de los GFIA, y la consideración plasmada en el Pacto Verde Europeo de que es fundamental para garantizar la competitividad de la economía de la UE que se compatibilicen los flujos financieros con un desarrollo sostenible, se estimó que se debían enviar señales claras a los inversores en relación con las inversiones reorientando los flujos de capital hacia inversiones sostenibles para lograr un crecimiento sostenible e inclusivo.

Más en concreto, en la evaluación de impacto del documento de trabajo publicado el 24 de mayo de 2018 que acompañaba a la *Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la divulgación de información relativa a las inversiones sostenibles y los riesgos de sostenibilidad y por el que se modifica la Directiva (UE) 2016/2341*, se consideró necesario aclarar que los GFIA debían tener en cuenta los factores de sostenibilidad dentro de sus obligaciones frente a los inversores, ya que el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 no hacía una referencia explícita a los riesgos de sostenibilidad.

De ahí que ahora los GFIA deban evaluar los riesgos financieros pertinentes, pero también los riesgos de sostenibilidad a los que se refiere el *Reglamento (UE) 2019/2088, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros* (en adelante, Reglamento (UE) 2019/2088), para evitar que su materialización tenga un efecto material negativo real o posible sobre el valor de una inversión. Por tanto, de cara a conseguir que en los

procedimientos internos y las disposiciones organizativas se garantice el control y correcta aplicación de los riesgos de sostenibilidad, se considera necesario aclarar que los procesos, sistemas y controles internos de los GFIA reflejen los riesgos de sostenibilidad, y que se requiera capacidad y conocimientos técnicos para analizar dichos riesgos. Además, tanto los GFIA que, de conformidad con el Reglamento (UE) 2019/2088, estén obligados a considerar las principales incidencias adversas de las decisiones de inversión en los factores de sostenibilidad, como los que lo hagan de forma voluntaria, quedan obligados a divulgar la forma en que sus políticas de diligencia debida tendrán en consideración esas principales incidencias adversas.

Asimismo, se entiende que a efectos de mantener un alto nivel de protección de los inversores los GFIA deben incluir los conflictos de intereses —cuya existencia pueda perjudicar los intereses de un FIA— que puedan surgir como consecuencia de la integración de los riesgos de sostenibilidad en sus procesos, sistemas y controles internos. Entre esos conflictos podrían encontrarse los relacionados con remuneraciones u operaciones, los conflictos de intereses que podrían dar lugar al blanqueo ecológico, a prácticas abusivas de venta o la presentación falsa de las estrategias de inversión y los conflictos de intereses entre distintos FIA gestionados por el mismo GFIA.

Con estas premisas, el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 ha sido modificado por el Reglamento Delegado (UE) 2021/1255, en el siguiente sentido: En primer lugar, incluye nuevas definiciones en el artículo 1 como son el «riesgo de sostenibilidad» y los «factores de sostenibilidad», remitiéndose a la definición que tienen en el artículo 2, puntos 22 y 24, respectivamente, del Reglamento (UE) 2019/2088. Esto es, es riesgo de sostenibilidad, «todo acontecimiento o estado medioambiental, social o de gobernanza que, de ocurrir, pudiera surtir un efecto material negativo real o posible sobre el valor de la inversión»; por su parte, por «factores de sostenibilidad» debe entenderse «toda información relacionada con cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, y con el respeto de los derechos humanos y la lucha contra la corrupción y el soborno».

La segunda modificación del Reglamento Delegado (UE) 2021/1255 consiste en la adición de dos nuevos apartados 5 y 6 en el art. 18 del Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013, que lleva por rúbrica «Diligencia debida». Así, el nuevo apartado 5 estipula que los GFIA deben tener en cuenta los requisitos de sostenibilidad cuando cumplan con los requisitos establecidos en los apartados 1 a 3, que establecen los deberes de actuación con la diligencia debida de los GFIA concretándose del siguiente modo: deben poner en juego un alto nivel de diligencia en la selección y el seguimiento permanente de las inversiones; deben cerciorarse de tener un conocimiento y una comprensión adecuados de los

La Unión Europea ha dado pasos decisivos hacia la introducción de exigencias de sostenibilidad que afectan a las grandes sociedades de capital y, de modo indirecto, también a las pymes. La presente obra ofrece el estudio de diversos aspectos clave relacionados con la aprobación de la Directiva (UE) 2024/1760 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2024, sobre diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad; la Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, relativa a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas; así como la Directiva (UE) 2022/2381 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de noviembre de 2022 relativa a un mejor equilibrio de género entre los administradores de las sociedades cotizadas y a medidas conexas, transpuesta en el ordenamiento español mediante la Ley Orgánica 2/2024, de 1 de agosto, de representación paritaria y presencia equilibrada de mujeres y hombres. Los estudios incluyen el tratamiento de los nuevos deberes de las sociedades para prevenir y mitigar impactos adversos en los derechos humanos y el medio ambiente; las obligaciones de transparencia e información en materia de sostenibilidad; los requisitos para lograr una representación equilibrada de género en los órganos de dirección empresarial; así como otras materias directamente conectadas con estos ámbitos. En particular, la financiación sostenible para las pymes, la inclusión de la sostenibilidad en la decisión de inversión de los gestores de inversiones alternativas, la economía circular en el contexto de la transición ecológica y las sociedades de beneficio. Con un enfoque práctico, esta obra examina las implicaciones legales de las medidas ya adoptadas y de las proyectadas, proporcionando una herramienta esencial en el estudio de los pormenores de un modelo empresarial que se ajuste a las actuales exigencias legales en materia de sostenibilidad.

ISBN: 978-84-10292-38-3

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

LA LEY