Apuntes

Comentario sobre las directivas de sostenibilidad. No basta con simplificarlas: lo lógico es derogarlas.

BENITO ARRUÑADA

Apuntes 2025/35
Diciembre de 2025

fedea

Las opiniones recogidas en este documento son las de sus autores y no coinciden necesariamente con las de Fedea.

Benito Arruñada*

Comentario sobre las directivas de sostenibilidad. No basta con simplificarlas: lo lógico es derogarlas

Diciembre de 2025

1. Resumen ejecutivo

La Unión Europea aprobó en 2022 y 2024 dos directivas de gran alcance —la CSRD y la CSDDD— que ampliaban masivamente las obligaciones de información y diligencia debida de las empresas en materia de sostenibilidad. Su aplicación habría multiplicado por cuatro el número de compañías obligadas a reportar, creado procesos de verificación adicionales y extendido la responsabilidad empresarial a esferas imposibles de supervisar de forma realista. La evidencia disponible, sin embargo, muestra que estas normas se apoyan en fundamentos teóricos débiles, generan información de utilidad limitada y carecen de los incentivos adecuados para corregir fallos del mercado.

En 2025, tras el informe Draghi y ante la pérdida de competitividad, la resistencia empresarial y la divergencia internacional creciente —especialmente frente a Estados Unidos—, la Comisión Europea impulsó una rectificación sustancial mediante el paquete Ómnibus: elevó umbrales, redujo obligaciones y pospuso la entrada en vigor. Pero esta simplificación es una respuesta tardía, parcial e insuficiente. La simplificación atenúa algunas cargas visibles, pero no corrige los problemas de fondo: inseguridad jurídica, discrecionalidad regulatoria, incentivos perversos y, sobre todo, desplazamiento de decisiones colectivas hacia órganos privados carentes de legitimidad democrática.

El presente Comentario argumenta que ni la CSRD ni la CSDDD logran sus objetivos declarados. Las métricas ESG son inconsistentes; las agencias que las producen están sujetas a conflictos de interés; los fondos "sostenibles" no obtienen mejores resultados ni logran impactos ambientales verificables; y la empresa no dispone de la información ni del mandato necesarios para resolver dilemas sociales complejos. Estas normas, además, generan rentas significativas para consultoras, verificadores y activistas especializados, al tiempo que debilitan los mecanismos de gobierno corporativo y diluyen la responsabilidad directiva.

La lógica que explica su adopción no es económica, sino política: una minoría con preferencias intensas por la sostenibilidad utiliza a la empresa como canal para imponer costes que no lograría aprobar en el proceso democrático ordinario. Las obligaciones de reporte funcionan así como un mecanismo indirecto de transferencia, que oculta el verdadero conflicto

* E-mail: benito.arrunada@upf.edu. Catedrático de la Universidad Pompeu Fabra, Affiliated Professor de la Barcelona School of Economics e Investigador Asociado de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA). Agradezco los comentarios de Mircea Epure, Ángel de la Fuente, Cándido Paz-Ares, Andrés Recalde, y los participantes en sendos debates de FUNCAS sobre "Cambiar las empresas para cambiar el mundo" (22 de marzo 2023) y "Competencia inclusiva" (8 de abril de 2025), y el apoyo del proyecto de investigación PID2023-147587NBI00 de la Agencia Nacional de Investigación.

distributivo y desplaza cargas a consumidores, trabajadores y accionistas sin debate público explícito.

A la luz de la corrección emprendida por la Comisión y del agotamiento político del proyecto, resulta insuficiente "simplificar" estas directivas. La opción responsable es derogarlas o, al menos, congelarlas. La sostenibilidad empresarial exige precios correctos, reglas claras y responsabilidad jurídica efectiva ante daños reales, no un aparato burocrático expansivo y opaco. En España, la prudencia aconseja no culminar la transposición hasta conocer el resultado definitivo del paquete Ómnibus y evitar que las empresas españolas queden sometidas a un marco más exigente que el de sus competidoras europeas.

2. Contenido de las normas

La Unión Europea se encuentra en una encrucijada: tras años de producción regulatoria sin tasa, le cuesta frenar y aún más dar marcha atrás en sus esfuerzos previos. Lo ilustran bien las flamantes directivas de sostenibilidad, para las que se anuncia ahora una simplificación destinada a reducir sus costes. Pero la mera existencia de esta revisión no implica reconocer que el planteamiento original era desacertado y quizá incluso ha resultado contraproducente para los propios objetivos de sostenibilidad ambiental.

Una regulación maximalista

A finales de 2022, la Unión Europea promulgó la Directiva 2022/2464 sobre información de sostenibilidad (CSRD, por *Corporate Sustainability Reporting Directive*), que amplía de forma sustancial el tipo y la cantidad de información que han de divulgar las empresas e incrementa su ámbito de aplicación desde unas 11.700 compañías obligadas bajo la NFRD hasta más de 50.000, prácticamente cuadruplicando su número[1].

La CSRD reemplaza a la Directiva 2014/95 sobre información no financiera (NFRD, por *Non-Financial Reporting Directive*), adoptada en 2014[2], en virtud de la cual las empresas con más de 500 empleados estaban obligadas a informar desde 2017 sobre sus políticas y resultados en materia ambiental, social y de gobernanza (ESG). Las 11.700 empresas sujetas a la NFRD debían divulgar sus políticas y riesgos relativos a cuestiones medioambientales, laborales, de derechos humanos, lucha contra la corrupción y diversidad en sus consejos. Si no contaban con una política en algún ámbito, debían explicar la razón (European Commission, 2022).

[1] Directiva (UE) 2022/2464 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 537/2014, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y la Directiva 2013/34/UE, por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas (*Diario Oficial de la Unión Europea*, L 322/15, 16 de diciembre de 2022).
[2] Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos (*Diario Oficial de la Unión Europea*, L 330/1, 15 de noviembre de 2014).

Bajo la nueva directiva[3], unas 50.000 medianas y grandes empresas deberían proporcionar anualmente información más detallada y homogénea, conforme a los *Estándares Europeos de Informes de Sostenibilidad* (ESRS, por *European Sustainability Reporting Standards*), elaborados por el antiguo EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*). La CSRD exige también verificación externa independiente. Además de divulgar políticas, riesgos, objetivos y resultados, las empresas deberán fijar metas temporales y planes de actuación, definir competencias del órgano de administración e incluir información sobre incentivos, procedimientos de diligencia debida y riesgos relevantes de sostenibilidad.

Por su parte, la Directiva sobre diligencia debida en sostenibilidad (CSDDD, por *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*[4]) impone a las empresas un deber de vigilancia de impactos ambientales, sociales y de derechos humanos tanto en sus operaciones como en partes de su cadena de valor. A diferencia de la CSRD, que se limita a requerir divulgación, la CSDDD establece obligaciones sustantivas de conducta que amplían la responsabilidad empresarial más allá de su perímetro de control, generando incertidumbre jurídica y amplia discrecionalidad interpretativa. Su diseño original exigía, por ejemplo, que las estrategias corporativas fueran "compatibles" con la limitación del calentamiento global a 1,5 ºC, y que se identificaran riesgos relevantes a lo largo de la cadena de actividades empresariales, pese a la evidente dificultad técnica de verificar tales extremos.

Aunque, como pasamos a comentar, estas exigencias han sido revisadas —el acuerdo interinstitucional del paquete Ómnibus I de diciembre de 2025 elimina la obligación de planes climáticos y redefine el alcance y enfoque de la diligencia debida—, la CSDDD imponía obligaciones de vigilancia extremadamente amplias, difíciles de verificar.

Posterior marcha atrás

Con posterioridad, en 2024 y 2025, y tras el informe Draghi, la Comisión Europea emprendió una revisión profunda del marco regulatorio de sostenibilidad y presentó dos paquetes

---

[3] La nueva directiva entró en vigor el 5 de enero de 2023 y, en principio, los estados miembros tenían hasta el 31 de diciembre de 2024 para transponerla a sus legislaciones nacionales. Quedaban obligadas por la Directiva todas las empresas cotizadas en la UE con más de 250 empleados y todas las empresas no cotizadas (incluidas las filiales europeas de empresas matrices no europeas) que cumpliesen al menos dos de las siguientes condiciones: tener un activos superiores a 20 millones de euros, una cifra neta de negocios superior a 40 millones de euros y más de 250 empleados de media durante el ejercicio. Las primeras empresas afectadas, que son las ya obligadas por la NFRD, debían aplicar los nuevos criterios en 2025, al informar sobre el ejercicio 2024; las otras grandes empresas, en 2026 sobre el de 2025; y las últimas, que serían las pymes cotizadas y las filiales de empresas extranjeras, en 2029 sobre el de 2028.

[4] 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 (*Diario Oficial de la Unión Europea*, L 2024/1760, 5 de julio de 2024). Su redacción original exigía a las empresas —cuando el cambio climático fuera un riesgo principal— adoptar un plan de transición climática destinado a que su modelo de negocio y estrategia fueran "compatibles […] con la limitación del calentamiento global a 1,5 ºC, en consonancia con el Acuerdo de París" (art. 15), así como identificar y gestionar impactos adversos reales y potenciales en derechos humanos y medioambiente a lo largo de su "cadena de actividades empresariales establecida", incluyendo determinados socios indirectos (arts. 6–8).

legislativos —Ómnibus I y Ómnibus II— destinados a aliviar las cargas de la CSRD y otras normas. El paquete Ómnibus I propone elevar de manera sustancial los umbrales de aplicación (más de 1.000 empleados y 450 millones de euros de facturación), excluir a las pymes cotizadas del ámbito de la directiva, simplificar los ESRS y aplazar dos años la entrada en vigor de buena parte de las obligaciones (European Commission, 2025a, 2025b). Parte de estas medidas —como el aplazamiento de plazos— ya ha sido aprobada mediante la Directiva "stop-the-clock" de abril de 2025[5], mientras que el resto integra el acuerdo provisional alcanzado el 9 de diciembre de 2025, aún pendiente de aprobación formal por Parlamento y Consejo (Council of the European Union, 2025).

La CSDDD también ha sido objeto de un recorte significativo. El acuerdo Ómnibus I reduce drásticamente su ámbito subjetivo, eleva los umbrales de aplicación, sustituye la diligencia exhaustiva por un enfoque estrictamente basado en riesgos, suprime la obligación de planes climáticos y elimina el régimen armonizado de responsabilidad civil (Council of the European Union, 2025; European Commission, 2025b)[6]. Aunque estas modificaciones no serán efectivas hasta la adopción formal del texto, el consenso alcanzado en trílogo confirma que el diseño original de la CSDDD —con deberes expansivos y complejidad desbordada— ha resultado insostenible. Todo apunta a una versión debilitada, aplicable solo a un número reducido de grandes multinacionales y con una intervención mucho menor en sus cadenas de valor[7].

El contraste con los Estados Unidos acentúa este cambio de rumbo. Desde el inicio del segundo mandato de Donald Trump en 2025, se ha acelerado el desmantelamiento de la agenda ESG: derogación de normas federales, prohibiciones estatales al uso de criterios ESG en fondos públicos, demandas antimonopolio contra grandes gestoras y caída brusca del apoyo accionarial a propuestas climáticas. Esto ha generado un efecto de arrastre en empresas y mercados, que han reducido drásticamente sus referencias públicas a la sostenibilidad. La Unión Europea queda así expuesta a un aislamiento regulatorio, sin equivalente internacional que garantice reciprocidad ni condiciones competitivas equitativas (*level playing field*).

---

[5] Directiva (UE) 2025/794 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de abril de 2025, por la que se modifican las Directivas (UE) 2022/2464 y (UE) 2024/1760 en lo que respecta a las fechas a partir de las cuales los Estados miembros deben aplicar determinados requisitos de presentación de información sobre sostenibilidad y de diligencia debida por parte de las empresas, *Diario Oficial de la Unión Europea*, L-2025-80596, de 16 de abril de 2025.

[6] El acuerdo provisional del paquete Omnibus I (9 de diciembre de 2025) introduce modificaciones sustantivas tanto en la CSRD como en la CSDDD: eleva los umbrales de aplicación a más de 1.000 empleados y 450 millones de euros de facturación, excluye a las pymes cotizadas, simplifica los estándares de reporte (ESRS) y aplaza dos años la entrada en vigor de las obligaciones aún no aplicables; en materia de diligencia debida, elimina la obligación de adoptar planes de transición climática, reorienta la diligencia hacia un enfoque estrictamente basado en riesgos, reduce el alcance de la cadena de valor y suprime el régimen europeo armonizado de responsabilidad civil. Estas reformas deberán ser aprobadas formalmente por el Parlamento Europeo y el Consejo antes de su publicación en el Diario Oficial, lo que previsiblemente ocurrirá en 2026. Parte del paquete —el aplazamiento de plazos de la CSRD— ya se ha incorporado al Derecho de la Unión mediante la Directiva (UE) 2025/794.

[7] Gadinis y Fregoni (2025) muestran cómo la reducción del alcance de la CSRD, el estancamiento de nuevas obligaciones y el desplazamiento del liderazgo normativo hacia el ISSB evidencian el agotamiento de la apuesta regulatoria europea en materia ESG.

En este contexto, la simplificación promovida por la Comisión no es fruto de una reconsideración conceptual, sino la respuesta tardía a múltiples señales adversas: pérdida de competitividad, resistencia empresarial, riesgo de fuga de inversiones y creciente fatiga regulatoria tras años de inflación normativa. El paquete Ómnibus reconoce implícitamente que el diseño original de la CSRD y la CSDDD fue excesivo, pero actúa solo sobre la periferia: reduce el número de empresas afectadas y rebaja algunas exigencias, sin cuestionar la arquitectura normativa que convierte a la empresa en instrumento de políticas públicas mal definidas. Es, en suma, una rectificación parcial que alivia ciertos costes, pero deja intactos los defectos estructurales y resulta insuficiente.

La trasposición de las directivas en España

En España, el Gobierno aprobó en mayo de 2023 un Anteproyecto de Ley destinado a transponer la CSRD, pero el adelanto electoral impidió su remisión al Congreso, dejando la iniciativa en suspenso. Tras la reactivación legislativa —y sin esperar a que concluyeran las reformas simplificadoras del paquete Ómnibus— el Gobierno volvió a presentar un Proyecto de Ley de información empresarial sobre sostenibilidad[8], cuyo contenido reproduce esencialmente las obligaciones previstas en la Directiva 2022/2464, tal y como fueron concebidas inicialmente.

Se trata, por tanto, de una transposición de mínimos respecto al marco original de la CSRD, pero que deberá revisarse si se confirman en 2026 las rebajas regulatorias previstas por la Unión Europea. No hacerlo situaría a las empresas españolas en una posición de desventaja competitiva, al quedar sometidas a obligaciones más estrictas que las de sus homólogas europeas justo cuando la política comunitaria busca aliviar cargas y mejorar la competitividad.

Plan de exposición

El resto del Comentario desarrolla de forma secuencial los argumentos que justificaron en su día estas directivas. En primer lugar, examino la justificación oficial, mostrando que descansa en presupuestos teóricos incoherentes y en una evidencia empírica que es contradictoria con el espíritu de las normas. En segundo lugar, analizo sus efectos económicos y jurídicos, destacando cómo la CSRD y la CSDDD desplazan funciones propias del proceso político hacia la empresa, generan cargas desproporcionadas y multiplican la discrecionalidad regulatoria. Posteriormente, reviso los incentivos de los distintos grupos interesados y la lógica política que explica por qué normas presentadas como “técnicas” responden, en realidad, a preferencias minoritarias intensas. El Comentario concluye que la simplificación Ómnibus, aun siendo un reconocimiento implícito del error regulatorio inicial, no corrige los defectos estructurales del régimen. Por ello, la opción eficiente no es ajustar marginalmente estas normas, sino proceder a su derogación o, al menos, a su congelación indefinida.

[8] *BOCG*, Serie A, núm. 38-1, 31 de octubre de 2024.

3. Análisis de la justificación de las directivas, con especial atención a la CSRD

Los argumentos de la directiva

La justificación de la Directiva es proporcionar a inversores y demás partes interesadas una mayor transparencia y comparabilidad en la información sobre sostenibilidad, de modo que, en teoría, puedan tomar decisiones de inversión mejor informadas y así favorecer la transición hacia una economía más sostenible (e.g., European Commission, 2022).

Se trata, sin embargo, de una justificación poco atendible, tanto en el plano teórico como en el empírico. No está claro: (1) si existe realmente demanda de esta información; (2) si quienes hipotéticamente la demandan están en condiciones de utilizarla; y (3) si, incluso utilizándola, mejorarían las decisiones de aquellos accionistas más interesados en criterios de sostenibilidad.

En primer lugar, es dudosa la conveniencia de una regla *imperativa*. Si existiera una demanda sólida de información sobre sostenibilidad, no sería necesario obligar a divulgarla: bastaría con armonizar estándares y, en su caso, establecer reglas *dispositivas* que facilitaran su adopción voluntaria[9]. Más aún, ante las incertidumbres sobre qué indicadores son relevantes y cómo medirlos, habría sido más lógico definir y testar un "código" informativo robusto antes de imponer cualquier obligación general de reporte. Máxime cuando los inversores individuales muestran, en promedio, menos interés por estrategias sostenibles que los inversores institucionales (Cunningham et al., 2022), y cuando quienes hablan en nombre de estos últimos son, en realidad, los directivos que los gestionan. Además, los accionistas ya disponen de mecanismos ordinarios de gobierno corporativo: pueden votar en la junta para exigir tanto más información como políticas específicas de sostenibilidad en cada empresa[10].

En segundo lugar, aun admitiendo que existiera una demanda efectiva de información destinada a "hacer más sostenibles" las decisiones de inversión, la naturaleza y la calidad de la información disponible dificultan que pueda utilizarse con ese fin. A diferencia de la información financiera —que se expresa en un lenguaje común, el del dinero, y permite agregar beneficios y riesgos—, la información de sostenibilidad carece de unidad de medida: sus objetivos son múltiples y no agregables, y las incógnitas sobre qué políticas son efectivas son enormes. No está claro qué debe medirse, cómo valorar efectos indirectos o cómo integrar horizontes temporales largos y altamente inciertos[11].

---

[9] Sobre la trascendental diferencia entre normas dispositivas e imperativas y su distinto papel en corregir tipos distintos de "fallos" de mercado —respectivamente, por un lado, costes contractuales en sentido estrecho; y, por otro, externalidades y déficits cognitivos—, véase, por ejemplo, Arruñada (2001 y 2025, pp. 12-15)

[10] Quizá ese mecanismo es menos eficaz en grandes sociedades cuyas acciones cotizan en Bolsa y se reparten entre millones de accionistas; pero en su redacción original la directiva no excluía de sus obligaciones a las empresas grandes no cotizadas, en las que la voluntad del accionariado es fácil de ejercer. Por tanto, no es creíble que fuera esa la motivación real o única del legislador.

[11] La llamada "doble materialidad" –que exigía a la empresa reportar no solo riesgos para su negocio sino impactos sobre el entorno– constituye una cláusula abierta que multiplica la discrecionalidad

No sorprende, por ello, que las aproximadamente 160 agencias que elaboran índices de sostenibilidad utilicen más de 700 indicadores repartidos en 64 categorías (Berg, Kölbel y Rigobon, 2022), ni que los resultados de estos índices sean a menudo contradictorios. Mientras que la correlación entre ratings financieros se acerca al 99 %, la correlación entre ratings de sostenibilidad apenas supera el 50 %, lo que los convierte en una guía poco fiable para el inversor genuinamente preocupado por el medio ambiente o por otros objetivos ESG.

Por último, la evidencia empírica debilita aún más la supuesta utilidad de esta información. Los fondos que más presumen de sostenibilidad son, en promedio, los que obtienen peores resultados financieros (Raghunandan y Rajgopal, 2022), y la OCDE no encuentra correlación alguna entre los ratings ESG y la conducta medioambiental efectiva de las empresas (OECD, 2022). A esto se suma que muchas de las agencias que evalúan y certifican la sostenibilidad de las empresas también las asesoran sobre cómo "mejorar" sus puntuaciones (IOSCO, 2021), lo que introduce un conflicto de intereses sistémico y cuestiona la integridad del propio sistema de evaluación[12].

Intereses privados

Los objetivos declarados de la regulación resultan más dudosos que los intereses privados que puede llegar a satisfacer. El primero, y quizá menos evidente, es el de los directivos de las empresas afectadas. Cuando la función retributiva no alinea bien sus intereses con los del accionariado, la introducción de objetivos múltiples y mal definidos amplía su discrecionalidad y les proporciona excusas para justificar decisiones que responden a sus propias preferencias, no necesariamente a las de los propietarios. La multiplicación de metas, indicadores y narrativas sostenibles incrementa el margen para que el directivo escoja, dentro de esa nebulosa, aquello que favorece su agenda personal o reputacional.

En el extremo opuesto, y con intereses mucho más transparentes, se encuentra la amplia constelación de proveedores de servicios ESG: agencias de rating, consultoras, entidades de verificación, certificadoras, despachos dedicados a la *compliance* y sectores académicos especializados[13]. Todos ellos se benefician directamente de la complejidad regulatoria. Un "tsunami regulatorio", en expresión de Ernst & Young (Andreu, Castilla y García Tejerina, 2021), genera una demanda creciente de consultoría, auditoría y certificación. No es casual que PwC anunciara en 2021 la contratación de 100.000 empleados adicionales para estos fines (Maurer, 2021). La inflación normativa alimenta así un auténtico *compliance-industrial complex* que vive —y prospera— de cada nueva capa de obligaciones.

---

interpretativa y debilita los fundamentos epistémicos del reporte. Su uso como criterio regulatorio debería abandonarse en todo caso.

[12] En verdad, quizá estas agencias ayuden más a prometer que a mejorar, pues, según el estudio de la OCDE citado, a menudo basta con difundir información, redactar un plan o impartir cursillos para elevar el rating. Estos vicios recuerdan al casuismo criticado por Adam Smith (1759), que otorgaba más peso a las formalidades del "propósito de enmienda" que a la enmienda real o a la reparación del daño. Del mismo modo, el énfasis en cumplir con la forma antes que con el fondo reproduce mecanismos ya analizados en Arruñada (2009, 2010), donde la obediencia ritual sustituye al cambio sustantivo.

[13] Sobre los costes de las fórmulas de *compliance*, véase Arruñada (2025, pp. 398-ss.) y Garicano (2025).

Con todo, el grupo de interés más relevante es el constituido por la minoría de ciudadanos y representantes políticos con preferencias particularmente intensas en materia de sostenibilidad. Esa minoría, consciente de que sus propuestas fiscales o regulatorias más directas —como la adopción de impuestos robustos sobre el carbono— no contarían con apoyo electoral suficiente, recurre a trasladar sus objetivos a través del gobierno corporativo y las obligaciones de reporte. La regulación ESG se convierte así en un mecanismo indirecto de imposición de costes sociales que difícilmente superarían un proceso democrático ordinario. La empresa actúa como canal sustitutivo de la política: un foro menos deliberativo, menos representativo y más susceptible de captura por quienes tienen preferencias más fuertes y mayor capacidad de presión reputacional.

4. Valoración desde la teoría política y la economía de la empresa

Las directivas de sostenibilidad pueden evaluarse con provecho a la luz del argumento político formulado por Friedman (1970) sobre la responsabilidad de la empresa. Para Friedman, la firma debe maximizar su valor *dentro de la legalidad*[14], y corresponde a la política —no a la gestión empresarial— corregir los fallos del mercado mediante leyes claras, generales y sometidas al control democrático. La agenda ESG subvierte este esquema: aunque formalmente adopta la forma de ley, no impone obligaciones sustantivas directamente operativas, sino que modifica los criterios y objetivos de decisión dentro de la empresa, desplazando hacia ella debates y conflictos que deberían resolverse en la arena política. Es una legislación sui generis que, bajo la apariencia de neutralidad técnica, diluye contrapesos institucionales, amplía la discrecionalidad de directivos y reguladores y traslada a las empresas la carga de procesar información y resolver dilemas sociales para los que carecen de mandato y legitimidad[15].

Valoración a la luz del argumento político de Friedman

Esta diferencia en la naturaleza de las normas tiene consecuencias de gran alcance. Mientras que las obligaciones sustantivas pueden discutirse en términos de costes y beneficios directos, las leyes que alteran el proceso de decisión empresarial generan efectos indirectos difíciles de evaluar. Además, aunque parecen menos efectivas que las medidas fiscales o regulatorias clásicas, pueden resultar más influyentes porque cooptan fuerzas de mercado, creando nuevas rentas que diversos actores intentarán apropiarse. Es revelador que la Comisión Europea reconozca que espera fomentar un "cambio cultural" y crear "una cultura de transparencia sobre el impacto de las empresas en las personas y el medio ambiente". Es, en esencia, propaganda política financiada por consumidores, trabajadores y accionistas, presentada como técnica, pero diseñada para dar apariencia de acción sin afrontar los costes reales de una política climática coherente.

[14] "Esa responsabilidad… generalmente será ganar tanto dinero como sea posible mientras respeta las reglas básicas de la sociedad, tanto aquellas incorporadas a las leyes como a las costumbres morales" (Friedman, 1970).
[15] Véase Salas Fumas (2021) para una valoración relativamente favorable de estos planteamientos.

El problema es más profundo: estas normas trasladan la discusión política al seno de cada empresa, que debe procesar información incierta, evaluar impactos imposibles de cuantificar y ponderar objetivos contradictorios. Se pretende así que decisiones de carácter colectivo —desde el coste social de las emisiones hasta la equidad intergeneracional— se adopten en foros privados que no cuentan ni con la información adecuada ni con los procedimientos deliberativos propios de la política. La empresa se convierte, de facto, en un microparlamento opaco y vulnerable a la captura por parte de minorías intensas. El resultado es una especie de constitucionalismo invertido: se "constitucionalizan" deberes éticos privados sin los frenos y contrapesos del constitucionalismo público.

Por otro lado, la carga informativa no soluciona los fallos que pretende corregir. Dado el tipo de información necesaria para valorar riesgos ambientales y sociales, así como la interrelación de efectos y cadenas de valor globales, la empresa carece de capacidad para estimar el coste ambiental de sus actividades o las de sus proveedores indirectos. La medición de las emisiones de alcance 3 es un ejemplo paradigmático: su fiabilidad es prácticamente nula, lo que convierte la obligación de reportarlas en un ejercicio formalista sin contenido real. En tales condiciones, no parece que haya ventajas en resolver estas cuestiones de forma descentralizada —como sugeriría un mercado bien informado—, dado que la información relevante no existe con la calidad ni la granularidad necesarias. El argumento hayekiano sobre la superioridad del mercado descansa en que la información privada, dispersa y objetiva permite coordinar acciones; pero no se aplica a dominios donde la información es incierta, especulativa y no verificable. En estos casos, el mecanismo adecuado es la política —impuestos, prohibiciones o precios correctivos— no la delegación silenciosa en la empresa.

El resultado es una suma de fallos. Ni resolvemos bien el fallo original del mercado —porque la empresa no puede internalizar externalidades que no sabe medir—, ni operamos con los controles de la política democrática. La regulación ESG crea así el peor de ambos mundos: mercados menos competitivos y políticas menos representativas. Además, una vez creadas las rentas regulatorias, se consolidan sectores económicos especializados —consultoras, verificadores, certificadores, ONG— cuya supervivencia depende de mantener e incluso ampliar estas obligaciones. Salvo en el momento inicial de la aprobación y en una improbable derogación posterior, los contrapesos políticos quedan desactivados. El aparato tiende a crecer por inercia institucional.

La lógica del "precio sombra" resume bien este problema. La divulgación obligatoria generará presiones ambientales y sociales que condicionarán las decisiones de las empresas. Pero, dadas las limitaciones estructurales del sistema, ese precio sombra será arbitrario, raramente coincidente con el coste social real, y reflejará sobre todo las preferencias de grupos minoritarios con capacidad de presión reputacional.

En suma, la regulación ESG produce un sistema de precios sombra arbitrario, distorsiona la asignación de recursos y desplaza funciones públicas hacia foros privados que carecen de los mecanismos deliberativos y de control propios de la política democrática. Este desplazamiento, más que un accidente, refleja la forma en que distintas preferencias sociales compiten en un contexto institucional incapaz de generar acuerdos transparentes sobre costes

y beneficios. Es aquí donde conviene examinar la lógica política que sostiene este tipo de regulación.

Valoración desde la economía de la empresa

Entre los defensores de un giro normativo hacia la "democratización" de la empresa destacan Hart y Zingales, quienes proponen que los gestores maximicen el bienestar —y no el valor— de los accionistas, incorporando en las decisiones corporativas sus preferencias éticas. La idea parece seductora, pero su aplicación convertiría a la sociedad anónima en un parlamento informal y permanente: requeriría que los accionistas se pronunciaran sobre dilemas morales complejos para los que carecen de información, incentivos o tiempo, agravando así los clásicos problemas de acción colectiva. Lejos de corregir fallos del mercado, este enfoque añade los de una política mal diseñada: decisiones más lentas, sesgo hacia grupos más vociferantes, captura ideológica y menor capacidad de control sobre los directivos.

La consecuencia lógica del planteamiento de Hart y Zingales sería la aparición de "californias corporativas": organizaciones en las que todo se vota, pocos participan y las decisiones responden más a la movilización ideológica que al interés económico. Sería una democracia procedimental interna que, lejos de empoderar a los accionistas, elevaría los costes de información, favorecería a quienes soportan un coste político más bajo y, paradójicamente, debilitaría la voz de la mayoría pasiva.

Una versión aún más ambiciosa de este enfoque es la propuesta de Colin Mayer, para quien la empresa debe "producir soluciones rentables a los problemas de las personas y del planeta". Esta reformulación del propósito corporativo transforma la empresa en un órgano cuasi público, sometido a una agenda social indeterminada. Su atractivo retórico esconde una profunda indeterminación operativa: ¿qué problemas?, ¿definidos por quién?, ¿medidos cómo? La ambigüedad del propósito refuerza la discrecionalidad de gestores y reguladores (nada impide hoy constituir sociedades con todo tipo de propósitos o transformar el objeto social), y diluye la frontera entre responsabilidad privada y legitimidad política. La empresa no está diseñada para fijar metas colectivas ni para resolver dilemas distributivos: carece del mandato, de los procedimientos y de las garantías constitucionales propias de la esfera política.

Tanto Hart y Zingales como Mayer ignoran una dificultad central: sus propuestas presuponen un mecanismo para agregar preferencias éticas heterogéneas entre millones de accionistas. La literatura de teoría social demuestra que esa tarea carece de solución general sin violar condiciones mínimas de racionalidad o libertad colectiva (Arrow, 1951). Pedir a la empresa que internalice preferencias morales múltiples (como hizo el propio Arrow en un trabajo 1973) es, por tanto, pedirle que resuelva un problema que ni siquiera la teoría democrática ha logrado resolver. Además, exigir a los gestores que equilibren dimensiones inconmensurables —ganancias, emisiones, impactos sociales— multiplica los grados de libertad, y con ellos las oportunidades de oportunismo gerencial.

En contraste con estas propuestas, la crítica de Fama (2021) devuelve la discusión a la estructura contractual que define a la empresa. Los accionistas asumen el riesgo residual y, por

ello, el objetivo debe ser verificable y único. Introducir múltiples objetivos —ambientales, sociales, de gobernanza— no solo desdibuja ese mandato, sino que rompe el equilibrio contractual que disciplina a los directivos. El "capitalismo de *stakeholders*" incrementa los costes de agencia, diluye la responsabilidad y crea un terreno fértil para el oportunismo: cuando todo cuenta, nada es exigible. No es extraño que, bajo esquemas ESG expansivos, proliferen casos de *greenwashing* y confusión normativa: cuando la responsabilidad es difusa, la disciplina reputacional también se debilita[16].

Pero las propuestas de gobernanza sostenible no solo alteran la lógica contractual; también redistribuyen poder entre accionistas. Al ampliar la discrecionalidad directiva bajo la retórica de "considerar intereses colectivos", se transforma el conjunto de remedios legales de los accionistas disidentes. No es lo mismo proteger derechos financieros verificables que introducir deberes difusos basados en preferencias morales. De facto, estas reformas refuerzan la influencia de minorías activistas —más organizadas y vocales— en detrimento de los accionistas pasivos, que son mayoría. El resultado es una forma de politización empresarial sin deliberación democrática previa.

Incluso los mecanismos reputacionales, en apariencia los frenos naturales de la mala conducta empresarial se vuelven más frágiles en presencia de agendas múltiples. Sin un objetivo claro, la evaluación del desempeño se vuelve ambigua; cualquier decisión puede justificarse apelando a alguna dimensión ESG; y los mercados —clientes, inversores, analistas— dejan de penalizar el mal desempeño económico, pues queda enmascarado entre narrativas sostenibles. Cuando la responsabilidad se difumina, la disciplina reputacional pierde fuerza.

En suma, la teoría económica de la empresa refuerza la crítica formulada desde la teoría política: las directivas de sostenibilidad alteran la naturaleza misma del contrato societario, sustituyen un mandato claro y gobernable por una constelación de fines morales contradictorios, diluyen la responsabilidad directiva y reducen la eficacia de los mecanismos tradicionales de control. Al intentar convertir la empresa en un agente político-moral, las directivas no resuelven fallos del mercado: los agravan.

Valoración final

Los argumentos anteriores sugieren que las directivas responden más a la creación y apropiación de rentas que a la corrección de fallos del mercado. Y lo hacen, además, agravando esos mismos fallos en aras de una agenda que, por su carácter minoritario, no lograría prosperar en la arena política. Si esta interpretación es correcta, la divulgación obligatoria de información —cuyo coste una comisionada de la SEC estimaba comparable al de la información financiera (Peirce, 2022)— no solo transfiere recursos a ciertos agentes e

[16] Fama sostiene que la empresa moderna se organiza en torno a un principio de delegación condicionado: solo quien asume el riesgo residual (el accionista) debe tener derechos de control. Este diseño responde a un equilibrio contractual: los demás grupos —trabajadores, acreedores, proveedores— pactan ex ante sus retribuciones y condiciones, mientras que el accionista queda expuesto a la incertidumbre del resultado. Por tanto, introducir objetivos múltiples (ESG) altera ese equilibrio: añade funciones sin contraparte contractual, crea obligaciones difusas, y mina la claridad del mandato directivo, generando más costes de agencia, no menos (Fama 2021).

inversores, sino que alimenta un gigantesco aparato de propaganda, financiado por las propias empresas, que facilita el chantaje reputacional, entorpece el funcionamiento de las juntas y distorsiona la toma de decisiones colectivas.

La información masiva y heterogénea que se exige divulgar generará un precio sombra ambiental y social que condicionará las decisiones internas de las empresas. Pero, dadas las limitaciones estructurales del sistema —falta de métricas fiables, incentivos desviados, captura regulatoria—, ese precio sombra será arbitrario y no reflejará el coste social real. Responderá, más bien, a las preferencias de grupos minoritarios con alta capacidad de presión reputacional y política.

Ello confirma que estas directivas alteran el proceso de decisión empresarial sin resolver fallos del mercado. Considérese que, dada la naturaleza de la información necesaria para valorar riesgos ambientales y sociales, así como la profunda interdependencia de los efectos (por ejemplo, la dificultad extrema de estimar el impacto ambiental de toda una cadena global de valor [Pucker, 2021]), difícilmente puede haber ventajas en resolver estas cuestiones de forma descentralizada mediante decisiones atomizadas de empresas individuales. Siguiendo la lógica de Hayek (1945), la descentralización solo genera eficiencia cuando los agentes poseen información privada, objetiva y verificable. Aquí ocurre lo contrario: la información es incierta, especulativa y no contrastable, lo que exige decisiones políticas explícitas, no su delegación encubierta en la empresa.

La lógica política que explica este tipo de regulación se entiende mejor si atendemos a la distribución social de preferencias. Una política verdaderamente eficiente para corregir externalidades —sea cual sea su intensidad— consistiría en ajustar sus precios, no en multiplicar informes y protocolos. Sin embargo, cuando una minoría mantiene preferencias intensas por la sostenibilidad y una mayoría es indiferente o reacia a asumir sus costes, el equilibrio político resultante rara vez conduce a instrumentos fiscales transparentes y sometidos a escrutinio. En su lugar, recaen sobre las empresas obligaciones informativas y procedimentales que externalizan costes y crean la apariencia de acción sin afrontar las decisiones impopulares que exige una política climática coherente.

Este desplazamiento puede interpretarse de dos maneras. Una, benevolente, atribuye el fenómeno a error colectivo, contradicción interna o simple miopía de la mayoría. La otra —más realista— lo interpreta como un mecanismo institucional de conciliación: una meta-racionalidad política que permite a la mayoría vivir sin afrontar abiertamente los costes de la sostenibilidad, mientras compra la indulgencia de la minoría con preferencias intensas, transfiriendo a consumidores, trabajadores y accionistas los costes necesarios para satisfacerla. Que estas regulaciones se presenten como técnicas y neutras quizá no es casual: su función sería precisamente ocultar el conflicto distributivo subyacente entre ambos grupos.

5. Conclusiones

En este marco político-institucional, la revisión de 2025 adquiere un significado claro. La Comisión reconoce implícitamente que el diseño original de las directivas era excesivo y que la arquitectura normativa no podía sostenerse ni económica ni políticamente. Pero esta

rectificación es parcial: atenúa tensiones sin corregir los defectos estructurales que han permitido que las normas quedan capturadas por preferencias minoritarias no compartidas por la mayoría. A la luz de este diagnóstico —económico, jurídico y político— la cuestión ya no es cómo simplificar estas directivas, sino si tiene sentido mantenerlas.

La propia Comisión ha reconocido implícitamente el error de diseño al promover en 2025, mediante los paquetes Ómnibus, una reducción drástica del alcance y de las obligaciones de las directivas de sostenibilidad. La rectificación admite que el marco original imponía costes excesivos y dificultaba la competitividad de las empresas europeas. Este reconocimiento, aunque parcial, cuestiona la oportunidad de las normas y refuerza los argumentos de quienes propugnan su derogación.

A la luz de esta evolución —y considerando la estructura de incentivos que ha alimentado la expansión de estas regulaciones, la debilidad teórica de sus fundamentos y el carácter minoritario de las preferencias que las impulsan— lo razonable no es "simplificar" el régimen, sino desmantelarlo. La sostenibilidad empresarial no requiere un aparato burocrático creciente, sino precios correctos, reglas claras y responsabilidad jurídica efectiva ante daños reales. Ajustar marginalmente estas directivas solo perpetuaría un marco defectuoso, cuyo funcionamiento práctico seguirá generando rentas privadas, incertidumbre jurídica y decisiones empresariales distorsionadas por presiones reputacionales ajenas al interés general.

La experiencia de la CSDDD confirma este diagnóstico: una norma concebida para ampliar la responsabilidad corporativa a toda la cadena de valor global ha debido ser reducida a una versión mínima, aplicable solo a unas pocas multinacionales, tras evidenciarse su inviabilidad práctica y su inconsistencia jurídica. El agotamiento político del proyecto es evidente. Mantenerlo, incluso en su versión reducida, seguiría desplazando funciones propias del proceso democrático hacia estructuras privadas sin legitimidad ni capacidad operativa.

Por todo ello, la opción responsable es derogar la CSRD y la CSDDD, o al menos congelarlas indefinidamente, y reconstruir el marco desde principios más sólidos: corrección de externalidades mediante precios, fortalecimiento de la competencia, y exigencia de responsabilidad civil y administrativa cuando existan daños verificables. Solo así podrán preservarse la eficiencia económica, la seguridad jurídica y el carácter representativo del proceso político.

6. Referencias

Andreu, Alberto, Alberto Castilla, e Isabel García Tejerina (2021), "Sostenibilidad: El Tsunami regulatorio que viene", Ernst & Young, junio.

Arrow, Kenneth J. (1951), *Social Choice and Individual Values*, Nueva York, Wiley.

Arrow, Kenneth J. (1973), "Social Responsibility and Economic Efficiency", *Public Policy*, 21, 301–317.

Arruñada, Benito (2009), "Specialization and Rent-Seeking in Moral Enforcement: The Case of Confession", *Journal for the Scientific Study of Religion*, 48(3), 443–461.

Arruñada, Benito (2001), "The Role of Institutions in the Contractual Process", en B. Deffains y T. Kirat, eds., *Law and Economics in Civil Law Countries*, The Economics of Legal Relationships Series, JAI Press, Stamford, CT, 177–196.

Arruñada, Benito (2010), "Protestants and Catholics: Similar Work Ethic, Different Social Ethic", *The Economic Journal*, 120(547), 890–918.

Arruñada, Benito (2025), *La culpa es nuestra: Cómo las preferencias ciudadanas frenan las reformas en España*, La Esfera de los Libros, Madrid.

Berg, Florian, Julian F. Kölbel, y Roberto Rigobon (2022), "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings", *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344.

Council of the European Union (2025), "Trilogue Agreement on the Omnibus I Package to Reduce Reporting Obligations", *Press Release*, 9 de diciembre.

Cunningham, Lawrence A. et al. (2022), "Comment Letter on SEC Climate Disclosure Proposal by 22 Law and Finance Professors", *GWU Law School Public Law Research Paper*, 2022-17, 25 de abril.

Draghi, Mario, coord. (2024), *The Future of European Competitiveness: A Competitiveness Strategy for Europe. Part A*, septiembre, EU Commission, Bruselas.

European Commission, Directorate-General for Justice and Consumers (2020), *Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance: Final Report*, prepared by Ernst & Young, julio.

European Commission (2022), "Corporate Sustainability Reporting", *Daily News*, Bruselas, 22 de junio.

European Commission (2025a), "Commission Proposes to Cut Red Tape and Simplify Business Environment", *Press Release*, 26 de febrero, Bruselas.

European Commission (2025b), "Omnibus Package", Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Finance News*, 1 de abril.

Fama, Eugene F. (2021), "Contract Costs, Stakeholder Capitalism, and ESG", *European Financial Management*, 27(2), 189–195

Friedman, Milton (1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine*, 13 de septiembre.

Gadinis, Stavros, y Silvia Fregoni (2025), "Beyond the Brussels Effect: The Surprising Rise of the ISSB", European Corporate Governance Institute Law Working Paper, 886, 1 de diciembre.

Garicano, Luis (2024), "The Compliance Doom Loop: Why the Rules Keep Growing", *Silicon Continent*, 13 de noviembre.

Hart, Oliver, y Luigi Zingales (2017a). "Companies Should Maximize Shareholder Welfare, Not Market Value", *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2, 247–275.

Hart, Oliver, y Luigi Zingales (2017b), "Serving Shareholders Doesn't Mean Putting Profit Above All Else", *Harvard Business Review*, 12 de octubre.

Hayek, Friedrich A. (1945), "The Use of Knowledge in Society", *The American Economic Review*, 35(4), 519–530.

IOSCO (2021), "Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers, Final Report", The Board of the International Organization of Securities Commissions, FR 09/21, noviembre.

Maurer, Mark (2021), "PwC to Spend $12 Billion on Hiring, Expanding Expertise in AI, Cybersecurity", *The Wall Street Journal*, 15 de julio.

Mayer, Colin (2018), *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford University Press, Oxford.

Mayer, Colin (2020), “The Future of the Corporation and the Economics of Purpose”, *Journal of Management Studies*, 58(3), 887–901.

OECD (2022), “ESG Ratings and Climate Transition: An Assessment of the Alignment of E Pillar Scores and Metrics”, *OECD Business and Finance Policy Papers*, 06, OECD Publishing, Paris.

Peirce, Hester M. (2022), “We Are Not the Securities and Environment Commission—At Least Not Yet”, U.S. Securities and Exchange Commission, *Commissioner Statement*, 21 de marzo.

Pucker, Kenneth P. (2021), “Overselling Sustainability Reporting”, *Harvard Business Review*, mayo-junio.

Raghunandan, Aneesh, y Shiva Rajgopal (2022), “Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments?”, *Review of Accounting Studies*, 27, 822–863.

Salas Fumás, Vicente (2021), *Teoría económica y economía política de la empresa,* Discurso de investidura como Doctor Honoris Causa de la Universitat Autónoma de Barcelona, 18 de noviembre, Universidad Autónoma de Barcelona.

Smith, Adam (1759), *The Theory of Moral Sentiments*, Indianapolis, Liberty Fund (1982).