



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LOS INVERSORES ACTIVISTAS COMO ALTERNATIVA AL MOVIMIENTO DE DESINVERSIÓN EN COMBUSTIBLES FÓSILES

Autor: Pablo Paniagua Gutiérrez

Director: Consuelo Benito Olalla

MADRID | junio de 2022

Índice

1. Introducción	6
2. Marco teórico.....	10
2.1. Inicios del movimiento de desinversión en combustibles fósiles en el ámbito universitario.....	10
2.2. Extensión del movimiento de desinversión en combustibles fósiles a inversores institucionales.....	11
2.3. Compromisos conseguidos por el movimiento de desinversión en combustibles fósiles	12
2.4. Definición y características de los inversores activistas	14
2.5. Actividad y logros de los inversores activistas.....	15
3. Objetivos	16
4. Metodología	18
5. Estudio de Caso: Engine No. 1 en ExxonMobil.....	20
5.1. Lanzamiento de la campaña	20
5.2. Estrategia para la descarbonización	21
5.3. Situación Financiera.....	28
6. Análisis de competidores seleccionados.....	33
6.1. Chevron.....	34
6.2. Shell.....	40
7. Conclusiones.....	47
8. Bibliografía	52

Listado de Figuras

Figura 1: Distribución de Instituciones con Compromisos de Desinversión en Combustibles Fósiles	13
Figura 2: Tipos de emisiones de ExxonMobil, año 2020, millones de toneladas de CO ₂	23
Figura 3: Previsiones y evolución real de la inversión en CAPEX de ExxonMobil	25
Figura 4: Puntuaciones obtenidas en el <i>BNEF Oil & Gas Transition Report</i> por las principales compañías petroleras	26
Figura 5: Coste de producción medio por barril de las principales empresas petroleras ...	27
Figura 6: Precio spot del barril de petróleo Brent.....	28
Figura 7: Comparativa entre la cotización de ExxonMobil y el índice BWOILP	30
Figura 8: Comparativa entre la cotización de ExxonMobil y el índice BUSOILP.....	30
Figura 9: Comparativa del ratio EV/EBITDA de ExxonMobil y el índice BUSOILP	32
Figura 10: Principales accionistas de Chevron	34
Figura 11: Tipos de emisiones de Chevron, año 2020, millones de toneladas de CO ₂	35
Figura 12: Comparativa entre la cotización de Chevron y el índice BUSOILP	37
Figura 13: Comparativa entre la cotización de Chevron y ExxonMobil	38
Figura 14: Comparativa del ratio EV/EBITDA de ExxonMobil, Chevron y el índice BUSOILP	39
Figura 15: Comparativa del rendimiento para el accionista de ExxonMobil y Chevron	39
Figura 16: Principales accionistas de Shell	40
Figura 17: Intensidad de carbono de las actividades de Shell.....	41
Figura 18: Comparativa entre la cotización de Shell, ExxonMobil y Chevron.....	44
Figura 19: Comparativa entre la cotización de Shell, TotalEnergies y BP	44
Figura 20: Comparativa entre la cotización de Shell, TotalEnergies, BP y el índice BUSOILP	45
Figura 21: Comparativa del ratio EV/EBITDA de ExxonMobil, Chevron y Shell	46
Figura 22: Comparativa del rendimiento para el accionista de ExxonMobil, Chevron y Shell	46

Lista de acrónimos

ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i> , criterios ambientales, sociales y de buena gobernanza.
CEO	<i>Chief Executive Officer</i> , consejero delegado.
IEA	<i>International Energy Agency</i> , Agencia Internacional de la Energía.
BNEF	<i>Bloomberg New Energy Finance</i> , servicio de análisis de Bloomberg sobre energías limpias.
BWOILP	<i>Bloomberg World Oil & Gas Index</i> , índice que aglutina las principales empresas petroleras del mundo.
BUSOILP	<i>Bloomberg Americas Oil & Gas Index</i> , índice que aglutina las principales empresas petroleras de América.
EV	<i>Enterprise Value</i> , valor de la empresa.
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization</i> , beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
PCI	<i>Portfolio Carbon Intensity</i> , medida de la intensidad de la huella de carbono de las actividades de una compañía.
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i> , gasto en capital.

1. Introducción

El cambio climático es la principal amenaza para la humanidad en el siglo XXI. Los expertos coinciden en que para evitar los impactos más severos del cambio climático, se debe limitar el calentamiento global a un máximo de 1'5º C por encima de los niveles preindustriales. Esto requiere un importante compromiso colectivo en todos los niveles – Estados, compañías y ciudadanos individuales – para realizar las transformaciones necesarias para evitar estos efectos.

Una de las acciones que más han contribuido históricamente al calentamiento global, debido a las emisiones de dióxido de carbono que produce, es el uso de combustibles fósiles. El carbón, el petróleo o el gas natural han sido y siguen siendo esenciales para la realización de múltiples actividades industriales, el transporte o la producción de electricidad, pero su sustitución por alternativas que generen un menor impacto ambiental es una pieza clave de las estrategias para mitigar el cambio climático en los próximos años.

Gobiernos, organizaciones internacionales, empresas privadas y otros actores se están movilizando para alcanzar acuerdos que permitan reducir el uso de los combustibles fósiles lo más rápido posible, pero de forma coordinada, de forma que ningún actor pueda beneficiarse de ser un *free rider* a costa de los demás. Estas negociaciones han sido – y continúan siendo – muy complicadas por el desacuerdo entre los países desarrollados y los países en desarrollo. El principal punto de discordia que suele aparecer es que el calentamiento global es consecuencia de las emisiones pasadas, que fueron en su mayoría causadas por el proceso de desarrollo de los Estados hoy plenamente desarrollados. Por este motivo, los Estados en desarrollo argumentan que ellos deben tener también la oportunidad de alcanzar este nivel de desarrollo más avanzado, y si tienen que hacerlo sin poder emitir tantos gases de efecto invernadero, se les debe compensar por ello.

Esta coyuntura afecta de manera directa, como es lógico, a las empresas que operan en el sector de los combustibles fósiles, desde la exploración de los recursos hasta la

comercialización y distribución de los productos refinados. Estas compañías se enfrentan a un reto mayúsculo en las próximas décadas, pues los principales productos que ofertan deberán dejar de ser utilizados en la mayoría de las actividades en que lo hacen hoy en día, por lo que el mercado para su venta se verá muy reducido si queremos acercarnos a los objetivos de limitación del calentamiento global. Ante este reto, estas empresas han de transformarse e ir reduciendo su exposición a estos productos, a la vez que se centran sus esfuerzos en líneas de negocio alternativas que puedan sustituir su actividad en el área de los combustibles fósiles.

El autor, gracias a su exposición al sector energético durante los últimos meses por su participación en un programa de prácticas, ha podido apreciar cómo muchas de las empresas que han operado tradicionalmente en el segmento de los combustibles fósiles están comprometiendo recursos para desarrollar proyectos en áreas de energías renovables, eficiencia energética, o electrificación de la red de transporte – entre otras actividades – como preparación para un futuro en el que los combustibles fósiles perderán mucha importancia. En cambio, también se aprecia cómo otras compañías del sector, quizá más pequeñas y menos conocidas, están aprovechando este cambio de tendencia de las grandes compañías del sector para adquirir sus activos a precios más bajos y seguir explotándolos, dado que la demanda sigue existiendo.

La transformación que se requiere por parte de las empresas de combustibles fósiles está siendo gradual, y como tal, ha recibido críticas por no ser lo suficientemente rápida como para poder conseguir los objetivos de limitación del calentamiento global. Estas críticas, que inicialmente provenían de movimientos ecologistas, se han extendido a muchos sectores de la sociedad, y lo que es más importante, han calado entre los accionistas de las mismas. Esta mayor concienciación por la sostenibilidad se engloba dentro del auge del movimiento ESG, que trata de que las compañías tengan una misión más allá del de crear valor para el accionista y se tengan en cuenta también criterios ambientales, sociales y de gobernanza corporativa. Así queda reflejado en las cartas que Larry Fink, CEO de Blackrock, el mayor gestor de fondos del mundo, publica todos los años dirigidas a los CEOs de las empresas en las que tiene participaciones. Desde 2020

viene avisando de que el riesgo climático es también un riesgo que considerar en las inversiones, y en la carta de 2022 dice directamente que “todas las compañías y todos los sectores serán transformados por la transición a un mundo con neutralidad de emisiones. La pregunta es si vas a liderarlo tú o te van a tener que obligar a que lo hagas” (Fink, 2022).

Ante esta situación, ha habido dos estrategias principales para tratar de acelerar la transformación de las empresas del sector de los combustibles fósiles desde el punto de vista de la propiedad. La primera en surgir fue el movimiento de desinversión en combustibles fósiles, que como su propio nombre indica, aboga por vender las acciones de las empresas que operan en este sector como medida de presión a los gestores de estas, con la meta de que nadie adquiriera los títulos de propiedad de estas compañías si no cambian su modelo de negocio.

La alternativa al movimiento de desinversión ha sido la propuesta por los llamados “inversores activistas”. Estos inversores comparten el objetivo de acelerar la transformación de las empresas que operan en el sector de los combustibles fósiles, pero en lugar de desinvertir, pretenden hacerlo invirtiendo en estas empresas, de forma que puedan aumentar su cuota de poder dentro de ellas y forzar los cambios necesarios desde dentro, generalmente mediante el nombramiento de miembros en el Consejo de Administración de las compañías objetivo.

Estas dos opciones suponen visiones totalmente contrapuestas de alcanzar el objetivo de la transformación de las empresas del sector, y los argumentos de ambos campos pueden resultar creíbles, por lo que es importante valorar cuál de las dos propuestas puede ser más útil para alcanzar el objetivo de limitar el calentamiento global. Este trabajo se centrará en valorar los méritos de la visión de los inversores activistas, con el fin de determinar si sus campañas para transformar las empresas del sector pueden llegar a buen puerto, si pueden ejercer su influencia para forzar los cambios necesarios en las mismas, si pueden simultáneamente hacer estos cambios sin perjudicar el resultado financiero de las compañías, y en definitiva, si merecen ser considerados una

alternativa viable al movimiento de desinversión para conseguir la descarbonización de las empresas del sector de los combustibles fósiles.

En la fecha de elaboración de este trabajo, la evidencia empírica es limitada sobre el valor que pueden aportar los inversores activistas a la lucha contra el cambio climático. Por ello, se ha decidido que la forma más efectiva de enfocar el trabajo es mediante un estudio de caso de la primera campaña activista dirigida a una gran empresa del sector de los combustibles fósiles que ha conseguido su objetivo inicial, que en este caso era obtener representación en el Consejo de Administración. Se pretenden estudiar las razones que condujeron al éxito de esta campaña en concreto y los resultados que ha producido, teniendo en cuenta la limitación de que los hechos estudiados ocurrieron en 2020-2021, y las transformaciones de las compañías son procesos de larga duración cuyos efectos es complicado apreciar en el corto plazo.

Este estudio de caso debe permitirnos extraer una serie de lecciones o conclusiones que nos hagan ver si la estrategia seguida en ese caso concreto puede ser útil como modelo para otras campañas de inversores activistas destinadas a transformar compañías que extraen combustibles fósiles, y si las transformaciones que se están produciendo como consecuencia de esta campaña se podrían generalizar si se replicase esta estrategia en otras compañías del sector.

Si en base al estudio de caso que se propone se pudiera concluir que las campañas propuestas por los inversores activistas pueden acelerar la transformación del sector de los combustibles fósiles, de forma que este contribuya a alcanzar los objetivos de reducción del calentamiento global, esto supondría un cambio de paradigma que dejaría fuera de juego al movimiento de desinversión en combustibles fósiles y generaría un importante movimiento de activos hacia los gestores que tienen experiencia en campañas activistas. Además, esto podría motivar un cambio de mentalidad en los equipos de gestión de las propias compañías del sector de los combustibles fósiles, que antes de esperar a que un inversor externo les fuerce a acelerar la transformación de sus compañías, pondrían en marcha estos planes por iniciativa propia.

2. Marco teórico

2.1. Inicios del movimiento de desinversión en combustibles fósiles en el ámbito universitario

El movimiento de desinversión en combustibles fósiles se inició en el año 2011 en Estados Unidos. Es un movimiento de origen universitario, promovido en sus fases iniciales por estudiantes que presionaron a los responsables de sus respectivas universidades para que dejaran de invertir los fondos de sus *endowments*¹ en compañías vinculadas con el carbón, el petróleo y el gas natural. Está inspirado por los movimientos de justicia medioambiental de la década de los 80 en EE. UU., que combinaban la preocupación medioambiental con la justicia social (Gibson & Duram, 2020).

En el primer año de existencia destacan las campañas a favor de la desinversión surgidas en los campus de las universidades de Carolina del Norte en Chapel Hill, y de Illinois en Urbana-Champaign, motivadas por la participación de grupos de estudiantes en la *Sierra Students Coalition*, una asociación que había lanzado una campaña para la desinversión en las 15 empresas de carbón más nocivas para el medio ambiente. Simultáneamente, en la universidad de Swarthmore, en Pensilvania, un grupo de estudiantes lanzaba también una campaña de desinversión tras estar en contacto con grupos de nativos que estaban luchando para que su territorio no se utilizara para una explotación minera (Grady-Benson & Sarathy, 2016)

El movimiento de desinversión comenzó a ganar repercusión poco a poco y se fue expandiendo a más universidades, llegando a unas 50 en la primavera de 2012. Sin embargo, el empujón definitivo hacia la popularidad fue obra de Bill McKibben, un escritor y activista por el clima que publicó en el verano de 2012 un artículo en la revista *Rolling Stone* en el que vinculaba el movimiento de desinversión en combustibles fósiles con el objetivo de limitar el calentamiento global a menos de 2°C (McKibben, 2012).

¹ Fondos provenientes de donaciones que son invertidos para poder financiar con sus rendimientos las actividades de la universidad.

Tras la publicación de este artículo, McKibben, apoyado por la organización 350.org, cofundada por él mismo, se embarcó en una gira para difundir el mensaje del movimiento de desinversión, con datos y eslóganes muy claros que calaron en la audiencia estudiantil de centenares de campus de EE.UU., y posteriormente, del resto del mundo, y ampliando el alcance del movimiento a la desinversión en las 200 empresas cotizadas más grandes en el sector de los combustibles fósiles (Healy & Debski, 2017).

2.2. Extensión del movimiento de desinversión en combustibles fósiles a inversores institucionales

A medida que el movimiento de desinversión en combustibles fósiles aumentó su popularidad, obtuvo el respaldo de líderes de pensamiento como Barack Obama, y se generalizó entre segmentos importantes de la población. La consecuencia de esto fue que el foco del movimiento pasó de estar en el mundo académico a generalizarse a todo tipo de instituciones públicas y privadas que gestionan inversiones, a los que me referiré colectivamente como inversores institucionales.

La primera ola de extensión del movimiento de desinversión hacia los inversores institucionales, que se extendió de 2013 a 2018, tuvo como protagonistas a ciudades con cierta tradición progresista, como Seattle o San Francisco, instituciones religiosas y organizaciones filantrópicas en su mayoría (Global Fossil Fuel Divestment Commitments Database, 2021). Destaca aquí el impacto de la Iglesia Católica, que gracias al movimiento Laudato Si, inspirado por la encíclica homónima obra del papa Francisco, consiguió la adhesión al movimiento de desinversión de cientos de universidades católicas, órdenes religiosas y conferencias episcopales. Además, en 2015 se produjo una de las primeras victorias notables del movimiento de desinversión, que consiguió que el fondo soberano de Noruega, tras la aprobación de su Parlamento, desinvertiera más de 9.000 millones de dólares de compañías relacionadas con la minería de carbón (Schwartz, 2015).

La segunda ola de extensión del movimiento de desinversión comenzó en 2018, cuando entró un juego un nuevo tipo de inversor institucional: los fondos de pensiones. Comenzando con el fondo de pensiones de la ciudad de Nueva York, se han sumado a la iniciativa varios de los fondos de pensiones estatales y municipales de Estados Unidos, Canadá y Australia. En el caso de Europa, hasta la fecha se ha conseguido que el 13% de los fondos de pensiones se adhiera al movimiento de desinversión, representando una nada desdeñable 33% de los activos bajo gestión de los fondos de pensiones europeos (Egli, Schärer, & Steffen, 2022).

A pesar de estos avances, el movimiento de desinversión en combustibles fósiles no ha podido introducirse de forma significativa en el sector de las empresas de capital riesgo o *private equity*. Estos inversores, por su propia naturaleza, están menos expuestos a la presión social que ha permitido que el movimiento de desinversión triunfe en otras circunstancias. En la última década, la inversión en combustibles fósiles de las 10 firmas de *private equity* superó a su inversión en energías renovables por un factor de 4 a 1, alcanzando 1,1 billones de dólares en los últimos 10 años (Private Equity Stakeholder Project, 2021). Aunque recientemente muchas de ellas han mostrado públicamente su preocupación por el cambio climático y han lanzado fondos enfocados en energías limpias, no hay ningún compromiso claro de que vayan a reducir la inversión en combustibles fósiles, y mucho menos que vayan a desinvertir en el sector (Stutts, 2021).

2.3. Compromisos conseguidos por el movimiento de desinversión en combustibles fósiles

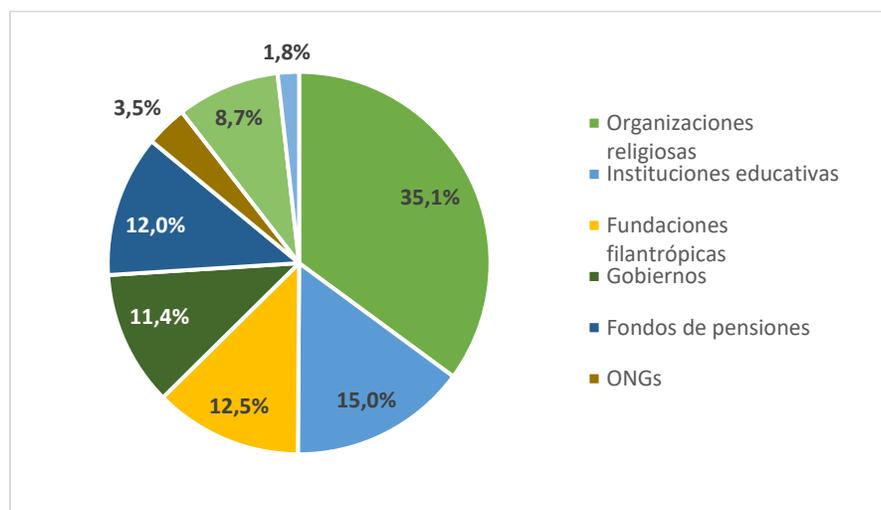
En marzo de 2022, el movimiento de desinversión en combustibles celebró con un evento virtual que había conseguido compromisos de desinversión por parte de más de 1.500 organizaciones que aglutinan más de 40 billones de dólares en activos bajo gestión. Teniendo en cuenta que el mercado de gestión de activos tiene un tamaño estimado de 110 billones de dólares (PwC, 2020), el movimiento de desinversión ha

conseguido limitar, de algún modo², que el 36% del capital disponible pueda ser utilizado para financiar compañías del sector de los combustibles fósiles.

La distribución de estas instituciones, como se puede ver en la Figura 1 debajo, está muy sesgada hacia las instituciones religiosas, educativas y filantrópicas. En cambio, es notoria la escasa participación de las empresas privadas, lo que da a entender que puede existir un cierto temor a que el compromiso de desinversión pueda afectar negativamente a la rentabilidad de este tipo de compañías.

Figura 1

Distribución de Instituciones con Compromisos de Desinversión en Combustibles Fósiles



Nota. Adaptado de Global Fossil Fuel Divestment Commitment Database, 2022

(<https://divestmentdatabase.org/>).

Además del efecto directo que puede obtener, el movimiento de desinversión ha provocado importantes efectos colaterales sobre las empresas vinculadas con los combustibles fósiles. El capital disponible para invertir en fuentes de energía no renovables es cada vez menor, como demuestra el hecho que en 2021 los fondos que

² Se incluyen aquí los compromisos de desinversión total o parcial, como puede ser la desinversión solamente en carbón o arenas bituminosas.

invierten exclusivamente en renovables consiguieran 25 veces más capital que los que invierten en activos vinculados a combustibles fósiles (Robertson & Karsh, 2021).

La Agencia Internacional de la Energía (IEA por sus siglas en inglés) también ha manifestado que para alcanzar el objetivo de limitar el calentamiento global a 1,5°C sobre los niveles preindustriales, es preciso no seguir invirtiendo en combustibles fósiles. En esta línea, ha solicitado abiertamente a las instituciones financieras que nieguen la financiación solicitada para este tipo de proyectos (Agencia Internacional de la Energía, 2021). En marzo de 2022, ING se convirtió en la institución financiera más relevante en anunciar el fin de la financiación a proyectos de petróleo y gas (Jessop & Sterling, 2022). A medida que otras instituciones financieras de este calibre sigan su ejemplo, la extracción de petróleo y gas se hará cada vez más complicada para los productores con un balance más débil, puesto que los costes de financiación de los proyectos para aquellas compañías que dependan de financiación externa podrían aumentar exponencialmente.

2.4. Definición y características de los inversores activistas

Los inversores activistas son personas u organizaciones que adquieren participaciones en compañías cotizadas para poder influir en su gestión y conseguir un beneficio. La forma más evidente de conseguir este objetivo es obteniendo puestos en el consejo de administración (Kenton, 2021).

Para conseguir estos objetivos, los inversores activistas no dependen exclusivamente de sí mismos, puesto que necesitarían una gran cantidad de capital disponible para adquirir participaciones significativas. Su forma de operar habitual consiste en convencer a otros inversores de la visión que tienen, para que les apoyen en las votaciones de las juntas de accionistas. Para tener éxito, lo más sencillo es buscar el apoyo de los mayores accionistas de las compañías objetivo, que suelen ser en su mayoría gestores de activos (Gilson & Gordon, 2013)

Estos gestores de activos son una pieza clave del puzle. Se estima que los tres mayores gestores de activos, Blackstone, Vanguard, y Blackrock, tienen el porcentaje de participación más elevado en un 88% de las compañías del índice S&P 500 (Fichtner, Heemskerk, & Garcia-Bernardo, 2017). Al tener un porcentaje de propiedad elevado, cualquier campaña propuesta por un inversor activista con potencial de incrementar el valor de alguna de las compañías que estos gestores de activos tienen en cartera puede conllevar un incremento de las comisiones de gestión que cobran los gestores, lo que explicaría que existiera una cierta predisposición por parte de los gestores de activos a apoyar las campañas de los inversores activistas.

Esta posibilidad infunde cierto temor en las compañías que han sido objetivo de una campaña de activismo, ya que recientemente se ha apreciado que estas compañías tienden a pactar con los inversores activistas los cambios que estos buscan, antes de que sean forzados en una votación con el apoyo de los grandes gestores de activos. También se ha descubierto recientemente, aunque es difícil de confirmar, que los gestores de activos en algunas ocasiones son los que contactan directamente a algunos fondos con tradición de activismo para que pongan en marcha campañas en compañías cuya evolución no cumple sus expectativas (Hamdani & Hannes, 2019).

2.5. Actividad y logros de los inversores activistas

Los últimos datos indican una reducción en la actividad de los inversores activistas. Tras alcanzar un pico en el año 2018, tanto en número de campañas lanzadas como en capital comprometido en estas campañas, el período de 2019 a 2021 ha traído una reducción en el número de campañas lanzadas y de capital empleado. Sin embargo, en el último trimestre de 2021 se produjo un aumento sustancial de la actividad de los inversores activistas, por lo que la tendencia parece indicar que a medida que las economías avanzadas dejan de sufrir los efectos de las restricciones impuestas por la Covid-19, los inversores activistas están relanzando sus actividades, aprovechando a su vez los

descuentos con los que cotizan las compañías de los sectores más afectados por la pandemia (Lazard, 2021).

La actividad de los inversores activistas se concentra en Norteamérica y Europa, donde se lanzan más del 80% de las campañas, mientras que este fenómeno parece residual en el resto del mundo, con una notable diversificación por sectores. Sin embargo, cabe destacar que las campañas más importantes lanzadas en 2021, tanto en Norteamérica como en el resto del mundo, tienen como objetivo dos empresas petroleras como son ExxonMobil (caso de estudio de este trabajo) y Royal Dutch Shell. Esto no resulta sorprendente dado el creciente apetito inversor en fondos que tienen un componente de ESG³, que en Estados Unidos alcanzaron los 70.000 millones de dólares en entradas de capital en 2021 (Lazard, 2021).

A pesar de la creciente influencia que describen las cifras mencionadas, la realidad es que el porcentaje de éxito de las campañas de los inversores activistas es reducido, y en los últimos años nunca ha superado el 20% de las campañas lanzadas, mientras que el porcentaje de las campañas derrotadas o retiradas se acerca al 40%, estando el resto todavía pendientes de resolución (CGLytics, 2020).

3. Objetivos

El objetivo principal de este trabajo será determinar si los inversores activistas pueden ofrecer alternativas eficaces para conseguir la aceleración de la descarbonización de las compañías que operan en el sector de los combustibles fósiles. Si esto es así, este activismo podría convertirse en una alternativa al movimiento de desinversión en combustibles fósiles.

La hipótesis de partida para el planteamiento de este objetivo es que el movimiento de desinversión, gracias a su éxito, ha secado las fuentes de capital de muchas compañías

³ Las siglas ESG (en inglés, Environmental, Social y Governance) hacen referencia a los factores que convierten a una compañía en sostenible a través de su compromiso social, ambiental y de buen gobierno, sin descuidar nunca los aspectos financieros (Deloitte, 2021).

en el sector de los combustibles fósiles. Los inversores institucionales, a medida que se pronuncian a favor de la sostenibilidad y promueven carteras de inversiones alineadas con el cumplimiento de los objetivos de limitación del aumento del calentamiento global, dejan de invertir en empresas de este sector, abriendo la puerta a que otros inversores menos concienciados con dichos objetivos obtengan participaciones relevantes de estas compañías con importantes descuentos en su valor.

Por lo tanto, se plantea la posibilidad de que el éxito del movimiento de desinversión esté favoreciendo el mantenimiento del *statu quo* en las empresas del sector de los combustibles fósiles y retrasando su alineación con los objetivos de limitación de los efectos del cambio climático.

El lanzamiento de campañas por parte de inversores activistas en los últimos dos años orientadas a forzar a algunas de las compañías más importantes del sector a acelerar sus estrategias para la descarbonización muestra que se pueden incentivar (o directamente forzar) estos cambios por parte de inversores que tengan la capacidad de convencer a una mayoría de los accionistas de estas compañías. Por este motivo, este trabajo tratará de:

- Determinar qué factores hacen que una compañía del sector de los combustibles fósiles pueda ser objetivo de un inversor activista.
- Estudiar el impacto que tiene la entrada de un inversor activista en el capital de una empresa del sector de los combustibles fósiles. Se incluye aquí el impacto financiero (en los resultados, la cotización y la política de remuneración), como en la estrategia de la empresa, con especial énfasis en su hoja de ruta para la descarbonización de sus actividades.
- Comparar este impacto con el del movimiento de desinversión para evaluar cuál de las dos propuestas ofrece mejores posibilidades para la transformación del sector hacia un futuro de emisiones bajas o neutras.

4. Metodología

Para conseguir los objetivos anteriormente mencionados, se parte del análisis bibliográfico de los dos movimientos que se pretenden comparar: el movimiento de desinversión en combustibles fósiles y los inversores activistas. Se estudiará la evolución del movimiento de desinversión desde sus raíces universitarias hasta su difusión a gran parte de los accionistas y gestores que tienen el control de muchas de las empresas cotizadas, las diferentes fases del mismo y las implicaciones de los compromisos obtenidos por este movimiento. También se definirá qué es un inversor activista, cuáles han sido los participantes más relevantes en esta tendencia y la motivación que pueden tener para lanzar sus campañas, cuáles han sido sus éxitos y fracasos y cuál es su tasa de éxito. De esta forma se pretende sentar la base de la investigación, entendiendo la motivación y los métodos que aplican para conseguir un objetivo a priori compartido.

Posteriormente, para centrar el análisis en la propuesta de los inversores activistas para la descarbonización de las actividades de las empresas del sector de los combustibles fósiles, se realizará el estudio de un caso relevante para el alcance de este trabajo. Este caso será el de la campaña lanzada por el fondo Engine No. 1 para conseguir que la compañía estadounidense ExxonMobil diversificara sus actividades más allá del petróleo y el gas natural. A pesar de haber amasado una participación de solo el 0.02% del capital, Engine No. 1 consiguió en la junta de accionistas de 2021 que tres de los cuatro candidatos que presentó se convirtieran en miembros del Consejo de Administración, gracias a los apoyos cosechados entre el resto de los accionistas de la compañía.

El estudio de caso ha sido considerado como el método más adecuado para el planteamiento de este trabajo porque solo existe un único caso de éxito que se adapte al alcance de este trabajo, por lo que se ha considerado más relevante hacer un análisis exhaustivo de esta única referencia para luego tratar de extrapolar las lecciones que se puedan extraer de este caso a otras compañías. No obstante, aunque no sea el objeto de este trabajo, un estudio con un enfoque más cuantitativo sobre este mismo asunto

sería muy relevante para reforzar o refutar las conclusiones que aquí se puedan alcanzar.

A través de este caso, se pretende observar cuáles fueron los factores que permitieron que la campaña fuera exitosa y cuál ha sido el efecto del nombramiento de estos tres consejeros a propuesta de Engine No. 1 en la hoja de ruta para la descarbonización de la compañía. Para ello se recurrirá a documentos internos, en la medida que estén a disposición del público, y sobre todo a artículos de prensa económica e informes de instituciones financieras que estudian las dinámicas del sector.

Seguidamente, se estudiará el impacto financiero de estas decisiones, mediante el análisis de los resultados de ExxonMobil y comparando su cotización frente al mercado en general y, sobre todo, frente a índices que agrupan a las principales empresas petroleras del mundo y de América, lo que nos permitirá entender cuál ha sido la reacción del mercado a estos movimientos al margen de los buenos resultados que han obtenido las empresas del sector en los últimos meses, debido al notable incremento en el precio del petróleo y sus derivados. Este análisis se realizará utilizando los datos de un terminal Bloomberg, de referencia en la industria.

En base a las conclusiones que se puedan extraer del estudio de este caso, se pretende analizar la replicabilidad de esta estrategia a otras empresas cotizadas del sector, tanto europeas como americanas. Debido al alcance limitado de este trabajo, se han elegido otras dos compañías del sector para este análisis, que incluirá la valoración de su estrategia para la descarbonización (o la falta de una), el estudio de su estructura de propiedad y el perfil de sus principales accionistas, y su posición financiera en relación con sus competidores. Además, y en la medida de lo posible, se realizará un análisis de los recursos y capacidades internas de cada una de las compañías que puedan favorecer o dificultar la descarbonización de sus actividades.

Con estos criterios, se podría tener una imagen global de estas compañías que permitiría valorar si la estrategia de Engine No. 1 en ExxonMobil sería aplicable o no a ellas, y en

caso de que no lo fuera directamente, entender qué adaptaciones serían necesarias para que una campaña por parte de un inversor activista pudiera resultar exitosa.

5. Estudio de Caso: Engine No. 1 en ExxonMobil

5.1. Lanzamiento de la campaña

El fondo Engine No. 1 lanzó a principios de 2021 la campaña activista *Reenergize Exxon* tras aflorar una participación de solo el 0.02% de ExxonMobil, habiendo invertido unos 40 millones de dólares. Engine No. 1 planteó en su campaña seis problemas que hacían necesario un cambio de rumbo en la compañía:

- Incapacidad para posicionar ExxonMobil para la creación de valor a largo plazo.
- Retórica que no hace frente al riesgo a largo plazo derivado de sus emisiones.
- Falta de disciplina en la asignación de capital a proyectos.
- Falta de confianza en la recientemente impuesta disciplina de gasto.
- Falta de experiencia entre los miembros de la Junta Directiva para la transformación de empresas energéticas.
- Incentivos mal alineados.

Para resolver estos problemas, Engine No. 1 nominó a la Junta Directiva de ExxonMobil a cuatro directivos de reconocido prestigio con experiencia de gestión en compañías energéticas, energías renovables o transformaciones, de forma que si fueran elegidos pudieran liderar desde dentro el cambio que Engine No. 1 consideraba necesario. Estos candidatos recibieron el apoyo de ISS, el principal asesor de voto en las juntas de accionistas a nivel mundial, además del de muchos otros asesores y medios especializados (Ceralier, 2021), y finalmente tres de los cuatro candidatos propuestos fueron elegidos miembros de la Junta Directiva de ExxonMobil.

Esta victoria de la campaña fue posible gracias al apoyo de los inversores institucionales, que en el momento de la votación poseían de forma agregada un 61% de las acciones de la compañía. Entre ellos, destacan Vanguard, BlackRock y State Street, los tres

mayores accionistas de ExxonMobil con más de un 20% de las acciones en total. En los últimos años, los inversores institucionales, a menudo criticados por su falta de implicación en estas cuestiones, han adoptado el cambio climático como una de las prioridades que deben marcar en sus decisiones de inversión (Cook & Solberg, 2021). En el caso de la propuesta de ExxonMobil, tanto Vanguard como BlackRock apoyaron los nombramientos de varios de los candidatos propuestos por Engine No. 1, mientras que State Street no ha desvelado el sentido de su voto (Napach, 2021), aunque según sus pronunciamientos públicos en otras cuestiones, parece muy probable que también estuviera a favor.

Para simplificar el análisis en los siguientes apartados del trabajo, los seis problemas mencionados en la campaña se concentrarán en dos, ya que el problema de la falta de experiencia en la Junta quedó resuelto (al menos parcialmente) tras la elección de los nuevos directores:

- La falta de una estrategia para la descarbonización sería con un abandono más rápido de los combustibles fósiles y la apuesta por otras actividades que generen valor y que permitan cumplir el objetivo de cero emisiones netas en 2050.
- La situación financiera en la que esta negación de la necesidad de realizar la transición hacia actividades con menor impacto ambiental ha dejado a ExxonMobil.

5.2. Estrategia para la descarbonización

La mayoría de las compañías que operan en el sector de los combustibles fósiles son plenamente conscientes de que sus productos son responsables de una gran parte de las emisiones de gases de efecto invernadero en el planeta, y por extensión, del cambio climático. Dada la magnitud de este problema, desde que el protocolo de Kyoto recogió por primera vez el compromiso de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero, se han ido implementando progresivamente objetivos más restrictivos que en último término conducirán a la sustitución de los combustibles fósiles por otras alternativas

que no sean tan nocivas para medio ambiente. Las compañías del sector, conscientes del impacto de estos objetivos en su viabilidad, han ido tomando medidas para ir abandonando progresivamente el negocio de los combustibles fósiles y centrarse cada vez más en otras líneas de negocio, a menudo relacionadas con las energías limpias.

En el caso de ExxonMobil, esta estrategia para la descarbonización debería ser más agresiva que la media, pues parte de una situación de desventaja. Actualmente, ExxonMobil es el quinto emisor mundial de gases de efecto invernadero, por detrás de nombres como Saudi Aramco o Gazprom, cuyo compromiso con la sostenibilidad no se puede comparar con el que se espera de una compañía cotizada en Estados Unidos o en Europa.

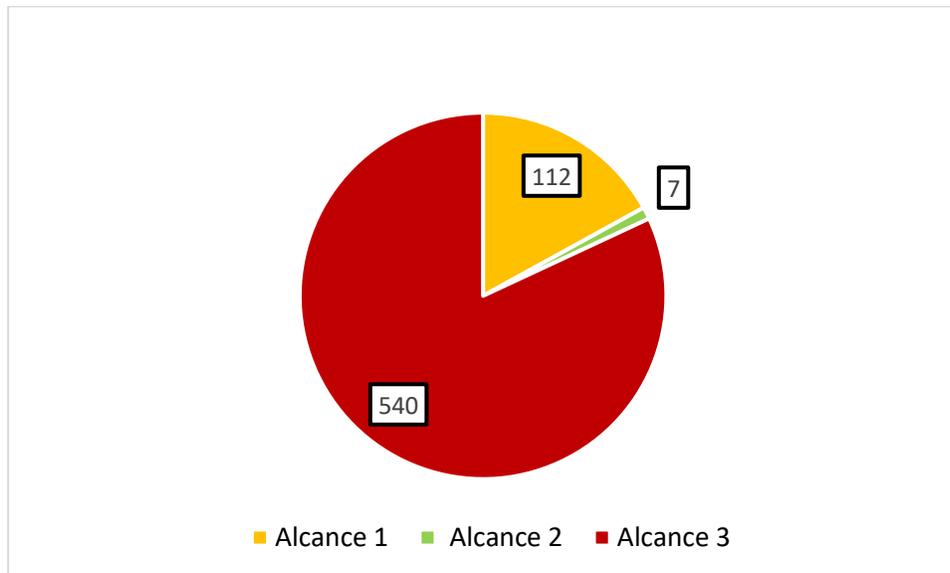
Analizando los informes de soluciones climáticas que la propia ExxonMobil publica, se observa que a priori está en línea con muchas otras empresas al haberse comprometido finalmente en 2022 a alcanzar la neutralidad en emisiones para el año 2050 (ExxonMobil, 2022a). Por eso, es preciso ir al detalle de este compromiso para ver que este compromiso solo es válido para las emisiones de alcance 1 y 2, pero no así las del alcance 3⁴. Esto implica que el cálculo para la neutralidad de emisiones se hace únicamente sobre la base de las emisiones producidas por la propia actividad industrial de ExxonMobil, pero excluye todas las emisiones derivadas de la combustión de los combustibles fósiles extraídos, refinados y comercializados por la propia empresa. De esta forma, quedan excluidas de un plumazo el 82% de las emisiones generadas por la actividad de la empresa (ExxonMobil, 2021), tal y como refleja la Figura 2 debajo.

⁴ El Protocolo de Gases de Efecto Invernadero divide las emisiones en tres tipos, según su alcance:

- Emisiones de Alcance 1: aquellas que provienen de las operaciones que son responsabilidad directa de la compañía.
- Emisiones de Alcance 2: aquellas derivadas de la electricidad, calefacción o refrigeración consumidas por la compañía en sus actividades
- Emisiones de Alcance 3: todas las emisiones producidas en la cadena de valor de la compañía, tanto por encima como por debajo. Se incluyen aquí las emisiones de los productos vendidos por la compañía, que en el caso de las compañías que venden combustibles fósiles incluye las emisiones originadas por la combustión de estos productos (Greenhouse Gas Protocol, 2011).

Figura 2

Tipos de emisiones de ExxonMobil, año 2020, millones de toneladas de CO₂



Además de este método para el cálculo de las emisiones que limita el impacto real de las actividades de ExxonMobil, la campaña de Engine No. 1 se centra en señalar el escaso interés que demuestra la compañía en reposicionarse para un futuro en el que los combustibles fósiles perderán importancia poco a poco.

ExxonMobil declara, al contrario que muchos de sus competidores, que no tiene intención de entrar en la producción de energía a través de fuentes renovables, dado que esta es ya una industria madura con competidores muy asentados, sino que cree que puede utilizar sus capacidades para desarrollar tecnologías más avanzadas que limiten las emisiones, centrándose en los sectores de transporte comercial, generación de energía y procesos industriales, que en conjunto representan un 80% de las emisiones globales de CO₂ (ExxonMobil, 2022b).

En cambio, cuando entramos en el detalle de los esfuerzos a los que se refiere anteriormente, vemos que hasta la fecha la apuesta de ExxonMobil se centra de forma clara únicamente en un tipo de tecnología: la captura y almacenamiento de carbono. Como su propio nombre indica, este proceso consiste en atrapar CO₂ en instalaciones

de generación de energía, industriales, o incluso de la propia atmósfera, y conducirlo a través de gasoductos para ser inyectado en rocas porosas, donde puede quedar almacenado (London School of Economics and Political Science, 2018).

El uso de esta tecnología está demostrado y es reconocido como una alternativa válida para la reducción de emisiones, pero según la Agencia Internacional de la Energía, solo como un método complementario para conseguir esta reducción de emisiones, que no debe ser utilizado como excusa para no recortar el consumo de combustibles fósiles (Budinis, 2020).

ExxonMobil se ha posicionado como una de las empresas líderes en el uso de esta tecnología al controlar más de un 20% de la capacidad de captura de carbono disponible en EE.UU., pero que a pesar de esta posición de liderazgo solo consigue capturar aproximadamente 7 millones de toneladas de CO₂ (ExxonMobil, 2021), es decir, aproximadamente un 1% de las emisiones totales de la propia compañía en el año 2020.

A principios de 2021, la compañía anunció la creación de una nueva división, ExxonMobil Low Carbon Solutions, en la que invertirá 3.000 millones de dólares hasta 2025 en la construcción de proyectos de captura de carbono y compensación de emisiones (McDonnell, 2021), que a pesar de ser una cifra considerable es ínfima en comparación con la inversión prevista en exploración en el mismo período. Lo que es más grave de esta estrategia es que la mayoría del CO₂ capturado se vende a otros productores de gas natural (Crowley, 2021) para ser inyectado en las rocas y extraer reservas de difícil acceso a través de la técnica del *fracking*. Por lo tanto, la tecnología que se supone que es la principal apuesta para la descarbonización de las actividades de ExxonMobil contribuye en realidad a otras emisiones posteriores.

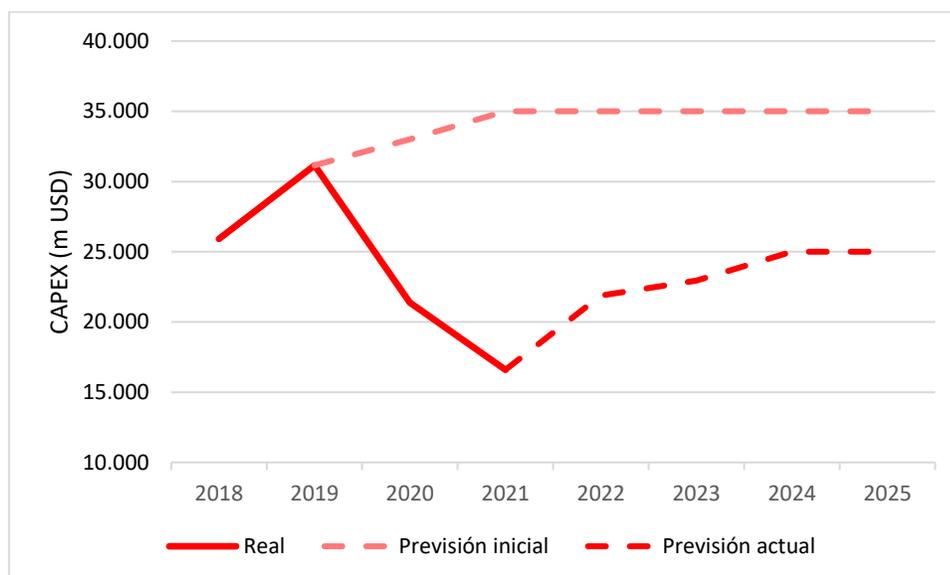
A esta apuesta por la captura de carbono solo se le une la mención, sin apenas detalle, de un compromiso para eliminar las emisiones de metano provenientes de fugas, y un aumento de la capacidad de producción de biocombustibles con el objetivo de alcanzar los 200.000 barriles al año en 2030.

Como contrapunto a su modesta inversión en tecnologías limpias, ExxonMobil ha destacado por ser la compañía del sector que más dispuesta ha estado en invertir capital en nuevos proyectos de exploración, mientras que el resto apostaba por la prudencia en un entorno económico y regulatorio cambiante. Sin embargo, desde la entrada de los nuevos consejeros de Engine No. 1 en la Junta ha rebajado mucho sus previsiones de inversión para los próximos años y se ha alineado con la industria. En el período 2020-2025, Exxon había previsto alcanzar los 210.000 millones de dólares en CAPEX, a razón de unos 35.000 millones de dólares por ejercicio. El impacto de la pandemia hizo que el CAPEX se redujera notablemente en 2020 y 2021, hasta que se produjo el mencionado cambio de posición, que ha limitado la inversión al entorno de 20.000 a 25.000 millones de dólares por ejercicio hasta 2027 (Valle, 2021).

La Figura 3 refleja la evolución del CAPEX de ExxonMobil durante los últimos años, y representa también las estimaciones pasadas y actuales, teniendo en cuenta las consecuencias de la crisis del COVID y el cambio de estrategia ocurrido en 2021.

Figura 3

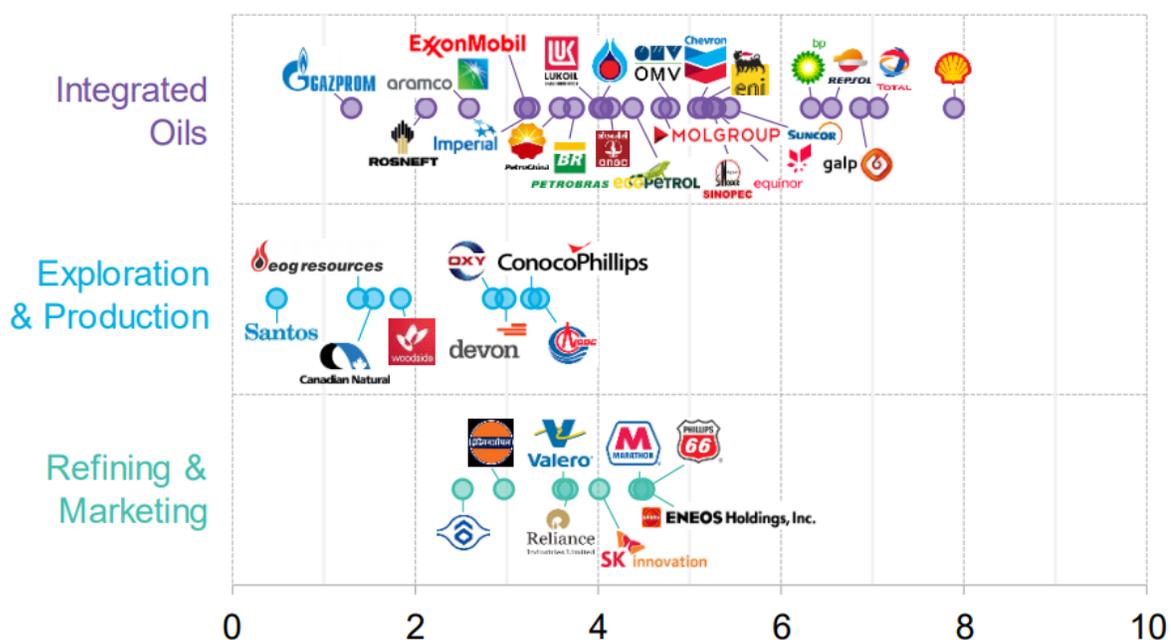
Previsiones y evolución real de la inversión en CAPEX de ExxonMobil



En esencia, se puede argumentar que ExxonMobil, al contrario que muchos de sus rivales, no tiene un posicionamiento a largo plazo que le permita desvincularse progresivamente de los combustibles fósiles, a medida que la demanda de los mismos vaya descendiendo en los próximos años para cumplir los objetivos de emisiones más recientes. Bloomberg publica anualmente unas puntuaciones que evalúan la preparación para una transición de las compañías del sector, y como muestra la Figura 4, Bloomberg solo se encuentra mejor posicionada que las compañías estatales Gazprom, Rosneft y Saudi Aramco.

Figura 4

Puntuaciones obtenidas en el *BNEF Oil & Gas Transition Report* por las principales compañías petroleras



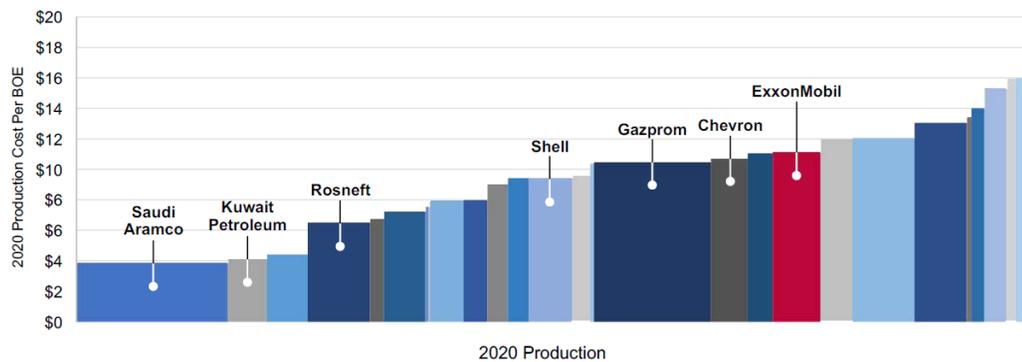
Nota. Extraído de *Reenergize ExxonMobil - Investor Presentation*, por Engine No. 1, 2021.

Querer competir con estas compañías por un negocio que irá disminuyendo progresivamente parece una apuesta cuanto menos arriesgada por dos motivos principales:

- Las compañías estatales no se guían exclusivamente por la lógica del mercado, en primer lugar porque no cotizan públicamente (la mayoría de ellas), y porque su objetivo final no es necesariamente conseguir rentabilidad para el accionista, pudiendo servir otros propósitos en función de las indicaciones del Estado al que pertenezcan.
- Algunas de las compañías estatales tienen la suerte de tener derechos sobre las reservas de petróleo más fácilmente extraíbles, lo que les permite tener los costes más competitivos de la industria, como se puede observar en la Figura 5 debajo.

Figura 5

Coste de producción medio por barril de las principales empresas petroleras



Nota. Extraído de *Reenergize ExxonMobil - Investor Presentation*, por Engine No. 1, 2021.

Además de la dificultad de competir con una base de costes elevada, ExxonMobil, al igual que otras empresas del sector, se están viendo ya afectadas por algunas de las consecuencias del éxito del movimiento de desinversión en combustibles fósiles destacadas en apartados anteriores. La principal de estas consecuencias es el coste de financiación de nuevos proyectos a largo plazo de petróleo y gas natural, dado que muchas instituciones financieras no están dispuestas a participar en la financiación de dichos proyectos. Esto está generando una importante diferencia en el coste de

financiación de nuevos proyectos de energía: mientras que las renovables se financian a tipos de interés de entre el 3 y el 5%, algunos de los proyectos como los que propone ExxonMobil pueden alcanzar tipos del 20%.

Una vez más, la insistencia en estos proyectos y la falta de alternativas lastra el valor de una compañía como ExxonMobil, que deberá pagar mucho más que sus competidores por financiar sus actividades.

5.3. Situación Financiera

El análisis de la situación financiera de ExxonMobil constará de dos partes: la situación de la cotización y el estudio de algunas métricas y ratios relevantes.

El estudio de la situación de la cotización que se plantea no es un análisis en términos absolutos, puesto que en los últimos años el sector se ha visto afectado por una serie de acontecimientos globales (pandemia de la Covid-19, recuperación y guerra en Ucrania) que han afectado de forma conjunta al mercado. En los últimos meses, la reactivación económica vinculada al alivio de las restricciones impuestas para controlar la pandemia y la guerra de Rusia han provocado, como suele ocurrir en casos de crisis geopolíticas, un shock de oferta que ha disparado el precio de los combustibles fósiles como refleja la Figura 6 que se ha traducido en unos resultados financieros extraordinarios para las empresas del sector.

Figura 6

Precio spot del barril de petróleo Brent



Nota. Extraído de Bloomberg.

En lugar de esto, se propone un análisis relativo basado en la evolución de la cotización bursátil de ExxonMobil frente a las empresas de su sector, ya que de esta manera se puede observar la impresión del mercado ante la propuesta de la compañía de insistir en su actividad principal vinculada a los combustibles fósiles frente a las alternativas de transformación que proponen algunos de sus competidores.

Los siguientes gráficos muestran la cotización de ExxonMobil comparada con los índices BWOILP (Figura 7) y BUSOILP (Figura 8), que agrupan respectivamente a las principales empresas del sector del petróleo y gas natural del mundo y del continente americano. Representan los últimos 5 años y están normalizados en el origen para poder comparar la evolución de los valores. El gráfico de la parte inferior muestra la diferencia entre ambos valores comparados, siendo verde cuando ExxonMobil está por encima del índice y rojo cuando ocurre lo contrario.

Figura 7

Comparativa entre la cotización de ExxonMobil y el índice BWOILP



Nota. Extraído de Bloomberg.

Figura 8

Comparativa entre la cotización de ExxonMobil y el índice BUSOILP



Nota. Extraído de Bloomberg.

En el caso de la Figura 7, se observa que la evolución bursátil de ExxonMobil ha sido notablemente peor en los últimos 5 años que la media de su sector, llegando a estar un 35% por debajo a mediados de 2020, para recuperarse progresivamente y situarse de nuevo en la media de su sector recientemente, en el primer trimestre de 2022.

La Figura 8, por otra parte, pinta una perspectiva un tanto diferente. Si bien muestra que la evolución de ExxonMobil ha sido peor que la media de las empresas del sector en el continente americano a lo largo de los últimos 5 años, no se aprecia la recuperación observada en la Figura 7 en los últimos dos años sino lo contrario: la diferencia entre el índice y ExxonMobil se dispara y registra sus máximos de 5 años muy recientemente, en el segundo trimestre de 2022.

Esta diferencia se puede explicar al analizar la composición de los índices BWOILP y BUSOILP. En el BUSOILP, ExxonMobil es la compañía con más peso, con cerca de un 26% del valor agregado de las compañías que componen el índice. En cambio, en el BWOILP se incluye Saudi Aramco, la compañía petrolera estatal de Arabia Saudí que comenzó a cotizar a finales de 2019 (Raval, 2019), y que tiene un peso muy dominante de más del 42% en el índice, con ExxonMobil reducida únicamente a un 7,7% del peso. Por lo tanto, la cotización de Saudi Aramco tiene una influencia muy significativa en la evolución del índice. Si analizamos la cotización de Saudi Aramco en el último año, vemos que evidentemente se ha beneficiado del alza del precio de los combustibles fósiles y ha ascendido cerca de un 23%, pero queda muy lejos de los ascensos del resto del sector, que en muchos casos han sido superiores al 50%.

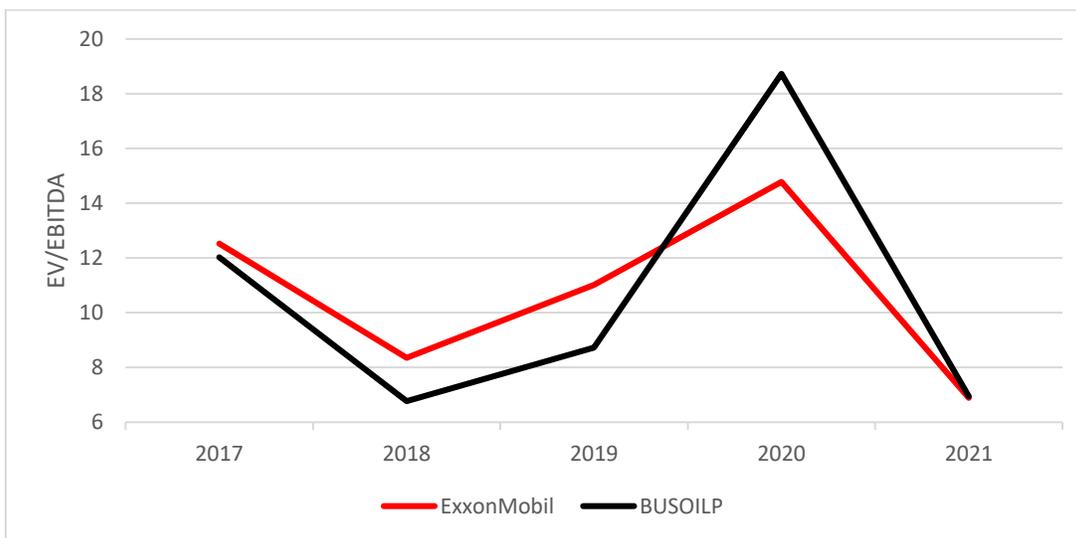
Teniendo en cuenta esto, se puede afirmar que la relativa recuperación de la cotización de ExxonMobil que muestra la Figura 7 es ficticia, al estar el índice lastrado de forma determinante por la cotización de Saudi Aramco. La Figura 8 sí permite tener una imagen de la evolución de la cotización de ExxonMobil más verídica, que evidencia que a pesar del alza de su valor en los últimos dos años, cada vez se queda más rezagada en relación con sus competidores.

Siguiendo con el análisis de métricas relevantes, consideramos necesario estudiar la valoración que ha hecho el mercado de ExxonMobil respecto a su sector a lo largo de los últimos años y estudiar también la remuneración al accionista, por si pudiera haber tenido algún impacto en la entrada de Engine No. 1.

Para ello es oportuno utilizar el ratio EV/EBITDA, que permite valorar la gestión de la empresa en base a los resultados obtenidos. Comparando la evolución anual de este ratio para ExxonMobil con el de la media del sector definida por el índice BUSOILP (Figura 9), se observa que en los ejercicios previos al lanzamiento de la campaña de Engine No. 1, ExxonMobil empezaba a estar infravalorada en comparación a su sector, algo esperable después de haber visto la pobre evolución de su cotización. En el escenario actual de precios de combustibles fósiles muy elevados y beneficios históricos para las compañías del sector, esta preocupación parece ser pospuesta, pero los datos reflejan que efectivamente el mercado, al igual que Engine No. 1, tenía ciertas dudas sobre las perspectivas futuras de ExxonMobil.

Figura 9

Comparativa del ratio EV/EBITDA de ExxonMobil y el índice BUSOILP.



Nota. Adaptado de Bloomberg.

6. Análisis de competidores seleccionados

Una vez analizados los motivos por los que se lanzó la campaña de Engine No. 1 sobre Exxon, se procede al análisis de algunos de sus competidores para entender si las circunstancias que fueron determinantes en esta campaña están presentes en otras compañías del sector, lo que podría dar lugar al lanzamiento de campañas similares y aumentar la relevancia de los inversores activistas como actores a tener en cuenta como alternativa al movimiento de desinversión.

Los competidores elegidos para este análisis comparativo son dos: Chevron y Shell.

Chevron ha sido elegido porque es el competidor más directo de ExxonMobil. Sus similitudes son muy elevadas: ambos son estadounidenses, tienen operaciones a nivel global en todos los segmentos de la cadena de valor de los combustibles fósiles, y tienen una capitalización bursátil relativamente próxima.

Shell ha sido elegido por ocupar la posición dominante en el sector de los combustibles fósiles en Europa, al igual que ExxonMobil en EE.UU. Su inclusión responde a la necesidad de hacer extensivo el análisis al continente europeo, dado que las compañías del sector con sede en Europa han adoptado, en general, objetivos más ambiciosos de reducción de emisiones y estrategias de transición más agresivas, en un entorno en el que el contexto regulatorio también es más estricto en este ámbito que en EE.UU. Además, Shell ha estado vinculada al posible lanzamiento de otra campaña por parte de un inversor activista, en este caso del fondo Third Point, liderado por Daniel Loeb. Este fondo tomó a finales de 2020 una participación en Shell por valor de 750 millones de dólares, y reclamó la división de la compañía en dos, una parte vinculada a sus actividades históricas relacionadas con los combustibles fósiles, y otra parte con todos los nuevos negocios de gas natural licuado y energía renovable (Deveau & Hurst, 2021).

Al igual que en el caso de ExxonMobil, se analizará la estructura de propiedad, la estrategia para la transición energética y la situación financiera de las compañías basándonos en algunas métricas especialmente relevantes para el objeto de este trabajo.

6.1. Chevron

Nos centraremos en primer lugar en la estructura de propiedad de Chevron. Vemos que esta refleja una gran dependencia en los inversores institucionales, que poseen un 80% de las acciones de la compañía según los datos de Bloomberg. Vemos que de nuevo las tres grandes gestoras de fondos, Vanguard, Blackrock y State Street ocupan 3 de las 4 primeras posiciones en los propietarios de Chevron, a los que se une en este caso Berkshire Hathaway, la firma de inversiones de Warren Buffet (Figura 10). Entre las cuatro suman una participación superior al 28% en Chevron, por lo que se podría argumentar que no existen diferencias significativas respecto a ExxonMobil, con dominio claro de inversores institucionales con un compromiso vocal con el cambio climático.

Figura 10

Principales accionistas de Chevron

Holder Name	Portfolio Name	Source	Opt	Position	% Out	Latest Chg	File Dt
1. Vanguard Group Inc/The		ULT-AGG	All	167,767,288	8.54	4,367,157	03/31/22
2. Berkshire Hathaway Inc		ULT-AGG		159,237,582	8.10	1,000	03/31/22
3. State Street Corp		13G		127,943,370	6.51	0	12/31/20
4. BlackRock Inc		ULT-AGG		127,505,337	6.49	1,445,708	03/31/22
5. Capital Group Cos Inc/The	Multiple Portfolios	13F		60,511,762	3.08	-8,666,521	03/31/22
6. Geode Capital Management LLC	GEODE CAPITAL MANAGEMENT LLC	13F		33,098,811	1.68	848,574	03/31/22
7. Northern Trust Corp	NORTHERN TRUST CORPORATION	13F		24,848,259	1.26	-883,704	03/31/22
8. Morgan Stanley		ULT-AGG		22,334,437	1.14	-3,560,205	03/31/22
9. JPMorgan Chase & Co		ULT-AGG		22,212,365	1.13	-3,273,186	03/31/22
10. BANK OF NEW YORK MELLON CORP/THE		ULT-AGG		19,519,072	0.99	-519,061	03/31/22
11. Wells Fargo & Co		ULT-AGG		16,125,805	0.82	405,266	03/31/22
12. Ameriprise Financial Inc		ULT-AGG		15,136,622	0.77	-511,189	03/31/22
13. Charles Schwab Corp/The		ULT-AGG		14,713,988	0.75	190,250	03/31/22
14. Franklin Resources Inc		ULT-AGG		14,641,645	0.75	-5,115,442	03/31/22
15. UBS AG		ULT-AGG		14,352,910	0.73	858,492	03/31/22

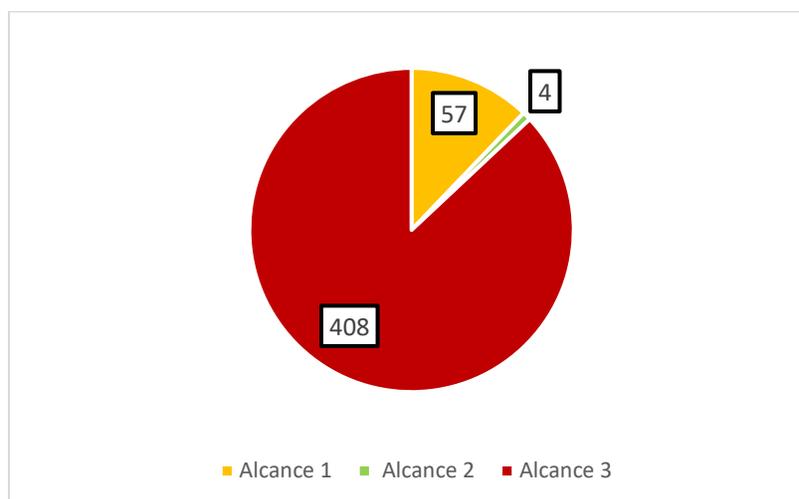
Nota. Extraído de Bloomberg.

Pasando a la estrategia para la descarbonización de Chevron, un primer vistazo sugiere que es relativamente similar a la de ExxonMobil en algunos aspectos, pero ofrece algunos compromisos y soluciones más ambiciosos que detallamos a continuación.

Al igual que ExxonMobil, su compromiso por alcanzar la neutralidad en emisiones es muy reciente, de octubre de 2021, y solo abarca las emisiones de alcance 1 y 2 para 2050, es decir, excluye las emisiones derivadas del consumo de sus productos, que en este caso constituyen un 87% del total de las emisiones de la compañía, como se puede ver en la Figura 11, que es un 4% más que en el caso de Exxon. Sin embargo, Chevron sí reconoce el impacto de las emisiones de alcance 3 y propone objetivos para limitarlas, que aunque no demasiado ambiciosos implican un reconocimiento del problema ausente en el caso anterior. En concreto, han creado una medida de la huella de carbono de sus actividades (PCI por sus siglas en inglés), que incluye las emisiones de alcance 1, 2 y 3, y han establecido un objetivo de 71g de CO₂ por megajulio de energía para 2028, lo que supone una reducción del PCI de más de un 5% respecto a los niveles de 2016 (Chevron, 2021a).

Figura 11

Tipos de emisiones de Chevron, año 2020, millones de toneladas de CO₂



El desarrollo de la estrategia de transición ecológica de Chevron corre en su mayoría a cargo de su filial Chevron New Energies, que ha establecido tres pilares para la misma: la captura de carbono, la compensación de emisiones, y el hidrógeno (Chevron, 2021a).

El primer pilar es similar a la propuesta de ExxonMobil e igualmente insuficiente, pues la capacidad de captura que se busca es de solo 25 millones de toneladas para 2025, es decir, aproximadamente un 5% de las emisiones totales de la empresa. El segundo pilar es difícilmente valorable porque no se incluye el impacto sobre las emisiones que tendrá. El tercer pilar, en cambio, supone una notable diferencia que puede ser determinante en la estrategia de descarbonización de las actividades de la compañía.

La producción de hidrógeno verde (obtenido en el proceso de electrólisis del agua utilizando fuentes de energía renovables) permite la descarbonización de la red de gas natural y ofrece una alternativa para la propulsión de vehículos a motor sin algunas de las desventajas de los vehículos eléctricos. Por este motivo, la Unión Europea lo ha convertido en uno de sus principales argumentos para conseguir sus objetivos de emisiones, asumiendo que puede llegar a hacerse cargo de un 13-14% de la demanda final de energía de la Unión en el año 2050 (Comisión Europea, 2020). Desde entonces, un gran número de empresas europeas, muchas de ellas en el sector energético han propuesto proyectos de hidrógeno verde para ser financiados dentro de los planes del *European Green Deal*, con España a la cabeza.

Chevron se ha marcado como meta la producción de 150.000 toneladas de hidrógeno al año en 2030, pero reconoce que en este número incluye hidrógeno de cualquier variedad (gris, azul o verde, según cómo sea producido) dado que, aunque pueda provenir de fuentes no renovables, supone una mejora respecto a otras fuentes de energía más contaminantes. Para acercarse a este objetivo se cuenta con una inversión de 8.000 millones de dólares hasta 2028 en Chevron New Energies (Chevron, 2021b), por lo que teniendo en cuenta la variedad de actividades en las que está implicada esta división, parece muy complicado que se vaya a destinar el capital necesario para la realización de grandes proyectos de hidrógeno verde. Es por esto que la mayoría de esas 150.000 toneladas de hidrógeno se obtendrán probablemente a través de combustibles fósiles, por lo que la reducción de emisiones proveniente del uso de este hidrógeno sería mucho menor que si proviniera de hidrógeno verde.

Al igual que ExxonMobil, Chevron también incluye un compromiso para reducir las emisiones de metano de sus operaciones y para aumentar la producción de biocombustibles, en este caso hasta 100.000 barriles al año en 2030, pero igualmente sin explicar de qué forma pretende alcanzar esas cifras.

Por todo esto, se puede argumentar que la estrategia de transición de Chevron es más ambiciosa que la de ExxonMobil, pero sigue igualmente muy vinculada a los combustibles fósiles. En este caso, al menos, existen alternativas viables, como el caso del hidrógeno, pero estas carecen de financiación suficiente a corto y medio plazo.

Por último, llegamos al análisis financiero de Chevron, en el que se hace necesario observar la evolución de la cotización por la notable diferencia que existe con ExxonMobil. La Figura 12 muestra la comparativa entre Chevron y el índice BUSOILP, tomado como referencia anteriormente. En este caso, vemos como Chevron en general se ha comportado mejor que la media de su sector en los últimos 5 años, estando a menudo entre un 10 y un 20% por encima de la media.

Figura 12

Comparativa entre la cotización de Chevron y el índice BUSOILP



Nota. Extraído de Bloomberg.

Si comparamos esta evolución directamente con la de ExxonMobil (Figura 13), la diferencia es incluso más llamativa puesto que como comentamos anteriormente, ExxonMobil había tenido un rendimiento claramente inferior al del sector. En los últimos cinco años, la cotización de Chevron se ha comportado entre un 20 y un 30% mejor que la de ExxonMobil, disparándose esa diferencia en 2022 hasta más de un 40%.

Figura 13

Comparativa entre la cotización de Chevron y ExxonMobil

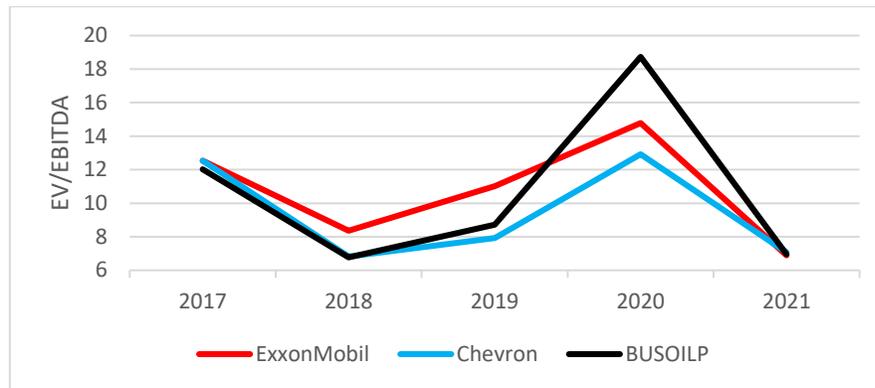


Nota. Extraído de Bloomberg.

El ratio EV/EBITDA de Chevron refleja, de forma sorprendente, que el mercado infravalora a Chevron no solo respecto a su sector, sino también respecto a su competidor más directo que es ExxonMobil, todo ello a pesar de la muy favorable evolución de su cotización (Figura 14).

Figura 14

Comparativa del ratio EV/EBITDA de ExxonMobil, Chevron y el índice BUSOILP

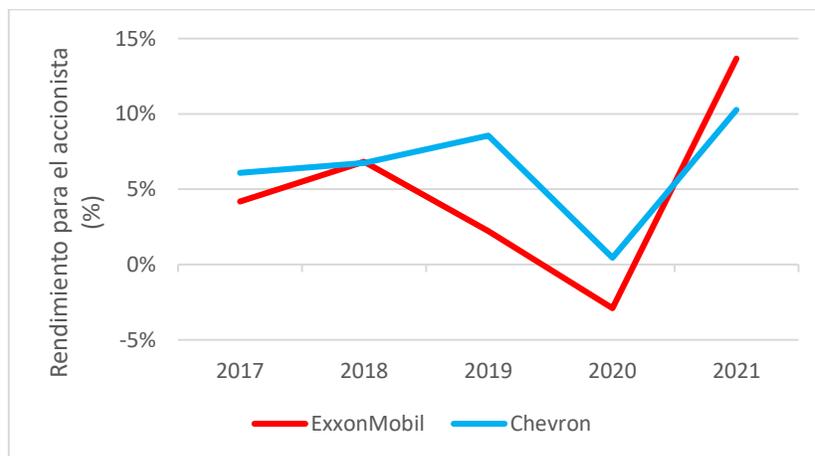


Nota. Adaptado de Bloomberg.

Se ha considerado conveniente añadir también una comparativa del rendimiento para el accionista (Figura 15), que incluye el impacto tanto de la distribución de dividendos como de la recompra de acciones, que refleja una mayor generosidad para el accionista de Chevron que para el de ExxonMobil en los años previos a la campaña de Engine No. 1, como cabía esperar dada la agresiva política de inversión en CAPEX de esta última criticada por el inversor activista.

Figura 15

Comparativa del rendimiento para el accionista de ExxonMobil y Chevron



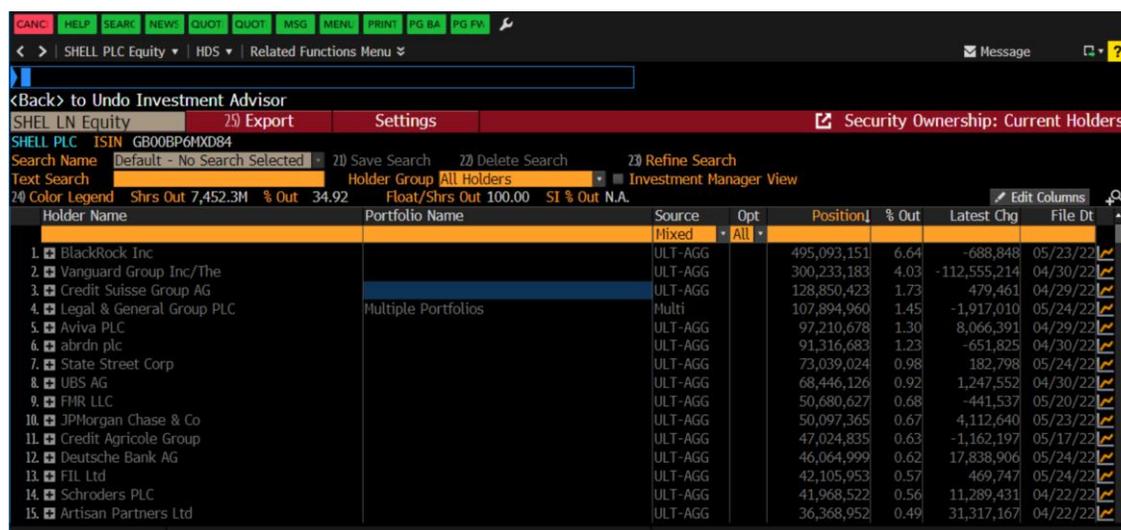
Nota. Adaptado de Bloomberg.

6.2. Shell

De igual manera que en los casos anteriores, comenzaremos el análisis por la estructura de propiedad, que en este caso es muy diferente a las de Chevron y ExxonMobil. Los inversores institucionales poseen solamente un 25% de las acciones de Shell, aunque las primeras posiciones son ocupadas de nuevo por Blackrock y Vanguard con un 6,64% y un 4,03% respectivamente (Figura 16), lo que puede complicar el proceso de reunir los apoyos necesarios para realizar cambios significativos o ganar votaciones en la Junta de Accionistas, tal y como hizo Engine No. 1 en ExxonMobil.

Figura 16

Principales accionistas de Shell



Holder Name	Portfolio Name	Source	Opt	Position	% Out	Latest Chg	File Dt
1. BlackRock Inc		ULT-AGG	All	495,093,151	6.64	-688,848	05/23/22
2. Vanguard Group Inc/The		ULT-AGG		300,233,183	4.03	-112,555,214	04/30/22
3. Credit Suisse Group AG		ULT-AGG		128,850,423	1.73	479,461	04/29/22
4. Legal & General Group PLC		Multi		107,894,960	1.45	-1,917,010	05/24/22
5. Aviva PLC	Multiple Portfolios	ULT-AGG		97,210,678	1.30	8,066,391	04/29/22
6. abrdn plc		ULT-AGG		91,316,683	1.23	-651,825	04/30/22
7. State Street Corp		ULT-AGG		73,039,024	0.98	182,798	05/24/22
8. UBS AG		ULT-AGG		68,446,126	0.92	1,247,552	04/30/22
9. FMR LLC		ULT-AGG		50,680,627	0.68	-441,537	05/20/22
10. JPMorgan Chase & Co		ULT-AGG		50,097,365	0.67	4,112,640	05/23/22
11. Credit Agricole Group		ULT-AGG		47,024,835	0.63	-1,162,197	05/17/22
12. Deutsche Bank AG		ULT-AGG		46,064,999	0.62	17,838,906	05/24/22
13. FIL Ltd		ULT-AGG		42,105,953	0.57	469,747	05/24/22
14. Schroders PLC		ULT-AGG		41,968,522	0.56	11,289,431	04/22/22
15. Artisan Partners Ltd		ULT-AGG		36,368,952	0.49	31,317,167	04/22/22

Nota. Extraído de Bloomberg.

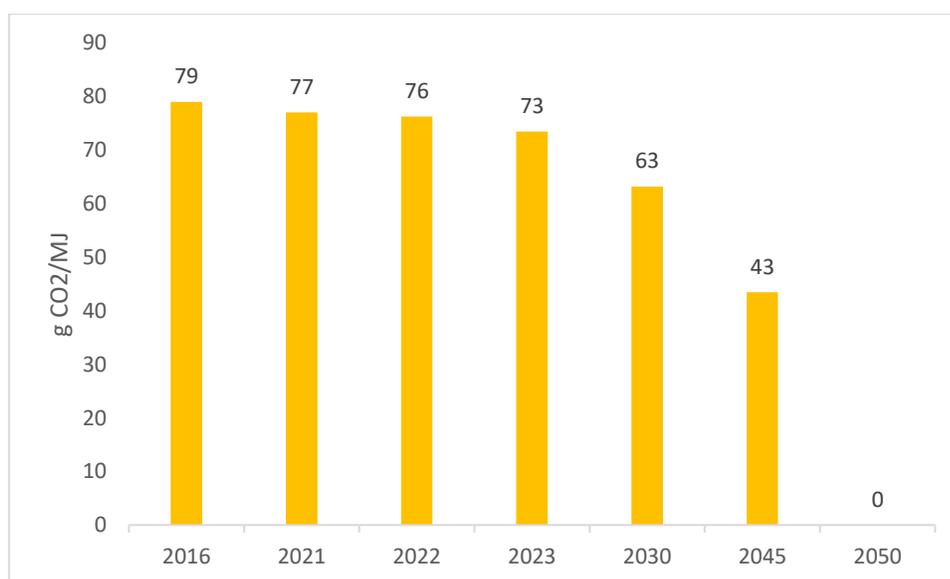
Siguiendo con la estrategia de transición energética de Shell, observamos que fue publicada en 2021 de acuerdo con el modelo propuesto por Climate Action 100+, una iniciativa liderada por inversores para presionar a las compañías responsables de altos niveles de emisiones para que tomen medidas para frenar el cambio climático. Se trata de una estrategia más ambiciosa, y sobre todo mucho más detallada, que permite visibilizar qué medidas contribuirán a esta transición y qué recursos se requerirán para la puesta en marcha de estas iniciativas (Royal Dutch Shell PLC, 2021).

La diferencia más notable entre Shell y las compañías americanas es que su compromiso para conseguir la neutralidad en emisiones para 2050 se extiende también a las emisiones de alcance 3, es decir, se compromete a mitigar el impacto de las emisiones de sus productos a través de otras iniciativas o líneas de negocio. Además, este compromiso cuenta con una serie de hitos intermedios a corto, medio y largo plazo que permiten ver la evolución en el cumplimiento de estos objetivos.

La métrica más importante en este aspecto es la huella de carbono, medida de forma análoga al PCI que establecía Chevron. En este caso, Shell pretende reducir su huella de carbono en un 20% para 2030, alcanzando un 100% de reducción (cero emisiones) en 2050, tal y como refleja la Figura 17.

Figura 17

Intensidad de carbono de las actividades de Shell



Para conseguir este objetivo, la estrategia de Shell define seis pilares de transformación:

- Mejora de la eficiencia de sus operaciones: de igual manera que ExxonMobil y Chevron, Shell se compromete a eliminar casi por completo las emisiones de metano provenientes de sus operaciones.

- Aumento de la producción de biocombustibles: Shell aspira a multiplicar por 8 su producción de biocombustibles, por lo que se estima que puede alcanzar una cifra de 600.000 barriles anuales basándonos en los datos de 2021 (Shell, 2022). Destaca especialmente su apuesta por el combustible de aviación sostenible, habiendo llegado ya a acuerdos para el suministro de varias aerolíneas.
- Captura de carbono: en línea con Chevron y ExxonMobil, Shell espera tener capacidad para capturar unos 25 millones de toneladas para 2035.
- Compensación de emisiones: es una pieza clave de Shell para reducir sus emisiones de alcance 3. Shell dedicará unos 100 millones de dólares anuales a la participación en proyectos de conservación de la naturaleza relacionados con la reforestación o la agricultura, con la intención de alcanzar un impacto correspondiente a 120 millones de toneladas de CO₂ anuales. Con estos proyectos Shell conseguiría derechos de emisión que cedería a sus clientes, que son los responsables directos de las emisiones al adquirir y utilizar los combustibles producidos por Shell.
- Energía renovable: dentro de este pilar, Shell tiene varios frentes abiertos. En primer lugar, destaca su posición como uno de los 3 mayores proveedores de estaciones de recarga de vehículos eléctricos en Europa. Además, Shell posee varios activos de generación de energía renovable, incluyendo plantas solares y parques eólicos marinos con casi 500MW de potencia instalada y más de 1,6GW en desarrollo.
- Mayor proporción de gas natural frente a otros combustibles fósiles: la transición hacia combustibles fósiles menos contaminantes, como es el gas natural si lo comparamos con el petróleo y sus derivados, genera un impacto positivo para la reducción de la intensidad de carbono de las operaciones de la compañía. En 2019, Shell alcanzó su pico de producción de petróleo, y desde entonces ha ido reduciendo los volúmenes anuales en un 1-2%, y en 2025 dejará de invertir en la exploración de nuevos recursos. De esta forma, a partir de 2030 se espera que el gas natural sea el producto principal del segmento de los combustibles fósiles, con un 55% de la producción total.

Esta estrategia viene acompañada de un plan de inversiones más preciso que el propuesto por ExxonMobil o Chevron. Shell propone una inversión anual en el rango de los 19.000 a 22.000 millones de dólares para los próximos años. De esta cifra, Shell dedicó en 2020 un 42% a su negocio de combustibles fósiles tradicional, proporción que quiere reducir a un 25-30% a partir de 2025 solo para mantener los activos existentes, dedicando el resto de los recursos a la producción de gas natural y otras actividades con bajas emisiones (renovables, hidrógeno, captura y compensación de emisiones). Shell destaca que una de las consecuencias de su transición ecológica será la reducción de las necesidades de CAPEX, dado que la infraestructura necesaria para la extracción y refinado de combustibles fósiles es mucho más costosa.

En cuanto al análisis financiero, comenzamos igualmente por la evolución de la cotización de Shell durante los últimos 5 años. En este caso tenemos un problema adicional, puesto que Saudi Aramco también forma parte del índice de compañías petroleras de Europa y Oriente Medio, en el que tiene una influencia inmensa dado que tiene un peso de más del 69%. En su lugar, se presenta la comparativa de la evolución de la cotización de Shell frente a las dos compañías estudiadas hasta el momento, ExxonMobil y Chevron (Figura 18) y frente a TotalEnergies y BP, las dos principales competidoras europeas de Shell (Figura 19).

Figura 18

Comparativa entre la cotización de Shell, ExxonMobil y Chevron



Nota. Extraído de Bloomberg.

Figura 19

Comparativa entre la cotización de Shell, TotalEnergies y BP



Nota. Extraído de Bloomberg.

La Figura 18 muestra que la evolución de Shell ha tenido dos etapas diferenciadas en los últimos 5 años. Hasta marzo de 2020, Shell tenía un comportamiento mejor que el de ExxonMobil y similar al de Chevron, pero a partir del primer impacto de la pandemia, pasó a quedarse rezagada al igual que ExxonMobil. Esto responde a que la economía de Estados Unidos tuvo una recuperación más rápida y vigorosa después de este primer impacto, como se puede observar si añadimos al gráfico de la Figura 19 anterior una línea más con el índice BUSOILP (Figura 20).

Figura 20

Comparativa entre la cotización de Shell, TotalEnergies, BP y el índice BUSOILP



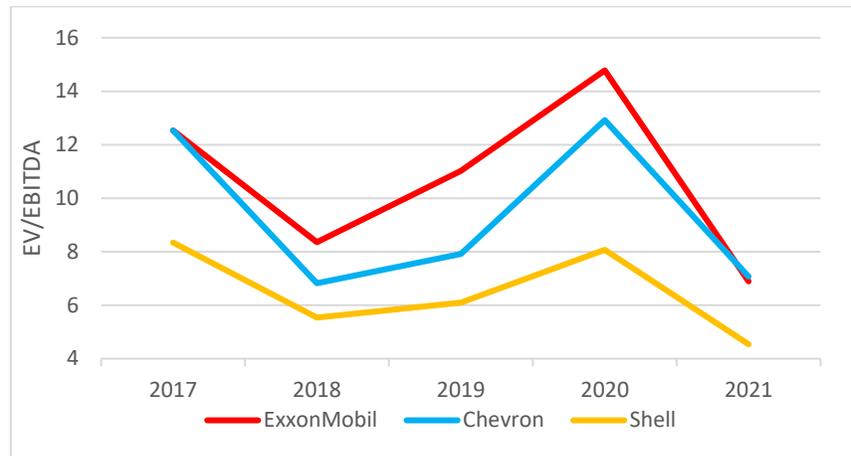
Nota. Extraído de Bloomberg.

Así se demuestra que hasta marzo de 2020, el índice BUSOILP se comportaba en líneas generales peor que las petroleras europeas, pero a partir de esta fecha su evolución es mucho más positiva que la de las tres empresas europeas representadas.

Comparando el ratio EV/EBITDA de Shell con el de sus rivales americanas, se observa que Shell está muy infravalorada (Figura 21) a pesar de su estrategia de descarbonización mucho más robusta y de su política de retribución mucho más generosa (Figura 22).

Figura 21

Comparativa del ratio EV/EBITDA de ExxonMobil, Chevron y Shell

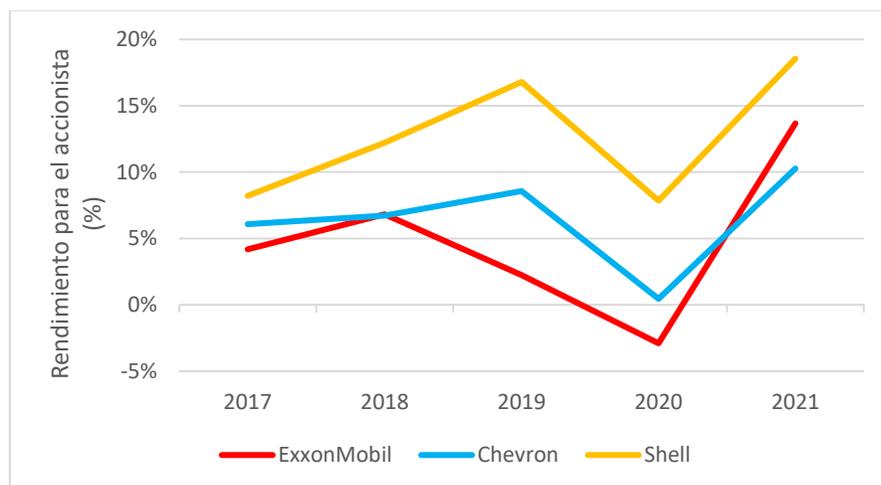


Nota. Adaptado de Bloomberg.

Los motivos para esto pueden ser varios: el descuento de la cotización refleja el hecho de que los resultados de Shell no son tan dependientes del precio de los combustibles fósiles al estar ya en una fase de reducción paulatina de producción, por lo que en esta fase de precios muy elevados no se beneficia tanto de este impacto.

Figura 22

Comparativa del rendimiento para el accionista de ExxonMobil, Chevron y Shell.



Nota. Adaptado de Bloomberg.

A la vez, los retornos en las actividades más sostenibles de ExxonMobil son todavía limitados, influenciados principalmente por dos factores: estos proyectos no se han desarrollado a gran escala todavía, ya que la compañía se encuentra en la fase inicial de implementación de su estrategia de descarbonización, y además los retornos que cabe esperar en todo caso son menores que los que históricamente se han conseguido en proyectos de extracción de combustibles fósiles (Edwardes-Evans, 2020).

7. Conclusiones

El análisis del caso de ExxonMobil y algunos de sus competidores nos permite responder a las preguntas de investigación formuladas al principio, pero para ello, es preciso resumir primero cuales han sido los principales hallazgos del análisis de las tres compañías estudiadas.

- El rendimiento de la cotización bursátil de ExxonMobil en los últimos cinco años es muy inferior a la media de su sector, lo que pudo crear en el período de 2017 a 2020 un caldo de cultivo idóneo para la entrada de un inversor activista como Engine No. 1 y el posterior éxito de su campaña. La campaña de Engine No. 1 diagnosticó el problema principal como la falta de una estrategia de descarbonización ambiciosa, como hemos comprobado que era el caso, pero hasta la fecha no se han comprobado demasiados avances en esta materia más allá de una reducción de los niveles de inversión en exploración y extracción de combustibles fósiles que según las proyecciones eran desorbitados en comparación con la media del sector.
- Los inversores de Chevron parecen conformarse con una estrategia de transición que es relativamente modesta, pareciéndose mucho a la que formuló ExxonMobil y que dista mucho de las estrategias de compañías europeas, siempre que su remuneración no se vea afectada. Chevron ha conseguido esto con unos niveles de CAPEX reducidos que le han permitido destinar buena parte del beneficio a remunerar a sus accionistas incluso en años en los que los precios del petróleo eran relativamente bajos. En la situación actual, con precios disparados por la guerra en

Ucrania y un aumento de demanda por la reactivación de la economía después de las restricciones por la Covid-19, parece impensable que los inversores vayan a cuestionar la estrategia de descarbonización de Chevron mientras estén obteniendo un rendimiento tan elevado de su inversión.

- Elegida para este análisis en representación de las compañías europeas, Shell tiene una estrategia de descarbonización mucho más avanzada que sus competidores americanos. Sin embargo, cotiza con un importante descuento respecto a ellos atribuible a la lenta recuperación de la bolsa europea comparada con la bolsa americana, y al estado más avanzado de su transición que le impide beneficiarse de este escenario de altos precios tanto como otras compañías que han mantenido su apuesta por los combustibles fósiles. Esta debilidad actual debe convertirse en fortaleza futura en el momento que se produzca la próxima caída de los precios del petróleo, y será ahí cuando se puedan apreciar los esfuerzos de Shell en la diversificación de sus actividades. Además, la estructura de propiedad de Shell es muy llamativa por el escaso peso de los inversores institucionales, lo que en cualquier caso dificultaría el éxito de una posible campaña al tener que recabar el apoyo de muchos inversores individuales.

Gracias a estas observaciones, podemos concluir que las oportunidades para el éxito de campañas activistas en empresas del sector de los combustibles fósiles son, en este momento, muy escasas. Esto se debe a tres factores principales:

- En primer lugar, deben darse circunstancias muy concretas para el éxito de estas campañas. La falta de una estrategia de descarbonización no se puede considerar, en sí misma, un motivo que garantice el éxito de una campaña activista en una empresa petrolera. Hay muchas empresas con estrategias de descarbonización débiles, y solo hemos visto el éxito de la campaña de Engine No. 1 en ExxonMobil. Por lo tanto, cabe concluir que es necesaria la concurrencia de varios factores para el éxito de una campaña activista. En el caso de ExxonMobil, hemos visto que aparte de su falta de estrategia para la descarbonización, ha sido el lastre de su cotización

frente a empresas comparables lo que ha podido contribuir al malestar de los accionistas que apoyaron la campaña.

- Además, la estructura de propiedad debe facilitar el éxito de la campaña. Esto se consigue de forma más fácil con la presencia en el accionariado de inversores institucionales, que al poseer participaciones grandes en estas empresas tienen mucho peso en las decisiones sometidas a votación en las juntas de accionistas. Se une a esto el hecho de que las grandes gestoras de fondos, que gozan de un nivel de diversificación muy elevado y por lo tanto tienen participaciones significativas en muchas compañías, han adoptado posiciones públicas presionando a las compañías en las que invierten para que tomen las medidas necesarias para adaptar sus actividades al cumplimiento de los objetivos de emisiones acordados, convirtiéndose así en un pilar fundamental para la transformación de las compañías del sector de los combustibles fósiles.
- El escenario de precios elevados de los combustibles fósiles que estamos viviendo en 2021 y 2022 está favoreciendo a todas las empresas del sector, que están obteniendo beneficios récord, y en especial a aquellas que aún no han diversificado sus actividades. Cualquier campaña activista con el objetivo de acelerar la transformación de una compañía del sector tendrá incluso más complicado alcanzar el éxito en este contexto porque al menos a corto plazo, la apuesta por los combustibles fósiles está resultando muy rentable para los inversores en estas compañías.

Basándonos en estos factores clave, podemos por fin responder a la pregunta de si son los inversores activistas una alternativa viable al movimiento de desinversión, y la respuesta es que, en este momento al menos, no. Los inversores activistas son en primer lugar, y como su propio nombre indica, inversores, y por lo tanto desean obtener un cierto rendimiento a cambio del dinero que invierten. En algunas circunstancias, los inversores han considerado que la forma de obtener un mayor rendimiento ha sido tratando de influir en la descarbonización de las actividades de empresas petroleras, y por lo tanto han lanzado campañas en este sentido, como en el caso de ExxonMobil. En

las circunstancias actuales, la lógica de maximización del beneficio indica que lo sensato es no remover ningún avispero y permitir que las compañías petroleras extraigan y vendan todos los materiales que puedan a precios elevados, creando valor inmediato para sus accionistas, lo que no favorece precisamente la consecución de los objetivos de reducción de emisiones ni la transformación de las propias compañías.

Esta lógica es muy diferente a la que guía las decisiones del movimiento de desinversión en combustibles fósiles, dado que no tiene el objetivo de obtener ningún rendimiento financiero a corto plazo y su impacto en todo caso solo se podrá distinguir dentro de varias décadas. Al no responder a las circunstancias del mercado, se puede centrar en su único objetivo que es el cese de la producción de combustibles fósiles a través de la reducción de los flujos de capital que necesitan estas compañías para operar. Como comentamos en la introducción, este punto de vista también tiene múltiples implicaciones negativas difícilmente superables, pero el éxito que ha cosechado hasta la fecha atestigua que hay muchas entidades públicas y privadas que están dispuestas a asumir estos postulados y que la fuerza del movimiento de desinversión solo puede incrementar en los próximos años a medida que las resistencias que existen frente a la desinversión son vencidas progresivamente.

Los inversores activistas, por su parte, tienen un futuro incierto en las circunstancias actuales, pero no se puede descartar que su método pueda ser útil cuando se produzca la próxima crisis en el sector de los combustibles fósiles, que irremediamente afectará de lleno a aquellas empresas que en vista de las circunstancias actuales han invertido en activos con altos costes de producción para maximizar sus beneficios en el corto plazo, pero que dejarán de ser rentables con precios más moderados.

El análisis realizado en este trabajo puede ser ampliado comparando otras métricas que puedan ser relevantes e incluyendo más compañías en el estudio para realmente abarcar a todo el sector de la forma más completa posible. En cualquier caso, el alcance de este estudio excluye las compañías no cotizadas por la dificultad añadida de obtener información fiable sobre ellas, pero es probable que ante el mayor escrutinio al que se

someten las cotizadas, sea en estas compañías en las que haya que poner el foco en los próximos años para alcanzar los objetivos de reducción de emisiones.

8. Bibliografía

- Agencia Internacional de la Energía. (2021). *Net Zero by 2050. A Roadmap for the Global Energy Sector*.
- Arabella Advisors. (2018). *Measuring the Growth of the Global Fossil Fuel Divestment Movement and Clean Energy Investment Movement*.
- Budinis, S. (31 de enero de 2020). *Going carbon negative: What are the technology options?* Recuperado el 17 de mayo de 2022, de International Energy Agency: <https://www.iea.org/commentaries/going-carbon-negative-what-are-the-technology-options>
- Ceralier, M. (14 de mayo de 2021). *Proxy Advisor ISS Backs Activist Engine No. 1 in ExxonMobil Battle*. Recuperado el 6 de junio de 2022, de Institutional Investor: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1rtx9blgz6fp6/Proxy-Advisor-ISS-Backs-Activist-Engine-No-1-in-ExxonMobil-Battle>
- CGLytics. (2020). *Activists Investors Broaden their Focus*.
- Chevron. (2021a). *2021 Corporate Sustainability Report*.
- Chevron. (2021b). *Climate change resilience: Advancing a lower carbon future*.
- Comisión Europea. (2020). *A hydrogen strategy for a climate-neutral Europe (COM(2020) 301)*.
- Cook, J., & Solberg, L. (12 de mayo de 2021). *Hints of Sea Change in Big Fund Company ESG Proxy Votes*. Recuperado el 21 de mayo de 2022, de Morningstar: <https://www.morningstar.com/articles/1039244/hints-of-sea-change-in-big-fund-company-esg-proxy-votes>
- Crowley, K. (1 de febrero de 2021). *Exxon's New Carbon Capture Plan Looks a Lot Like Its Old One*. Recuperado el 17 de mayo de 2022, de Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-02-01/exxon-makes-3-billion-carbon-capture-vow-after-climate-pressure>

Deloitte. (14 de diciembre de 2021). *Qué son los criterios ESG y para qué sirven*. Recuperado el 6 de junio de 2022, de Deloitte: <https://www2.deloitte.com/es/es/blog/sostenibilidad-deloitte/2021/que-son-criterios-esg-para-que-sirven.html>

Deveau, S., & Hurst, L. (27 de octubre de 2021). *Activist Investor Loeb Takes Shell Stake, Pushes to Break Up Company*. Recuperado el 25 de mayo de 2022, de Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-27/activist-loeb-takes-shell-stake-and-pushes-for-a-break-up>

Edwardes-Evans, H. (19 de febrero de 2020). *Big Oil Missing the Point on Renewable Energy Returns*. Recuperado el 27 de mayo de 2022, de S&P Global: <https://www.spglobal.com/commodityinsights/en/market-insights/latest-news/electric-power/021920-big-oil-missing-the-point-on-renewable-energy-returns>

Egli, F., Schärer, D., & Steffen, B. (2022). Determinants of fossil fuel divestment in European pension funds. *Ecological Economics*, 191.

ExxonMobil. (2021). *Updated 2021 Energy & Carbon Summary*.

ExxonMobil. (18 de enero de 2022a). *ExxonMobil announces ambition for net zero greenhouse gas emissions by 2050*. Recuperado el 17 de mayo de 2022, de ExxonMobil: https://corporate.exxonmobil.com/News/Newsroom/News-releases/2022/0118_ExxonMobil-announces-ambition-for-net-zero-greenhouse-gas-emissions-by-2050

ExxonMobil. (2022b). *Sustainability. Emissions & Climate. Frequently Asked Questions*. Recuperado el 17 de mayo de 2022, de ExxonMobil: <https://corporate.exxonmobil.com/Sustainability/Emissions-and-climate/Frequently-asked-questions>

Fichtner, J., Heemskerk, E., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298-326.

- Fink, L. (2022). *The Power of Capitalism*. Recuperado el 20 de abril de 2022, de Blackrock: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>
- Gibson, D., & Duram, L. (2020). Shifting Discourse on Climate and Sustainability: Key Characteristics of the Higher Education Fossil Fuel Divestment Movement. *Sustainability, 12*(23).
- Gilson, R., & Gordon, J. (2013). The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. *Columbia Law Review*(863), 863-928.
- Global Fossil Fuel Divestment Commitments Database. (2021). *Invest-Divest 2021: A Decade of Progress Towards a Just Climate Future*.
- Grady-Benson, J., & Sarathy, B. (2016). Fossil fuel divestment in US higher education: student-led organising for climate justice. *Local Environment, 21*(6), 661-681.
- Greenhouse Gas Protocol. (2011). *Corporate Value Chain (Scope 3) Accounting and Reporting Standard*.
- Hamdani, A., & Hannes, S. (2019). The Future of Shareholder Activism. *Boston University Law Review, 99*, 971-1000.
- Healy, N., & Debski, J. (2017). Fossil Fuel Divestment: Implications For The Future Of Sustainability Discourse and Action Within Higher Education. *Local Environment, 22*(6), 699-724.
- Jessop, S., & Sterling, T. (23 de marzo de 2022). *EXCLUSIVE Dutch bank ING ends financing for new oil and gas projects*. Recuperado el 4 de abril de 2022, de Reuters: <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/exclusive-dutch-banking-ends-financing-new-oil-gas-projects-2022-03-23/>
- Kenton, W. (26 de enero de 2021). *Activist investor*. Recuperado el 5 de abril de 2022, de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/a/activist-investor.asp>
- Lazard. (2021). *2021 Review of Shareholder Activism*.

- London School of Economics and Political Science. (1 de mayo de 2018). *What is carbon capture and storage and what role can it play in tackling climate change?* Recuperado el 17 de mayo de 2022, de Grantham Research Institute Explainers: <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/explainers/what-is-carbon-capture-and-storage-and-what-role-can-it-play-in-tackling-climate-change/>
- McDonnell, T. (1 de febrero de 2021). *Exxon's new climate initiative is too little, too late.* Recuperado el 17 de mayo de 2022, de Quartz: <https://qz.com/1967635/exxons-carbon-capture-climate-plan-is-too-little-too-late/>
- McKibben, B. (19 de julio de 2012). *Global Warming's Terrifying New Math.* Recuperado el 3 de abril de 2022, de Rolling Stone: <https://www.rollingstone.com/politics/politics-news/global-warmings-terrifying-new-math-188550/>
- Napach, B. (27 de mayo de 2021). *BlackRock and Vanguard Played Key Roles in Exxon's Shareholder Proxy Vote.* Recuperado el 21 de mayo de 2022, de ThinkAhead: <https://www.thinkadvisor.com/2021/05/27/blackrock-and-vanguard-played-key-roles-in-exxons-shareholder-proxy-vote/>
- Private Equity Stakeholder Project. (2021). *Private Equity Propels the Climate Crisis: The risks of a shadowy industry's massive exposure to oil, gas and coal.*
- PwC. (2020). *Asset and wealth management revolution: the power to shape the future.*
- Raval, A. (29 de noviembre de 2019). *Saudi Aramco flotation to rely on local money.* Recuperado el 26 de mayo de 2022, de Financial Times: <https://www.ft.com/content/48544566-12b4-11ea-a225-db2f231cfeae>
- Robertson, B., & Karsh, M. (6 de julio de 2021). *Private Equity Follows the Money—and the Money Is Ditching Fossil Fuels.* Recuperado el 4 de abril de 2022, de Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-06/private-equity-is-ditching-fossil-fuels-over-climate-change-concerns>
- Royal Dutch Shell PLC. (2021). *Shell Energy Transition Strategy.*

- Schwartz, J. (5 de junio de 2015). Norway Will Divest From Coal in Push Against Climate Change. *The New York Times*. Recuperado el 3 de abril de 2022, de <https://www.nytimes.com/2015/06/06/science/norway-in-push-against-climate-change-will-divest-from-coal.html>
- Shell. (2022). *Low Carbon Fuels*. Recuperado el 24 de mayo de 2022, de Shell: <https://www.shell.com/energy-and-innovation/new-energies/low-carbon-fuels.html>
- Stutts, J. (26 de octubre de 2021). *Private equity firms divided over fossil fuels*. Recuperado el 3 de abril de 2022, de New Private Markets: <https://www.newprivatemarkets.com/private-equity-firms-divided-over-fossil-fuels/>
- Valle, S. (1 de diciembre de 2021). *Exxon to hold spending at \$20 billion to \$25 billion through 2027*. Recuperado el 17 de mayo de 2022, de Reuters: <https://www.reuters.com/markets/us/exxon-continue-annual-capex-20-billion-25-billion-through-2027-2021-12-01/>