

## **INFORME DE GESTIÓN DE EMPRESAS COTIZADAS. VALORACIÓN CRÍTICA DE LA GUÍA DE LA CNMV Y PROPUESTA PARA ANALIZAR LA INFORMACIÓN DIVULGADA**

AINHOA SAITUA  
Departamento Economía Financiera I  
Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea UPV/EHU  
[ainhoa.saitua@ehu.eus](mailto:ainhoa.saitua@ehu.eus)

SOLEDAD MOYA  
Departamento de Finanzas y Control de Gestión  
EADA Business School  
[smoyag@eada.edu](mailto:smoyag@eada.edu)

ISABEL VÁZQUEZ  
Departamento Economía Financiera I  
Universidad del País Vasco/Euskal Herriko Unibertsitatea UPV/EHU  
[isabel.vazquez@ehu.eus](mailto:isabel.vazquez@ehu.eus)

Recibido: 03/03/2015

Aceptado: 17/05/2015

### **MANAGEMENT REPORT OF LISTED COMPANIES. CRITICAL ASSESSMENT OF THE CNMV GUIDE AND PROPOSAL FOR ANALYZING THE INFORMATION DISCLOSED**

In 2013 the Spanish stock market supervisor (Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV) published a Guide for the Management Report of listed companies with the aim of improving the quality of information disclosed by these companies. This paper first presents a critical assessment of some aspects of this guide, and then proposes a set of indicators that may help to make the analysis of both information *contents* and compliance with the *principles* and *rules* recommended (CNMV, 2013). The guide is not mandatory, so that its implementation is not guaranteed by the companies. In any case, the lists of indicators we propose can be useful both for research purposes to analyze the level of information disclosed, and for the entities themselves, listed and unlisted, who want to meet quality requirements recommended when preparing its Management Reports.

**Key words:** Management Report; listed companies; disclosure; analysis methodology.

**JEL code:** M4 Accounting and Auditing

## RESUMEN

En 2013 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publicó una *Guía para el Informe de Gestión de las empresas cotizadas españolas* con el ánimo de mejorar la calidad de la información que presentan estas empresas. En este trabajo presentamos una valoración crítica sobre algunos aspectos normalizadores de dicha guía y después proponemos una batería de indicadores que ayuden a realizar el análisis, tanto de los *contenidos* informativos como del cumplimiento de los *principios y reglas* que recomienda la guía (CNMV, 2013). Esta no es de aplicación obligatoria, por lo que su implementación no está garantizada por parte de las empresas. En todo caso, los listados de indicadores que proponemos pueden ser de utilidad, tanto con fines de investigación para analizar el nivel de información divulgado, como para las propias entidades, cotizadas y no cotizadas, que quieran cumplir con los requisitos de calidad recomendados a la hora de preparar sus Informes de Gestión.

**Palabras clave:** Informe de Gestión; empresas cotizadas; divulgación; metodología de análisis.

**Código JEL:** M4 Contabilidad y auditoría

## 1. INTRODUCCIÓN

La sociedad actual demanda una mayor transparencia por parte de las empresas que promueva la confianza en los mercados. En concreto, uno de los documentos narrativos más importantes que acompaña a la información financiera de las empresas es el Informe de Gestión, introducido en España (para las empresas que no pueden presentar Balance abreviado, esto es, las de mayor tamaño, ya sean cotizadas o no cotizadas) en trasposición de la normativa europea mediante la *Ley 19/1989 de Adaptación de la legislación mercantil a las directivas europeas*, que dio lugar al Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA) (hoy contenido en el Real Decreto Legislativo 1/2010 que aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital - TRLSA). En un futuro cercano esta legislación se verá modificada en España, ya que como consecuencia de la Directiva 2014/95/UE del Parlamento y del Consejo en relación con la divulgación de información no financiera, los Estados Miembros tienen un plazo de 2 años para adaptar su legislación de forma que las empresas de más de 500 trabajadores incluyan determinada información social (sobre temas de igualdad, corrupción, etc.) y medioambiental en sus Informes de Gestión a partir de 2017.

Mientras tanto, según la normativa aplicable en cada país, esta sección (Informe de Gestión) que forma parte del informe anual ha sido conocido, entre otros, como *Management Discussion and Analysis* (MD&A) en Estados Unidos y Canadá, *Operational and Financial Review* (OFR) en el Reino Unido, *Management Report* por

la Unión Europea o *Management Commentary* (MC) por el IASB (traducido al español como “Comentarios de la gerencia”). Su cometido reside en explicar, desde el punto de vista de la dirección, cuál ha sido la evolución del negocio, los principales factores que han influido en la situación y resultados de la entidad, y cómo espera la dirección hacer frente a los riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta. Por lo tanto, en principio, constituye un medio para poner los resultados contables en un contexto de explicación más amplio, útil para comunicar la estrategia y atraer así inversores (Ghani y Haverty, 1998; Aerts y Tarca, 2007).

Sin embargo, la práctica de este tipo de informes por parte de las empresas ha sido criticada a nivel internacional, ya que no responde siempre a las expectativas de los usuarios (Hooks et al., 2002; Linsley y Shrivess, 2006). Lo que tampoco está claro es cómo lograr que las empresas divulguen información relevante para los usuarios y, por lo tanto, qué regulación se debería adoptar para lograrlo, ya que la implantación de una nueva regulación influye positivamente en el nivel de divulgación voluntaria sobre un determinado tema (Nichols et al., 2000; Clarkson et al., 2006) pero no logra resolver todos los problemas de prácticas de divulgación que se habían identificado (Chandra et al., 2006; Boesso y Kumar, 2007). En todo caso, también se plantea el problema relativo a la elección de la metodología de análisis de la calidad de la divulgación de información que sea más adecuada a fin de valorar si las empresas siguen adecuadamente las normas o recomendaciones correspondientes, tanto para comparar el comportamiento divulgativo entre unas empresas y otras, como para identificar los factores que más contribuyan a una mejora de la información (Firth, 1979; Jones y Smith, 2014).

Con la motivación de avanzar en la búsqueda de la máxima utilidad de la información divulgada para los usuarios, el objetivo de este artículo consiste en proponer una metodología que pueda utilizarse en el análisis de la calidad de la divulgación ofrecida por las empresas en el informe de gestión. Para ello, tomando como referencia las recomendaciones de la *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas* (CNMV, 2013), diseñamos dos listados de cotejo que sirvan para valorar en qué medida las empresas siguen las recomendaciones, tanto en lo relacionado con los contenidos divulgados, como con la forma en que los divulgan, esto es, en relación a la eventual aplicación de los principios y reglas propuestos, de forma que las herramientas aportadas puedan ser de utilidad tanto para los propios preparadores de la información, como para los investigadores a la hora de valorar el nivel de divulgación de información que ofrecen las empresas. Tras esta introducción, el segundo apartado revisa las disposiciones obligatorias a aplicar por las empresas españolas en la elaboración del informe de gestión, así como otras guías de obligada referencia por su relevancia internacional, y el tercero analiza concretamente las recomendaciones de la guía CNMV (2013) realizando algunas valoraciones críticas sobre dicha propuesta. En el cuarto, una vez revisada la literatura previa sobre la medición del nivel de divulgación de información, proponemos una metodología que incluye una batería de indicadores para el análisis del nivel de cumplimiento de las recomendaciones sobre un informe de gestión de calidad en base a la guía CNMV. El quinto contiene unas reflexiones finales.

## 2. NORMATIVA PREVIA DE REFERENCIA PARA EL INFORME DE GESTIÓN

A efectos de la presentación del informe de gestión, las empresas españolas deben aplicar las normativas obligatorias contenidas en la legislación mercantil nacional que emana principalmente de las directivas europeas. La legislación mercantil española, a partir de la incorporación de las directivas europeas en materia de sociedades mediante la Ley 19/1989, contempla el informe de gestión como un documento que informa sobre la evolución de la situación económica, financiera y de los resultados de una empresa de todas las sociedades anónimas que no presenten balance abreviado, pues estas últimas están dispensadas de presentar informe de gestión. Según el artículo 202 del TRLSA (en la actualidad en el artículo 262 de la Ley de Sociedades de Capital RDL 1/2010), en su texto vigente hasta 2004, el informe de gestión debía contener: a) una exposición fiel sobre la evolución de los negocios y situación de la sociedad, b) información sobre los acontecimientos importantes ocurridos después del cierre del ejercicio, c) la evolución previsible de la sociedad, d) actividades realizadas en materia de investigación y desarrollo, y e) las adquisiciones de acciones propias. Sin embargo, el contenido no estaba suficientemente regulado, pues no se establecían los objetivos perseguidos con la elaboración del mismo, ni se daban ejemplos del nivel de detalle que debería ofrecerse para cada ítem, dando a las empresas la opción de cumplir un mínimo formal y restando de toda utilidad al documento.

En lo que respecta a la información de los grupos de empresas (artículo 49 del Código de Comercio), la Ley 62/2003 incorporó algunas modificaciones para el informe de gestión respecto de información sobre riesgos, de información social y medioambiental en la medida en que sea relevante para la comprensión del negocio, y de la inclusión de indicadores, idénticas en su redacción tanto para el individual como para el consolidado a aplicar a partir de 2005. Pero además, desde 2005, los grupos cotizados europeos, incluidos los españoles, presentan sus cuentas consolidadas siguiendo las Normas Internacionales de Contabilidad y Normas Internacionales de Información financiera (NIC-NIIF) del *International Accounting Standards Board* (IASB), en las que no existe una obligación específica de presentar un informe de los administradores. En este sentido, la presentación del informe de gestión legal en España no tiene por qué variar mientras no se modifique la normativa mercantil, pero podría estar sujeta a algún requisito específico en el caso de que el IASB lo regulara. Por ello resulta de interés el proyecto denominado *Management Commentary*.

El grupo de trabajo que desarrolló dicho proyecto (IASB, 2005), y basándose en las normativas de los países que tomaron como referencia, consideró que el Informe Financiero de una empresa debería verse como un paquete que contiene: Estados financieros primarios, Notas que acompañan a los estados financieros primarios (Memoria) y *Management Commentary*, y que la calidad de este último podría ser mejorada si el IASB emitiera requisitos sobre él. Sin embargo, en la medida en que la guía final publicada (IASB 2010) es de aplicación voluntaria y que estas propuestas no llevan aparejada ninguna otra obligatoriedad sobre sistemas de supervisión de su calidad, como podría ser la auditoría, a nivel internacional continúan las dudas sobre las mejoras que puedan producirse en la práctica de los informe de gestión.

En este sentido consideramos también un avance importante el trabajo que está realizando el organismo de reciente creación, *Integrated Information Reporting Council*, con la publicación reciente de su Marco para información integrada (IIRC

2013) en áreas como la especificación del proceso de determinación de la materialidad a la hora de decidir qué elementos de contenido divulgar, etc. El deseo de este organismo de que el Informe Integrado se convierta en algo obligatorio en el futuro. De momento, proponen que se podría preparar un Informe Integrado como parte del informe de gestión legal, tal como ya había propuesto el “Grupo de Información Integrada” de la *Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas* (AECA, 2013).

### **3. VALORACIÓN CRÍTICA DE LA GUÍA PARA EL INFORME DE GESTIÓN DE LAS COTIZADAS ESPAÑOLAS**

A partir de la constatación de que el informe de gestión en la práctica española no cumple con las expectativas de los usuarios, especialmente en el caso de las empresas cotizadas (ICAC, 2002), y en consonancia con las necesidades detectadas en el ámbito internacional (IOSCO, 2003; IASB, 2010), recientemente la CNMV impulsó la creación de un grupo de expertos para elaborar recomendaciones en el ámbito del informe de gestión, con la finalidad de ayudar a mejorar la calidad de su contenido, así como de reforzar su comparabilidad y utilidad para los usuarios.

Inicialmente, una vez que se realizó la comparativa de las diferentes normas y guías de referencia, el Grupo de Trabajo para el informe de gestión (GTIG) encontró que la diferencia más significativa se refiere a la inclusión de ejemplos e ilustraciones, pues tan sólo las guías o normas de EEUU y RU incluyen algún tipo de ilustración o ejemplo, si bien el número de ejemplos y el grado de detalle de los mismos es menor que en el caso de la española. En todo caso, el GTIG ha estimado que la guía de referencia principal a los efectos del informe de gestión es el *Management Commentary* emitido por el IASB (2010). En el cuadro 1, mostramos la tabla comparativa que aparece dentro del Apéndice D: “Análisis del marco regulatorio de los principales mercados” (CNMV, 2013), pero señalando las relaciones más directas que, a nuestro juicio, se aprecian entre los contenidos de una y otra. Así, advertimos una gran equivalencia de temas tratados (tanto en cuanto a contenidos informativos a incorporar, como a *principios* a respetar y *características* de la información que parece que se deberían cumplir), pero no comprendemos la razón para que no se hayan reproducido en un orden más semejante.

**Cuadro 1: Comparación de la guía CNMV (2013) con la del IASB (2010)**

	<i>Practice Statement</i> Management Commentary (IASB 2010)	Guía para el Informe de Gestión de entidades cotizadas (CNMV 2013)
<b>Objetivos del informe de gestión</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Proveer la visión de la dirección sobre el rendimiento, posición y progreso de la compañía.</li> <li>2. Complementar la información presentada en los estados financieros.</li> <li>3. Para cumplir con lo anterior se debería incluir en el contenido del informe información de carácter prospectivo.</li> </ol>	<b>Pilar I:</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Suministrar una exposición fiel de la situación de la sociedad y de la evolución de su actividad.</li> <li>2. Poner de manifiesto los riesgos, incertidumbres y oportunidades de la entidad.</li> <li>3. Complementar la información contenida en los estados financieros.</li> <li>4. Características de relevancia, fiabilidad, comprensibilidad, susceptibilidad de contrastación, oportunidad y utilidad para el usuario al que va dirigido.</li> </ol>
<b>Contenido del informe de gestión</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. La naturaleza de los negocios.</li> <li>2. Objetivos de la dirección y las estrategias destinadas a lograr tales objetivos.</li> <li>3. Los recursos, riesgos y relaciones más significativos de la entidad.</li> <li>4. Los resultados de operaciones y perspectivas.</li> <li>5. Medidas e indicadores de rendimiento que la dirección utilice para evaluar el desarrollo de la compañía en comparación con los objetivos marcados</li> </ol>	<b>Pilar II:</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Situación de la sociedad: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Estructura organizativa.</li> <li>- Funcionamiento</li> </ul> </li> <li>2. Evolución y resultado de los negocios: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Indicadores fundamentales.</li> <li>- Cuestiones relativas a medio ambiente y personal.</li> </ul> </li> <li>3. Liquidez y recursos de capital</li> <li>4. Principales riesgos e incertidumbres.</li> <li>5. Circunstancias importantes acaecidas tras el cierre del ejercicio.</li> <li>6. Información sobre la evolución previsible de la entidad</li> <li>7. Actividades de I+D.</li> <li>8. Adquisición y enajenación de acciones propias.</li> <li>9. Otra información relevante.</li> </ol>
<b>Principios y reglas de elaboración del informe de gestión</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Relevancia.</li> <li>2. Imagen fiel.</li> <li>3. Comparabilidad.</li> <li>4. Verificabilidad.</li> <li>5. Oportunidad.</li> <li>6. Comprensibilidad.</li> <li>7. Materialidad.</li> <li>8. Ser claro y sencillo.</li> <li>9. Adecuado a la realidad empresarial teniendo en cuenta la magnitud y complejidad de la entidad y el ambiente regulatorio en el que opera</li> <li>10. Consistente con los estados financieros a los que complementa</li> <li>11. Evitar duplicaciones.</li> <li>12. Ser útil para los usuarios.</li> <li>13. Evitar cláusulas tipo</li> <li>14. Evitar la inclusión de información irrelevante.</li> </ol>	<b>Pilar III:</b> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Exposición desde el punto de vista de la dirección.</li> <li>2. Redacción clara, concisa y coherente.</li> <li>3. Objetividad al exponer y analizar hechos, planes, previsiones y sus consecuencias.</li> <li>4. Explicitar fuentes, bases e hipótesis contenidas en la información prospectiva.</li> <li>5. Coherencia con informes anteriores.</li> <li>6. Evitar, en la medida de lo posible, duplicidades con los estados financieros y otra información.</li> <li>7. Evitar información irrelevante.</li> <li>8. Evitar el uso de cláusulas estandarizadas o estereotipadas.</li> <li>9. Identificar la información procedente de fuentes externas y la elaborada por la sociedad</li> <li>10. Adecuar el informe de gestión a la realidad empresarial, teniendo en cuenta la magnitud y complejidad de la misma.</li> </ol>
<b>Ilustraciones y ejemplos</b>	No contiene ilustraciones ni ejemplos	Contiene guía detallada, ilustraciones y ejemplos.

Fuente: CNMV (2013, p.159-160) y elaboración propia

Por ejemplo, algunos temas que el IASB (2010) considera *principios y reglas de elaboración*, se encuentran entre los *objetivos* en la guía (CNMV, 2013), etc. lo que no facilita la comparabilidad entre ambas propuestas. Pudiera ser que el orden de aparición de las ideas del proyecto internacional, más antiguo (IASB, 2010), fuera mejorable, pero no alcanzamos a comprender en qué ha mejorado dicho orden el proyecto nacional (CNMV, 2013). Por otro lado, observamos que la guía CNMV (2013) realiza un gran

esfuerzo en diseccionar el listado de posibles temas o contenidos sobre los que puede informar un informe de gestión, pero que no ha desarrollado tanto la parte de los principios y reglas a aplicar en cada uno de los contenidos propuestos. Aunque dedica 3 páginas (pp. 26-28) a exponer las ideas básicas sobre la explicación de lo que se pretende con cada “principio” o cada “regla”, no parece que la aplicación práctica de dichos principios y reglas por parte de las empresas en la divulgación que ofrecen sea fácilmente contrastable/verificable. Quizá los ponentes de la guía han considerado que los ejemplos e ilustraciones del “apéndice A” son suficientes para que las empresas los sigan, si bien, queda la duda de si realmente los preparadores los seguirán o no.

Por lo tanto, entendemos que aún queda mucho camino por recorrer a nivel conceptual y regulador, si se busca que la normalización del informe de gestión sea de algún modo paralela o similar a la de la contabilidad financiera. El primer paso, por ejemplo, sería aclarar cuál de las 10 recomendaciones del Pilar III (cuadro 1) de la guía (CNMV, 2013) pueden considerarse “principios” y cuáles “reglas”, para en segundo lugar definir mejor los conceptos que se utilizan al redactar cada uno de ellos (como, por ejemplo, “cláusula estereotipada”). Por último, también sería necesario establecer adecuados mecanismos de supervisión sobre el nivel de cumplimiento de las normas o guías. Pero para ello, todavía se debe avanzar en las metodologías de análisis que sean capaces de valorar si cada empresa divulgadora ha aplicado o no los principios y reglas regulados o recomendados a la hora de elaborar su informe de gestión. Este es el problema que tratamos de abordar en el apartado siguiente.

#### **4. PROPUESTA DE UNA BATERÍA DE INDICADORES PARA ANALIZAR EL INFORME DE GESTIÓN**

El análisis de contenido se viene realizando desde hace varias décadas a partir de trabajos como el de Firth (1979) pero la medición del nivel de divulgación de información narrativa presenta dificultades (Healy y Palepu 2001). La medición implica asignar un valor numérico al nivel de información que se divulga de acuerdo con un sistema de codificación, pero cuál es la mejor forma de medir continúa siendo un debate sin resolver (Aranguren et al. 2011; Al-Janadi et al. 2012).

##### **4. 1 Indicadores para el análisis de contenido temático**

Algunos autores utilizan un *índice de revelación* o *índice de divulgación*, que es un indicador numérico representativo de la cantidad de información divulgada por la empresa. Suele estar formado por variables categóricas, llamadas *ítems*, que generalmente toman el valor 1 si la empresa divulga el dato en cuestión, y 0 en caso contrario. Habitualmente el valor global del índice se obtiene de dividir la suma de las puntuaciones obtenidas en cada uno de los elementos entre la puntuación máxima posible, que es una puntuación entre 0 y 1, y que proporciona una medida de la exhaustividad o amplitud de la información divulgada por la empresa (Archel, 2003).

Los índices se pueden definir con diferentes objetivos, de modo que el *índice de cumplimiento* sería aquél que pretende únicamente evaluar la presencia o ausencia de los elementos informativos considerados, y se utilizaría para los datos de tipo excluyente mediante un sistema de puntuación dicotómico lo que sería adecuado, por ejemplo, para analizar el cumplimiento de una norma debido a que no tiene por qué estar relacionado con la extensión o espacio ocupado por la información (Pérez, 2006;

Aranguren et al., 2011). En este trabajo, tomando el ejemplo de autores que construyen sus índices basados en documentos de organismos públicos o privados (Gutiérrez, 2005; Gutiérrez y Navallas, 2008; Gisbert y Navallas, 2009), proponemos un listado de indicadores basados en la guía CNMV (2013). La guía identifica 45 recomendaciones relativas a los diferentes apartados y subapartados sobre los que debería informar un informe de gestión según la normativa española, pero en ocasiones cada recomendación abarca más de un tipo de información, lo que nos ha llevado a elaborar un listado de 165 preguntas/indicadores sobre contenidos (ver cuadro 2).

**Cuadro 2: Recogida de información sobre los tipos de contenido divulgado**

Aspectos de la estructura del informe de gestión	Subestructura	Nº rec	Indicadores sobre contenido
1. Situación de la entidad	1.1. Estructura organizativa	1	1) ¿Informa sobre la estructura organizativa de la entidad en su conjunto? 2) ¿Informa sobre las subentidades que lo componen? 3) ¿Informa sobre la organización de su consejo o de los órganos en los que delegue sus decisiones? 4) ¿Informa sobre las funciones de control y la política que se sigue con los socios minoritarios? 5) ¿Describe las claves de la división en los componentes (segmentos, divisiones, unidades de negocio, etc.) en que se estructura la entidad a efectos de la toma de decisiones? 6) ¿Identifica los mismos, si dicha información no se ha dado en otro documento de presentación obligatoria?
	1.2. Funcionamiento	2	7) ¿Describe el modelo de negocio (como forma para describir cómo se organizan las estrategias para conseguir los objetivos de la entidad)? 8) ¿Informa sobre los principales objetivos que se desean alcanzar? 9) ¿Informa sobre las actuaciones que se despliegan para conseguirlas? 10) ¿Informa sobre los factores legales y económicos que afectan a la entidad incluyendo, en su caso, el entorno de las actividades? 11) ¿Informa sobre los principales productos y servicios, así como los procesos productivos a partir de los cuales se obtienen? En caso de que esta información se encontrase disponible, haya sido elaborada por terceros y sea susceptible de ser contrastada: 12) ¿Informa sobre los mercados en los que se opera y la posición competitiva de la entidad? 13) ¿Informa sobre sus perspectivas de evolución y cambio? 14) ¿Informa sobre las cuotas de mercado de la entidad en los diferentes segmentos en los que opere? 15) ¿Informa sobre tendencias estacionales de los principales segmentos o componentes de la entidad, en la medida que sean relevantes para explicar la generación de resultados o de efectivo para la entidad?
2. Evolución y resultados de los negocios		3	Informa sobre si las variaciones de los ingresos y el resultado del periodo son atribuibles a: 16) ¿Incrementos/Decrementos de precios? 17) ¿Incrementos/decrementos en la cantidad de bienes y servicios vendidos? 18) ¿Introducción de nuevos productos y/o servicios, o abandono de los anteriormente comercializados? 19) ¿Cualquier otro factor significativo que haya causado variaciones en los ingresos totales?
		4	20) Informa sobre la evolución de los componentes más importantes de los costes? 21) ¿Informa sobre el margen bruto o la medida equivalente según el sector de actividad? 22) ¿Informa sobre las variaciones en los precios? 23) ¿La empresa utiliza para su gestión una clasificación por naturaleza de los componentes de los resultados? 24) Si es así ¿Informa sobre los principales conceptos de gasto (aprovisionamientos, gastos de personal, servicios exteriores, amortizaciones, etc.) que ayuden a comprender la evolución del resultado de explotación?
		5	25) ¿Informa sobre cualquier tendencia que haya tenido un impacto, favorable o no, en las ventas netas, ingresos o resultados de operaciones continuadas, y pueda mantenerse en el tiempo? 26) ¿Informa sobre el impacto de la inflación, el tipo de cambio o el cambio de precios sobre las ventas netas y los resultados de las operaciones continuadas durante los ejercicios presentados en los estados financieros?



		27) Lo dicho anteriormente no es incompatible con el hecho de que una entidad analice su actuación valiéndose de una simulación hecha a precios o tipos de cambio constantes, para aislar el resto de las variaciones de las que dependen de fluctuaciones en los cambios de las monedas en las que opera. ¿Es este el caso?
2.1 Indicadores fundamentales de carácter financiero y no financiero	6	Para cada indicador: 28) ¿Informa sobre su definición? 29) ¿Informa sobre el propósito perseguido a través de su uso? 30) ¿Informa sobre el método de cálculo y valor, con la información comparativa correspondiente? 31) ¿Informa sobre la relación existente entre el indicador y el propósito para el cual se utiliza? 32) ¿Revela los cambios relevantes en la construcción de los indicadores? 33) ¿Explica los cambios relevantes en la construcción de los indicadores? 34) Cuando se produzcan estos cambios, es recomendable que, si fuera posible y al objeto de proveer una comparación entre el ejercicio sobre el que se reporta y el anterior, se ofrezca un indicador proforma que sustituya al presentado en el informe de gestión anterior, introduciendo la modificación que se haya producido en este ejercicio. ¿Se informa sobre ese indicador proforma?
	7	35) Cuando las medidas contables consideradas por las NIIF y desglosadas directamente en los estados financieros hayan sido ajustadas para su inclusión en el informe de gestión: ¿Se informa sobre este aspecto? 36) ¿Suministra una conciliación con medidas NIIF para comprender la naturaleza de los ajustes practicados?
2.2. Cuestiones relativas al medioambiente y al personal 2.2.1. Medioambiente	8	37) ¿Informa sobre los aspectos ambientales importantes para la entidad? 38) ¿Informa sobre la forma en que la empresa intenta minimizar el impacto causado por su actuación? En particular: 39) ¿Informa sobre los objetivos de la entidad en relación con el desempeño relativo a las variables ambientales, así como la política que define el compromiso general de su actuación? 40) ¿Incluye una descripción de los sistemas de gestión medioambiental en funcionamiento durante el ejercicio? 41) ¿Incluye certificaciones obtenidas sobre los mismos? 42) ¿Indica los componentes de la entidad a que se refieren dichas certificaciones? 43) ¿Informa sobre los recursos disponibles para hacer frente a los objetivos anteriores? 44) ¿Incluye, entre esos recursos, la política de atención a las demandas y litigios que se puedan presentar? 45) ¿Informa sobre los procedimientos relacionados con la formación y la sensibilización relativos a aspectos ambientales? 46) ¿Y sobre aquellos procedimientos de seguimiento y medición de acciones correctivas y preventivas?
	9	47) ¿informa sobre incentivos públicos para la protección del medioambiente, tales como subvenciones y desgravaciones fiscales? 48) ¿Suministra una descripción detallada del grado de aplicación de aquellas medidas de protección ambiental, implantadas, o en curso, impuestas por modificaciones de la legislación?
2.2.2. Personal	10	49) ¿Informa sobre políticas relativas a los recursos humanos, desarrollo/promoción, prevención de riesgos y formación?: Empleo: 50) ¿Informa sobre el nº total de empleados? 51) ¿y su reparto por las clases (categoría) 52) ¿y su reparto por las clases (sexo) 53) ¿y su reparto por las clases (personas con discapacidad, etc.)? 54) ¿Explica los cambios habidos desde el último ejercicio y sus causas? 55) ¿Informa sobre los procedimientos seguidos en la selección? 56) ¿Y el mantenimiento del personal? Relación empresa/trabajadores: 57) ¿Informa sobre los datos en relación al clima laboral? 58) ¿Informa sobre la satisfacción o motivación de los trabajadores? 59) ¿Informa sobre la identificación de los trabajadores con la entidad? Salud y Seguridad en el trabajo: 60) ¿Informa sobre estadísticas en relación a lesiones, enfermedades, etc.? 61) ¿Informa sobre los resultados de la actuación en materia de prevención de riesgos laborales? Formación y educación: 62) ¿Informa sobre el fomento de la obtención de titulaciones generales o profesionales? 63) ¿Informa sobre las horas de formación en contenidos generales y relacionados con el puesto de

INFORME DE GESTIÓN DE EMPRESAS COTIZADAS. VALORACIÓN CRÍTICA DE LA GUÍA DE LA CNMV Y  
PROPUESTA PARA ANALIZAR LA INFORMACIÓN DIVULGADA

			<p>trabajo?</p> <p>64) ¿Informa sobre becas a empleados y familiares?</p> <p>65) ¿Informa sobre el fomento de actividades culturales llevadas a cabo por empleados, etc.?</p> <p>Diversidad e igualdad de oportunidades:</p> <p>66) ¿Aporta datos sobre la política de inclusión de grupos con dificultades de inserción laboral, incluyendo las cifras correspondientes a las actuaciones del periodo y su efecto en los órganos de dirección?</p> <p>67) ¿Aporta datos sobre las políticas de fomento de la igualdad de oportunidades entre hombres y mujeres?</p> <p>68) ¿Incluye las cifras correspondientes a las actuaciones del periodo y su efecto en los órganos de dirección?</p>
<b>3. Liquidez y recursos de capital</b>	3.1 Liquidez	11	<p>69) ¿Informa sobre las fuentes principales de la obtención de liquidez?</p> <p>70) ¿Informa sobre los importes que se espera obtener en cada una?</p> <p>71) ¿Informa sobre la existencia de alguna fuente de liquidez disponible (línea de créditos, opción de préstamo, etc.) que no haya sido utilizada o cuya negociación se encuentre en curso?</p> <p>72) ¿Incluye indicadores sobre qué partidas habrán de ser tenidas en cuenta para evaluar la liquidez de la entidad?</p>
		12	<p>73) ¿Informa sobre la capacidad de la entidad para generar los recursos necesarios de efectivo para mantener su actividad y financiar las actividades tendentes a lograr los objetivos fijados tanto a corto como a largo plazo?</p> <p>74) Si dichos fondos fuesen insuficientes: ¿Informa sobre cómo conseguir los fondos requeridos al efecto?</p>
		13	<p>75) ¿Informa sobre las restricciones que pueden afectar a los flujos de efectivo esperados?</p> <p>76) ¿Describe la naturaleza y extensión de cualquier limitación de índole económica, contractual o legal para que una entidad dependiente o negocio conjunto transfiera fondos a la compañía, ya sea en forma de dividendos en efectivo, de préstamos o de anticipos?</p> <p>77) ¿informa sobre el impacto que dichas restricciones haya provocado o vaya a provocar en la capacidad de la compañía para hacer frente a sus obligaciones de pago?</p>
		14	<p>78) ¿Informa sobre las tendencias o fluctuaciones esperadas respecto a la liquidez de la compañía, teniendo en cuenta demandas, compromisos?</p> <p>79) ¿Informa sobre actividades propias del negocio e incertidumbres?</p>
		15	<p>80) ¿Informa sobre el nivel de endeudamiento de la compañía al final del periodo económico sobre el que se informa?</p> <p>81) ¿Analiza su composición por plazos y sus cambios significativos?</p> <p>82) ¿Analiza el efecto previsible que pueden tener en la liquidez?</p>
		16	<p>83) ¿Informa sobre los cambios en la estructura y en el coste relativo de los recursos de capital?</p> <p>84) ¿Proporciona un análisis de los cambios previsibles respecto de las fuentes y necesidades de capital de la compañía, tanto a corto como a largo plazo?</p>
	3.2 Recursos de capital	17	<p>85) ¿Informa sobre la naturaleza y vencimiento de compromisos de inversión firmes o que sean probables en un futuro previsible?</p> <p>86) ¿Informa sobre la cantidad, naturaleza y propósito de dichos compromisos?</p> <p>87) ¿Informa sobre las fuentes de financiación de dichos compromisos?</p>
		18	<p>88) ¿Informa sobre los desembolsos significativos no comprometidos aún pero necesarios para mantener la capacidad de la compañía, para cumplir con sus expectativas de crecimiento o financiar sus actividades de desarrollo?</p>
		19	<p>89) ¿Analiza y describe aquellas obligaciones contractuales que supongan una salida futura de recursos líquidos, cualquiera que sea su fecha de vencimiento?</p>
	3.3. Análisis de obligaciones contractuales y operaciones fuera del balance	20	<p>90) ¿Informa sobre la naturaleza y propósito de las operaciones fuera de balance realizadas por la entidad,</p> <p>91) ¿incluye una descripción de las contrapartes?</p>
		21	<p>92) ¿Informa sobre la importancia que para la entidad tienen las operaciones fuera de balance respecto a la generación de efectivo y la evolución de la liquidez?</p> <p>93) ¿Incluye los importes de entradas de flujos de efectivo que provengan de ellas?</p> <p>94) ¿Incluye los importes de salidas de flujos de efectivo que provengan de ellas?</p>

<b>4.</b> <b>Principales</b> <b>riesgos e</b> <b>incertidumbre</b>	4.1 RIESGOS OPERATIVOS 4.1.1 Riesgo regulatorio	22	95) ¿Informa sobre los requerimientos y limitaciones establecidos por el legislador y regulaciones específicas que afectan a la práctica de los negocios de la entidad? (Incluye aquellos derivados, por ejemplo de la regulación sectorial, de los regímenes fiscales aplicables, de obligaciones profesionales o códigos de conducta y, además, de aquellos requerimientos que podrían derivar en una retirada de la autorización para operar o en la imposición de sanciones por una autoridad administrativa).
		23	96) Si procede, ¿informa de los riesgos derivados del incumplimiento de obligaciones contractuales, cualquiera que sea su naturaleza, tanto de la contraparte (cliente, proveedor, empleado, institución financiera, etc.) como de la entidad?
		24	97) ¿Informa sobre las circunstancias en que los citados riesgos podrían devenir en procedimientos penales o civiles (de forma directa o indirecta), en una pérdida de negocio, daño en la imagen o reputación de la entidad, siempre y cuando dichas circunstancias vayan a tener un impacto relevante en las actividades de la compañía?
	4.1.2 Riesgo operativo	25	98) ¿Ofrece información cualitativa sobre los riesgos operacionales? 99) ¿Y dentro de lo posible, cuantitativa? 100) ¿Informa de forma cualitativa sobre las incertidumbres existentes y susceptibles de provocar pérdidas o afectar a las estimaciones contables relativas a aspectos operacionales? 101) ¿Y de forma cuantitativa? 102) ¿Informa sobre qué política sigue la entidad para mitigarlos?
	4.1.3 Concentraciones de clientes	26	103) ¿Informa sobre la manera en que la dirección determina la existencia de concentraciones de la actividad en clientes principales? 104) ¿Describe aquellas características que identifican la concentración, la cantidad o porcentaje total de los ingresos considerados principales, e identificación del segmento o segmentos en los que se reportan dichos ingresos? 105) ¿Explica cómo gestiona los riesgos derivados de tales concentraciones?
	4.2. RIESGOS FINANCIEROS 4.2.1 Riesgo de Mercado A. Riesgo del tipo de interés	27	106) ¿Informa sobre los activos y pasivos financieros a tipo de interés fijo y variable? 107) ¿Indica cuál es el interés de referencia en cada caso? 108) ¿Indica si se prevén limitaciones a su importe? 109) ¿Informa sobre los medios utilizados por la entidad para hacer frente a este riesgo de variaciones en los intereses? 110) ¿Se explicitan las conexiones existentes con las estrategias de la entidad dirigidas a mitigar el riesgo de tipo de interés? 111) ¿Se señala la tipología de instrumentos de cobertura utilizados?
	B. Riesgo de tipo de cambio	28	112) ¿Informa sobre los riesgos de tipo de cambio a los que está expuesta la entidad? 113) ¿Presenta por separado los datos para cada uno de los tres orígenes del riesgo (operacional, financiero y derivado de filiales extranjeras)? 114) ¿Expone las políticas de la entidad para mitigarlos?
	C. Riesgo del precio de los instrumentos financieros	29	115) ¿Informa sobre cómo se llevan a cabo las inversiones y cómo se gestionan (proceso de decisión, control y seguimiento)? 116) ¿Indica la forma de organizar los sistemas de supervisión y gestión de riesgos sobre los instrumentos financieros?
	D. Riesgo de precio de las materias primas	30	117) ¿Informa sobre la configuración y contenido de los compromisos existentes sobre materias primas? 118) ¿Informa sobre la forma en la que éstos son supervisados? 119) ¿Informa sobre los riesgos relacionados con la fijación de precios? 120) ¿Informa sobre los riesgos relacionados con la volatilidad de precios? 121) ¿Informa sobre los riesgos relacionados con la evolución de precios? 122) ¿Informa sobre las políticas de cobertura existentes destinadas a minimizar el impacto de estos riesgos?
	4.2.2. Riesgo de crédito	31	123) ¿Informa sobre los importes significativos sujetos a riesgo de crédito?
		32	124) ¿Informa sobre cómo gestiona la entidad este riesgo? 125) ¿Incluye información sobre los sistemas de supervisión de exposición al riesgo? 126) ¿Incluye información sobre los sistemas de supervisión de deterioro de los derechos de crédito? 127) ¿Incluye información sobre los sistemas de gestión de la recuperación de los importes deteriorados? 128) ¿Describe los métodos de cobertura para mitigar el riesgo de crédito?
	4.2.3. Riesgo de liquidez		(Se entiende incluido en el análisis de la liquidez, apartado 3.1, recomendaciones 11 a 15).

INFORME DE GESTIÓN DE EMPRESAS COTIZADAS. VALORACIÓN CRÍTICA DE LA GUÍA DE LA CNMV Y  
PROPUESTA PARA ANALIZAR LA INFORMACIÓN DIVULGADA

5. Circunstancias importantes ocurridas tras el cierre del ejercicio		33	129) ¿Informa sobre los hechos importantes ocurridos tras la fecha de cierre de las cuentas anuales? 130) En su caso, ¿Informa sobre actuaciones de gestión previstas por la entidad?
6. Información sobre la evolución previsible de la entidad		34	131) ¿Analiza de forma conjunta la información relativa al futuro? 132) Cuando sea apropiado ¿proporciona una explicación de la fuente de información y de las incertidumbres inherentes a la misma? 133) ¿Ha sido publicada información prospectiva de carácter cuantitativo? 134) En este caso ¿Se detallan las hipótesis utilizadas para que los usuarios puedan evaluar las probabilidades de consecución de los objetivos fijados por la dirección de la entidad?
		35	135) ¿Incluye una declaración de cautela a la hora de evaluar la información relativa al futuro que ponga de manifiesto los riesgos inherentes a la inclusión de información prospectiva?
7. Actividades de I+D+I		36	136) ¿Informa sobre el papel que tienen, en los objetivos y estrategia de la entidad, las actividades de I+D+I? 137) En la pregunta anterior: ¿Se consideran los diferentes componentes, segmentos o unidades de negocio?
		37	138) ¿Informa sobre el esfuerzo que los gastos de I+D+I representan sobre las cifras básicas de la entidad (ventas)? 139) ¿Sobre las cifras básicas de la entidad (beneficio de explotación, por ejemplo)? 140) ¿Informa sobre los recursos utilizados por este tipo de actividades (inversiones)? 141) ¿Y su evolución en el ejercicio? 142) ¿Informa sobre los recursos utilizados por este tipo de actividades (empleo generado)? 143) ¿Y su evolución en el ejercicio? 144) ¿Se describe la política que determina el gasto en este tipo de actividades? 145) ¿Se prevén cambios al respecto?
		38	146) ¿Informa sobre los resultados de las actividades de I+D+I, que se pueden ofrecer en términos financieros (por ejemplo, gastos activados)? 147) ¿Y no financieros (por ejemplo, número de patentes o procedimientos registrados)?
		39	148) ¿Informa sobre la repercusión de los planes y las actividades en la evolución previsible de la sociedad? En especial cuando influyen en el mantenimiento o aumento de la producción para la venta o en la apertura de nuevas líneas de negocio.
8. Adquisición y enajenación de acciones propias		40	149) ¿Informa sobre las razones que han llevado a realizar operaciones con acciones propias, en función de los acuerdos tomados al respecto? 150) ¿Informa sobre la descripción de cómo se instrumentan en la práctica las ventas o compras? 151) ¿Incluye una conciliación de los saldos iniciales y finales de acciones propias? El contenido de esa conciliación: 152) ¿Informa sobre la cantidad y el valor nominal de las acciones adquiridas por la compañía y la suma desembolsada por ésta como contraprestación a la adquisición de acciones propias, si hubiesen sido adquiridas a título oneroso? 153) ¿Informa sobre la cantidad y valor nominal de las acciones enajenadas en el ejercicio, así como de las amortizadas? 154) ¿Informa sobre el destino previsto de los títulos poseídos a final del ejercicio, siempre que se derive de compromisos en firme o de acuerdos del consejo de administración? 155) ¿Informa sobre el porcentaje del poder de voto que representan los principales movimientos anteriormente descritos, calculados sobre la base de los votos que potencialmente se pudieran emitir en la fecha de la transacción?
		41	156) ¿Informa sobre la política seguida por la empresa para operar con acciones propias? 157) ¿Explica el efecto acretivo o dilusivo que ha tenido la operativa con acciones propias sobre el valor de las acciones existentes al final del ejercicio?
9. Otra información relevante	9.1. Información bursátil	42	158) ¿Se han seleccionado un conjunto de indicadores sencillos, referidos al mercado y a la propia compañía? 159) ¿Se elaboran y presentan en relación con la evolución bursátil de la entidad, y con el alcance descrito con anterioridad?
	9.2. Política de dividendos	43	160) ¿Informa sobre la política de dividendos seguida, en función de los resultados de la gestión? 161) ¿Informa sobre sus perspectivas de continuidad?

			162) ¿Informa sobre la periodicidad en el pago a lo largo del periodo?
	9.3. Gestión de la calificación crediticia (rating)	44	163) ¿Informa sobre las actuaciones llevadas a cabo respecto a la calificación crediticia otorgada? 164) ¿Informa sobre las razones de su evolución a lo largo del ejercicio?
	9.4. Otra información	45.	165) ¿Informa sobre cualquier otra noticia, circunstancia o dato relativo a la gestión, distinto de los incluidos en los anteriores apartados, cuyo conocimiento sea relevante para que los usuarios se formen opinión sobre la gestión y la evolución previsible de la entidad?

Fuente: Elaboración propia en base a la guía CNMV (2013)

## 4.2 Indicadores para el análisis del cumplimiento de otras características de la divulgación de información

Otros investigadores han utilizado indicadores numéricos de cantidad o *extensión* empleada, como indicativo de la calidad de la divulgación, contando el número de palabras, frases, etc. (Campbell, 2004). Pero un alto número de frases no implica necesariamente un alto nivel de transparencia o una información de mayor calidad (Bravo et al., 2009) de modo que en la actualidad se reclaman medidas que puedan valorar la efectividad comunicacional de las distintas narrativas contables, incluyendo la sección tipo informe de gestión (Jones y Smith, 2014).

En la literatura específica sobre los documentos tipo informe de gestión, algunas de las mediciones llevadas a cabo se han centrado además de en la longitud, en la legibilidad (longitud de la frase y número de sílabas por frase), el tono (palabras positivas o negativas) o el grado de especificidad (0 cuando no aparece información, un 1 cuando la información es cualitativa, 2 cuando es cuantitativa pero sin importes, 3 cuando es cuantitativa en términos monetarios), entre otros (Guthrie et al., 1999; Beattie et al., 2004; Beretta y Bozzolan, 2004; Sujan y Abeysekera, 2007; Brown y Tucker, 2011). Pero se critica que esta literatura ha aportado poca evidencia sobre su utilidad, en parte, debido al gran coste que supone la codificación manual de largos textos (Cole y Jones, 2005). En todo caso, Botosan (2004) considera que la calidad de la revelación podría ser inconmensurable y propone que las metodologías de análisis se deben basar conceptualmente en las características de la información como comprensibilidad, relevancia, fiabilidad y comparabilidad. De este modo, deberíamos considerar como mejor revelación aquella información relevante (capaz de provocar cambios en las decisiones) y comprensible, que se revele en condiciones de fiabilidad (consistencia) y de igualdad, en el espacio y en el tiempo (comparabilidad), teniendo en cuenta que si la materialidad es una barrera para la comparabilidad de información financiera, también lo será para la divulgación.

En nuestro caso, basándonos en la guía (CNMV, 2013) que identifica 10 *principios y reglas* para la elaboración del informe de gestión, pero considerando que cada principio o regla puede desglosarse con mayor detalle, hemos diseñado un listado de 35 preguntas/indicadores (cuadro 3).

**Cuadro 3: Recogida de información sobre los principios y reglas de elaboración del informe de gestión**

<b>Principios y reglas de elaboración del informe de gestión</b>	<b>Indicadores</b>
1. Exposición desde el punto de vista de la dirección	166) ¿El usuario puede evaluar adecuadamente el rendimiento de la entidad? 167) ¿Puede valorar en su contexto el conjunto de acciones realizadas para alcanzar sus objetivos dentro de la estrategia prevista? 168) ¿Utiliza un tipo de información con contenidos y formatos bien definidos? 169) ¿El usuario puede hacerse una idea de las razones por las que se han tomado las decisiones? 170) ¿Y del plazo en que se proyectarán?
2. Redacción clara, concisa y coherente	171) ¿Se presenta en un formato y con una redacción que potencie la comprensión de los estados financieros del emisor? 172) ¿Hace continuas referencias a cifras concretas procedentes de los estados contables o notas? 173) ¿Apoya la información y razonamientos que se hagan en párrafos narrativos, con el uso de recursos gráficos?
3. Objetividad al exponer y analizar hechos, planes, previsiones y sus consecuencias	174) ¿Informa sobre las ventajas e inconvenientes de cada decisión? 175) ¿Informa sobre las renunciaciones a otras alternativas que necesariamente ha tenido que hacer al elegir determinados objetivos y cursos de acción? 176) ¿La exposición es un recuento de éxitos, que la convierten en irrelevante? 177) Informa fielmente en la exposición, y provee explicaciones más que justificaciones?
4. Explicar las fuentes, bases e hipótesis contenidas en la información prospectiva	178) ¿Se estima la evolución futura de la sociedad, utilizando modelos de predicción o proyección, que utilicen datos e hipótesis razonables y metodologías de previsión económica, formalizados o no, cuyos resultados puedan ser expuestos de forma cualitativa o cuantitativa. 179) ¿Incluye un resumen de los factores más relevantes que rodean la obtención de información referente al futuro de la sociedad, en el propio texto del informe, como soporte a las estimaciones, predicciones y proyecciones que utilice?
5. Coherencia con informes anteriores	180) ¿Incluye un contenido común en los diferentes periodos? 181) ¿Incluye una determinada forma de exponer, analizar y discutir los datos que se ofrecen? 182) ¿Los diferentes informes guardan una relación de continuidad? 183) ¿Se explica en los siguientes informes, el desenlace o resultado de las principales medidas propuestas en los anteriores?
6. Evitar, en la medida de lo posible, duplicidades con los estados financieros y otra información	184) ¿Incluye en los estados financieros el detalle del registro o la descripción de los hechos, según lo exigido en la norma contable? 185) ¿El informe de gestión informa sobre los análisis y consideraciones sobre sus causas? 186) ¿El informe de gestión informa sobre los análisis y consideraciones sobre sus consecuencias o trascendencia futura? 187) Si incluye cifras de los EEFF, aunque sean resúmenes y agregaciones, ¿realiza comentarios sobre las mismas? 188) ¿Utiliza un sistema de referencias cruzadas para ayudar al usuario a relacionar la información tratada en diferentes partes y que además evita duplicidades? (ver Apéndice C)
7. Evitar información irrelevante que lo convierta en poco útil o inmanejable	189) ¿Evita la información intrascendente para el usuario? 190) ¿Evita la información que tenga escasa importancia por su cuantía? 191) ¿Al incluir cifras y comentarios tiene en cuenta el principio de importancia relativa?

8. Evitar el uso de cláusulas estandarizadas o estereotipadas	192) ¿Utiliza cláusulas tipo o estereotipos?
9. Identificar la información procedente de fuentes externas y la elaborada por la entidad	193) ¿Identifica las cifras que proceden de documentos externos? 194) ¿Se suministra la fuente de la cual se han obtenido esos datos? 195) ¿Se suministra la fecha de su publicación? 196) ¿Identifica las cifras que han sido elaboradas por la entidad? 197) ¿Describe las cifras que han sido elaboradas por la entidad?
10. Adecuar el informe de gestión a la realidad empresarial, teniendo en cuenta la magnitud y complejidad de la entidad	198) ¿El informe de gestión tiene un contenido ponderado acorde a la actividad que desarrolla la empresa? 199) ¿Tiene un contenido ponderado adecuado a la magnitud y complejidad de sus operaciones? 200) ¿Tiene un contenido acorde con el tamaño de la empresa? (ver apartado V. Recomendaciones específicas para PYMES cotizadas)

Fuente: Elaboración propia en base a la guía CNMV (2013)

En este listado admitimos, como limitación principal, la subjetividad para la codificación y la dificultad para la verificación de algunos indicadores, como puede ser el caso del número 166 o el 177, entre otros. En todo caso, la limitación deriva de cómo se ha enunciado la recomendación por parte del regulador (CNMV, 2013), que pretende promover un determinado modelo de “intención” o “pensamiento” al estilo del “*Integrated Thinking*” (IIRC, 2013). Así, entendemos que esta dificultad para el investigador es sobrevenida (viene dada por la norma) y, por tanto, no originada o creada por el investigador.

## 5. REFLEXIONES FINALES

Este artículo en primer lugar valora críticamente algunos aspectos del avance normalizador que se ha producido mediante la Guía para el Informe de Gestión de las empresas cotizadas (CNMV, 2013). Después, basándose en dicha guía, propone una batería de 200 indicadores como parte de la propuesta metodológica de análisis, tanto de los contenidos que divulgan las empresas, como del nivel de cumplimiento de los principios y reglas recomendados en la preparación de la información divulgada. La limitación principal de la utilización de los indicadores propuestos, especialmente los relativos a principios y reglas, consiste en la subjetividad que conlleva su codificación debida fundamentalmente a la forma en que se ha redactado la propia guía de referencia.

En conjunto, creemos que para lograr el objetivo de que la calidad de la información en el informe de gestión sea asimilable a la de la contabilidad financiera, en términos del cumplimiento de las características que se le exijan como relevancia, comparabilidad, etc. aún queda mucho camino por recorrer tanto a nivel conceptual y de normalización, como en lo relativo a los métodos de investigación para su análisis. En todo caso, a pesar de que la guía CNMV (2013) sea voluntaria y, por lo tanto, no existan garantías sobre su cumplimiento por parte de las empresas, la batería de indicadores propuesta puede servir a efectos de investigación en el proceso de análisis, comparación y valoración del comportamiento divulgativo de las empresas a partir del ejercicio 2013, así como también a modo de referencia en la elaboración del informe de gestión, tanto para las entidades cotizadas a fin de verificar que cumplen con los requisitos recomendados por la CNMV, como para todas aquéllas no cotizadas que quieran mejorar la calidad de su divulgación en sus Informes de Gestión.

## 6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas) (Grupo de Trabajo de información Integrada) (2013). *The International IR Framework. Reflexiones desde el Grupo de Trabajo de Información Integrada de AECA*. [http://www.aeca.es/temporales2013/informacion\\_integrada\\_aeca\\_y\\_el\\_iirc\\_international\\_framework.pdf](http://www.aeca.es/temporales2013/informacion_integrada_aeca_y_el_iirc_international_framework.pdf) obtenido el 2 de enero de 2014.
- AERTS, W. y TARCA, A. (2007). The Effect of Institutional Setting on Attributional Statements Regarding Accounting Outcomes in Listed Firms' Management Commentary. *Comunicación presentada al 30 Congreso de la EAA*. Lisboa.
- AL-JANADI, Y., ABDUL RAHMAN, R. y HAJI, O.N. (2012). The level of voluntary disclosure practices among public listed companies in Saudi Arabia and the UAE: Using a modified voluntary disclosure index. *International Journal of Disclosure and Governance* 9, 181–201. doi:10.1057/jdg.2011.19; published online 22 December 2011.
- ARANGUREN, N.; OCHOA, E. y OCHOA, J. (2011). Impacto de la aplicación de las nuevas exigencias normativas (PGC de noviembre 2007) sobre la divulgación de información social y medioambiental en las empresas guipuzcoanas. *XVI Congreso AECA*, 21 al 23 de septiembre, Granada.
- ARCHEL, P. (2003). La divulgación de la información social y medioambiental de la gran empresa española en el periodo 1994-1998: situación actual y perspectivas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38 (117), Abril - Junio, 571-599.
- BEATTIE, V.; MCINNES, B. y FEARNLEY, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes, *Accounting Forum*, 28, 205-236.
- BERETTA, S. y BOZZOLAN, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39, 265-288.
- BOESSO, G. y KUMAR, K. (2007). Drivers of corporate voluntary disclosure: A framework and empirical evidence from Italy and the United States. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 20(2), 269-296.
- BOTOSAN, C. (2004). Discussion of A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39, pp. 289.
- BRAVO, F.; ABAD, M.C. y TROMBETTA, M. (2009). Disclosure indices design: does it make difference?. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 12(2), 253-278.
- BROWN, S.V. y TUCKER, J.W. (2011). Large-Sample Evidence on Firms' Year-over-Year MD&A Modifications. *Journal of Accounting Research*, 49(2), May, 309-346.
- CAMPBELL D (2004). A longitudinal and cross-sectional analysis of environmental disclosure in UK companies: a research note. *The British Accounting Review*, 36, 107-117.
- CHANDRA, U.; ETTREDGE, M.L. y STONE, M.S. (2006). Enron-Era Disclosure of Off-Balance-Sheet Entities. *Accounting Horizons*, 20(3), 231-252.



- CLARKSON, P.; VAN BUEREN, A.L. y WALKER, J. (2006). Chief executive officer remuneration disclosure quality: corporate responses to an evolving disclosure environment. *Accounting and Finance*, 46(5), 771-796.
- CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) (2013). *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas*. Julio. [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/Guia\\_Gral.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/Guia_Gral.pdf)
- COLE, C.J. y JONES, C.L. (2005). Management Discussion and Analysis: A Review and Implications for Future Research. *Journal of Accounting Literature*, 24, 135-174.
- FIRTH, M. (1979). The impact of size, stock market listing and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting & Business Research*, otoño, pp. 273-280.
- GHANI, W.I. y HAVERTY, J.L. (1998). Market reaction of Multinational corporations to the Passage of the General Agreement on Tariffs and Trade (GATT). *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 7 (1), 95-112.
- GISBERT, A. y NAVALLAS, B. (2009). Gobierno Corporativo e información voluntaria en las compañías cotizadas españolas. *Revista de Contabilidad y tributación*, CEF, 31, 135-166.
- GUTHRIE, J., PETTY, R., FERRIER F, and WELLS, R. (1999). There is no Accounting for Intellectual Capital in Australia: A review fo annual reporting practices and the internal measurement of intangibles. *Comunicación presentada al International Symposium on Measuring and Reporting Intellectual Capital: experiences, issues, and prospects*. Amsterdam.
- GUTIÉRREZ, C. (2005). Información revelada sobre gestión de riesgos en entidades de crédito en España. *Comunicación a la V Jornada de Contabilidad Financiera*, ASEPUC, Madrid.
- GUTIÉRREZ, H. y NAVALLAS, B. (2008). Divulgación voluntaria de información: Estado de la cuestión, *Partida Doble*, 195, enero, 64-75.
- HEALY, P.M. y PALEPU, KG. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31, 405–440.
- HOOKS, J., COY, D. y DAVEY, H. (2002). The information gap in annual reports. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(4), 501-522.
- HUSIN, N.M., HOOPER, K. y OLESEN, K. (2012). Analysis of intellectual capital disclosure – an illustrative example. *Journal of Intellectual Capital*. 13(2), 196-220.
- IASB (International Accounting Standards Board) (2005). *Discussion Paper: Management Commentary*. Edited by Staff of its partner standard-setters and others. Alan Teixeira (project principal). Octubre.
- IASB (2010). *Project Summary and feedback Statement. Management Commentary. An IFRS Practice Statement*. Diciembre.
- ICAC (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) (2002). *Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su*

- Reforma* (Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España). ICAC, Madrid.
- IIRC (International Integrated Reporting Council) (2013). International Integrated Reporting Framework. Publicado el 8 de diciembre. Disponible en <http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>
- IOSCO (2003). General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial condition and Results of Operations. *Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*.
- JONES, M. y SMITH, M. (2014). Traditional and alternative methods of measuring the understandability of accounting narratives, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27(1), 183–208.
- LINSLEY, P. y SHRIVES, P.J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404.
- NICHOLS, N.B.; STREET, D.L. y GRAY, S.J. (2000). Geographic Segment Disclosures in the United States: Reporting Practices Enter A New Era. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 9(1), 59-82.
- PÉREZ, V.A. (2006). *La divulgación de información financiera medioambiental con empresas españolas: análisis de contenido y factores determinantes*. Tesis Doctoral. Universidad Pablo de Olabide. Sevilla.
- SUJAN, A. y ABEYSEKERA, I. (2007). Intellectual Capital Reporting Practices of the Top Australian Firms. *Australian Accounting Review*, 17 (42), July, 71–83.

## 7. REFERENCIAS LEGISLATIVAS ESPAÑOLAS

- 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. DOUE núm. 330, de 15 de noviembre de 2014.
- Ley 19/1989, de 25 de julio, de Reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la comunidad Económica Europea (CEE) en materia de Sociedades. BOE núm. 178, de 27 de julio de 1989.
- Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social. BOE núm. 313, de 31/12/2003.
- Ley 16/2007, de 4 de julio, de Reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea. BOE núm. 160, de 5 de julio de 2007.
- Real Decreto de 1885, de 22 de agosto, por el que se aprueba el Código de Comercio. Edición actualizada a 6 de febrero de 2015, disponible en [www.boe.es/legislacion/codigos/](http://www.boe.es/legislacion/codigos/).

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA). BOE de 27 de Diciembre de 1989.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC). BOE núm. 161, de 03 de marzo de 2010.