

Universidad de Oviedo



Centro Internacional de Postgrado

Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable, SIAC

CURSO ACADÉMICO 2015-2016

Trabajo Fin de Máster

**ANÁLISIS DE LOS INFORMES DE
GESTIÓN CONSOLIDADOS DE LAS
SOCIEDADES COTIZADAS EN 2014.**

Lucía González Ortega

Oviedo, Julio de 2016.

INDICE:

1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. EL INFORME DE GESTIÓN.....	6
3. NORMATIVA CONTABLE DEL INFORME DE GESTIÓN.	12
3.1. DIRECTIVAS COMUNITARIAS.....	12
3.2. LEGISLACIÓN VIGENTE EN ESPAÑA.....	14
3.3. LEGISLACIÓN INTERNACIONAL.....	16
4. GUÍA DE LA CNMV PARA LA ELABORACIÓN DEL INFORME DE GESTIÓN EN LAS ENTIDADES COTIZADAS.	17
5. ESTUDIO EMPÍRICO SOBRE LOS INFORMES DE GESTIÓN DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35.	25
6. CONCLUSIONES.....	43
7. BIBLIOGRAFÍA.....	46

Indice de Cuadros:

5.1. Actividad empresarial de las entidades.....	25
5.2. Situación de la entidad.....	26
5.3. Evolución y resultado de los negocios.....	29
5.4. Liquidez y recursos de capital.....	31
5.5. Principales riesgos e incertidumbres.....	34
5.6. Hechos posteriores.....	35
5.7. Información sobre la evolución previsible de la sociedad.....	36
5.8. Actividades de I+D+i.....	38
5.9. Acciones propias.....	39
5.10. Otra información relevante.....	41

1. INTRODUCCIÓN.

El siglo XXI es el siglo de la información. Y, en lo que se refiere a la economía, ésta cada vez es más valorada y requerida por los usuarios. La información relativa a las empresas y a su evolución es de gran utilidad para los inversores, los clientes, los competidores e incluso para la Administración Pública.

Cada vez que se habla de información financiera o contable, se sobreentiende que la información debe ser fiel, homogénea, comparable y útil para la toma de decisiones. Sin embargo esto no siempre es así, de ahí la necesidad de textos legales que regulen la elaboración y presentación de la información.

En España se dispone de un buen ejemplo en cuanto a normativa contable, el Plan General de Contabilidad (PGC), de obligado cumplimiento para todas las empresas, que acompañado de otras muchas normativas, facilita el trabajo de contables, auditores y demás profesiones relacionadas.

Dentro de la información que deben presentar anualmente las sociedades cotizadas, destacan las Cuentas Anuales, formadas por Balance de Situación, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, Estado de Flujos de Efectivo y Memoria, más un documento que las complementa, el Informe de Gestión Consolidado (que incluye en uno de sus apartados el Informe Anual de Gobierno Corporativo). De todos estos documentos, el menos estandarizado es el Informe de Gestión, de ahí la falta de homogeneidad entre los informes que presentan las sociedades.

El informe de gestión es un documento que suplementa las cuentas anuales, a través del cual se puede entender la gestión llevada a cabo por los directivos de la sociedad e interpretar de una manera más correcta los estados financieros, en los que encontramos la información acerca de lo que ha sucedido durante el ejercicio.

Como consecuencia de la mencionada falta de estandarización, la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) creó un grupo de trabajo para ofrecer una serie de recomendaciones o buenas prácticas a la hora de preparar la información del informe. En el año 2013 este proyecto se hizo realidad publicando la *Guía para la elaboración del Informe de Gestión de las entidades cotizadas*. A partir de entonces, los informes que siguen esta guía totalmente voluntaria, parecen mantenerse en línea unos con otros, resultando la información comparable, no sólo en el tiempo, sino también entre empresas, como puede observarse en el estudio realizado más adelante.

La guía de la CNMV se centra sobre todo en las sociedades cotizadas debido a que éstas son las que tienen los informes más complejos de elaborar, sin embargo todas las empresas pueden seguir este manual orientativo, puesto que en él se ofrecen ejemplos y ayuda para tratar la información.

El objetivo primordial del informe de gestión es el de ofrecer información fiel, útil y relevante para facilitar la toma de decisiones de los usuarios. Esta finalidad se consigue si se elabora un informe detallando la situación y evolución de la sociedad,

junto con un análisis de los posibles riesgos, incertidumbres y oportunidades. Existe una relación directa y creciente entre el esfuerzo que conlleva elaborar esta información por parte de los administradores de la entidad y la valoración que hacen los usuarios de la misma. De modo que, cuanto más sencillo resulte entender el funcionamiento de la compañía así como su evolución, más sencillo será para el inversor tomar la decisión de invertir, lo que provocará una mejoría en la entidad.

Cabe destacar no sólo la falta de estandarización del informe de gestión, sino también la no verificación de esa información por parte de un tercero. Es decir, la información que ofrecen las empresas en este informe no está analizada o estudiada por nadie más que por los mismos que la elaboran, a diferencia por ejemplo de los estados financieros. La postura del auditor ante el informe de gestión se reduce a verificar si la información que en él se ofrece está en concordancia con los datos que aparecen en las cuentas anuales. El auditor no debe opinar acerca del informe de gestión ni realizar procedimientos de auditoría alternativos para estudiar su fiabilidad. Por tanto, en el Informe de Auditoría que acompaña tanto a las Cuentas Anuales como al Informe de Gestión, se reserva un último párrafo denominado *“Informe sobre otros requerimientos legales y reglamentarios”* en el que únicamente debe dejarse constancia de si la información contenida en el informe de gestión es coherente con los registros contables y estados financieros o, por el contrario, si existen diferencias significativas. Al igual que toda la información financiera, si esta se somete a una auditoría o proceso de verificación externo, conseguirá tener mayor fiabilidad ante terceros. Pero el informe de gestión no se audita, sino que simplemente se comprueba si coincide con la información ofrecida en las Cuentas Anuales.

Considerando la información anterior, el objetivo de este trabajo recae en el estudio de los Informes de Gestión Consolidados de ciertas sociedades cotizadas cuyos títulos conforman el IBEX 35, no sólo con el fin de comprobar si siguen las recomendaciones de la Guía de la CNMV, sino también para constatar si las entidades están elaborando documentos de calidad que permiten disminuir la dificultad relativa a la toma de decisiones de inversión.

Para lograr dicho objetivo, el presente trabajo consta de una primera sección en la que se describen las principales funciones y objetivos del Informe de Gestión, así como los aspectos más relevantes del mismo, incluyendo el Informe Anual de Gobierno Corporativo, que es un documento que conforma un epígrafe independiente del Informe de Gestión. El siguiente punto contiene la legislación vigente tanto a nivel nacional como internacional, con lo que se pretende, no sólo analizar la regulación sino también obtener conocimientos necesarios para valorar si los informes de gestión estudiados cumplen con la normativa actual. Más adelante se encuentra una breve síntesis acerca de la guía presentada por la CNMV, que servirá como apoyo para el posterior estudio empírico de los informes de gestión. Con dicho estudio se pretende comprobar si las entidades cotizadas seleccionadas siguen o no las recomendaciones de la CNMV, así como conocer la calidad de la información ofrecida a los lectores. Por último, se ha reservado una sección para las conclusiones obtenidas de todos los apartados anteriormente explicados.

2. EL INFORME DE GESTIÓN.

El Informe de Gestión es un documento elaborado por los administradores de las Sociedades que, a pesar de acompañar a las Cuentas Anuales, no forma parte de ellas. En éstas se recogen los hechos ocurridos durante el ejercicio, mientras que en el Informe de Gestión se exponen las causas y consecuencias que han llevado a la obtención de las cifras señaladas en las cuentas, así como información no contenida en ellas. Por otro lado, explica y justifica las decisiones y labores llevadas a cabo por los responsables de la entidad.

Este documento debe contener información pormenorizada y fiel acerca de la evolución de los negocios y la situación de la sociedad, así como una exposición de los posibles riesgos, incertidumbres y oportunidades. De este modo, los usuarios de la información deber ser capaces de ver la evolución pasada y las previsiones futuras de la compañía desde el punto de vista de los administradores de la misma.

El informe de gestión es de carácter obligatorio para todas aquellas sociedades que no formulen balance y estado de cambios en el patrimonio neto abreviados (artículo 262 de la Ley 1/2010 de 2 de julio, de Sociedades de Capital), así como para los grupos societarios obligados a presentar cuentas anuales consolidadas (artículo 49 del Código de Comercio). Para aquellas sociedades que presenten la Cuenta de Pérdidas y Ganancias abreviada no será obligatorio que incluyan en el Informe información de carácter no financiero.

Tras la modificación del apartado 1 del artículo 257 de la Ley de Sociedades de Capital por la Ley 14/2013 de 29 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internalización, podrán presentar Balance y Estado de Cambios en el Patrimonio Neto abreviados aquellas sociedades que, durante dos años consecutivos, a cierre del ejercicio cumplan dos de las siguientes circunstancias:

- a) Que el total del activo sea inferior a cuatro millones de euros.
- b) Que el importe neto de la cifra anual de negocios sea inferior a ocho millones de euros.
- c) Que el número medio de empleados durante el ejercicio sea inferior a cincuenta.

Sin embargo, para presentar la Cuenta de Pérdidas y Ganancias en modalidad abreviada la sociedad deberá presentar durante dos años consecutivos, a cierre del ejercicio, al menos dos de las siguientes circunstancias:

- a) Que el total del activo no supere los once millones cuatrocientos mil euros.
- b) Que el importe neto de su cifra anual de negocios no supere los veintidós millones ochocientos mil euros.
- c) Que el número medio de trabajadores durante el ejercicio no sea superior a doscientos cincuenta.

A pesar de la obligatoriedad en la presentación del mencionado informe, aún no existe una normativa para estandarizar su contenido, de ahí la diversidad existente entre los informes de las empresas. Sin embargo, para evitar este hecho, en el año

2012 la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) creó un grupo de trabajo presidido por José Antonio Gonzalo Angulo¹ y formado por un grupo de expertos procedentes de empresas cotizadas, firmas de auditoría y analistas financieros, que crearon la *Guía para la elaboración del Informe de Gestión de las entidades cotizadas*.

Interesante es la crítica de ciertos aspectos normalizadores realizada por Saitua, A., Moya, S. y Vázquez I. (2015) de la guía presentada por la CNMV, en la que proponen, tomándola como base, una serie de indicadores, con la finalidad de ayudar a las sociedades a la hora de redactar el informe de gestión. Informan que dichos indicadores no sólo serán de ayuda para los encargados de elaborar el informe, sino también para los posibles investigadores que realicen un estudio acerca de la calidad de la información divulgada por las entidades. En éste estudio se deja constancia de la necesidad de “*establecer mecanismos de supervisión sobre el nivel de cumplimiento de las normas o guías*”, lo cual sería útil para conseguir que la normalización del Informe de Gestión vaya pareja a la del resto de información financiera y, sobre todo, para lograr que la información presentada por las entidades sea de mayor calidad.

La principal finalidad del Informe de Gestión, es la de ofrecer a los inversores toda la información de la entidad para poder tomar decisiones racionales y objetivamente. Es un informe que presenta tanto información histórica como previsiones futuras, al mismo tiempo que deja constancia de todos aquellos riesgos, incertidumbres y oportunidades, de tal manera que el lector podrá hacerse una idea acerca de la evolución de la sociedad. En el caso de las sociedades cuyos títulos cotizan en Bolsa, toda esta información resulta ser más relevante para los usuarios, de tal manera que los administradores a la hora de redactar el citado informe, deberán ser minuciosos con su contenido asegurándose de no haber omitido información relevante e importante.

Por tanto, un informe de gestión correctamente elaborado deberá explicar el entorno en el cual se llevan a cabo los negocios de la sociedad, con una exposición precisa de todos los riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta la compañía, así como sus oportunidades. Incluso deberá evidenciar cuales han sido las consecuencias de las decisiones llevadas a cabo y presentar lo que se espera ocurra en un futuro próximo con la sociedad, es decir, un pequeño análisis de su evolución. Igualmente, deberá complementar a las cuentas anuales y, como ocurre en éstas, la información presentada deberá ser clara, concisa, útil, fiable y comprensible para los usuarios.

La relación existente entre el Informe de Gestión y las Cuentas Anuales causa duplicidades de información. Destacando de las cuentas la Memoria, puesto que ambos documentos se dice complementan y completan las cuentas anuales, por tanto en la redacción de ambos ha de tenerse en cuenta la posibilidad de incluir las referencias cruzadas para evitar repetir información. De este modo ya se manifiesta Larriba en uno de sus estudios publicados en el año 1990 y a posteriori el grupo de trabajo de la CNMV también lo tiene en cuenta, ofreciendo una serie de recomendaciones para evitar las mencionadas duplicidades presentes en la Guía.

¹ Catedrático de la Universidad de Alcalá, Presidente del Comité de Expertos que elaboró el Libro Blanco para la reforma de la Contabilidad española (2001 y 2002) y Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) entre 2009 y 2012.

En cuanto a la labor del auditor ante el informe de gestión, ésta es limitada, es decir, éste no emitirá una opinión acerca del informe ni llevará a cabo procedimientos de auditoría adicionales para comprobar los posibles datos no contenidos en los estados financieros. La labor del auditor se reduce a verificar si la información financiera y contable contenida en el informe concuerda con la existente en las cuentas anuales ya auditadas y, por tanto, con los registros contables de la compañía.

Es el día 1 de Enero de 2015 cuando entran en vigor las Normas Internacionales de Auditoría (NIA) y, en este caso, es la *NIA-ES 700: Formación de la opinión y emisión del Informe de auditoría sobre los Estados Financieros*, en la que se hace mención a la responsabilidad del auditor frente al Informe de Gestión. Ésta NIA trata sobre la responsabilidad del auditor al formarse una opinión acerca de los estados financieros y del contenido que debe tener su Informe de Auditoría de Cuentas.

En los casos en los que las Cuentas Anuales presentadas por la sociedad vaya acompañadas de un Informe de Gestión, la responsabilidad del auditor se limita a la de comprobar la concordancia de la información contable descrita en ambos. Para dejar evidencia de este hecho, en el Informe de Auditoría se reserva una sección separada cuyo título es: *“Informe sobre otros requerimientos legales y reglamentarios”*. Este apartado se utilizará en aquellos casos en los que el auditor de cuentas deba dejar reflejado en su informe las informaciones que no sean relativas a los estados financieros. Puede suceder que no exista armonía entre la información contenida en el Informe de Gestión y la incluida en las cuentas anuales. En este caso, el auditor deberá dejar constancia de ellos en el apartado mencionado anteriormente, explicando los errores encontrados entre los documentos.

EL INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO.

Cuando se habla del Informe de Gestión de las empresas cuyos títulos cotizan en bolsa, el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) es un documento de gran importancia pues, a pesar de constituir un epígrafe independiente del informe de gestión, recoge información relativa a cómo se ha llevado a cabo la gestión de la compañía y datos acerca de cómo ha sido la relación con los propietarios. Siendo dichas informaciones de interés para los usuarios de la información, puesto que complementan los contenidos del Informe de Gestión sobre todo en materia de gestión de la compañía.

Cabe destacar la definición de Gobierno Corporativo dada por la *Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos* en sus *Principios de Gobierno Corporativo* (2004):

“El gobierno corporativo abarca un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas. También proporciona la estructura a través de la que se fijan los objetivos de la compañía y se determinan los medios para alcanzar esos objetivos y supervisar el desempeño”.

Con el código de “Buen Gobierno” se espera recuperar la confianza del inversor, dotando a las empresas de transparencia, para que puedan demostrar su comportamiento ético ante el mercado y la calidad de los servicios/productos que oferta. Esto es consecuencia, no sólo de los escándalos empresariales sucedidos estos últimos años, sino también de los políticos, puesto que hemos podido comprobar cómo ambos sectores tienen relación. Ésta falta de confianza ha hecho que aumente la demanda de información contable-financiera por parte de los usuarios. Mientras que las empresas, como posible remedio han asumido los Principios y Valores de la Responsabilidad Social Corporativa, intentando demostrar ante la sociedad su buen hacer, tanto en términos económicos como sociales (de aquí surge, por ejemplo, la creciente preocupación de las empresas por el medioambiente).

El Buen Gobierno Corporativo surge, por tanto, como respuesta a la desconfianza generada por los escándalos financieros protagonizados por muchas empresas, allá por los años 90 (Rivero Torre, 2005). Y en la actualidad, se ha convertido, no sólo en un instrumento para que las compañías muestren su buen hacer a los inversores, sino también en una herramienta en manos de las entidades para conseguir un equilibrio entre los distintos grupos de interés. Esto es así debido al conflicto de intereses existente entre los directivos y los accionistas. En el año 2002, el Consejo de Ministros, adoptó un acuerdo con el que se constituía una *Comisión Especial para el fomento de la transparencia y de la seguridad en las sociedades cotizadas*, del cual nació el Informe Aldama. En él se establecen una serie de recomendaciones de actuación para las empresas cotizadas con el fin de aportar transparencia y se establece la obligatoriedad del Informe de Gobierno Corporativo. A partir de este momento, las empresas que no elaboren dicho informe dentro del Informe de Gestión, deberán explicar y detallar cuáles han sido los motivos para no confeccionarlo, lo cual respondería al “*Principio de Cumplir o Explicar*”. Tres años más tarde, en 2005, el Consejo de Ministros se reúne de nuevo adoptando un acuerdo mediante el cual la Comisión Nacional del Mercado de Valores, debería actualizar y armonizar o homogeneizar las recomendaciones acerca del Gobierno Corporativo, sin olvidarse de las realizadas ya por la Comisión Europea y por la OCDE. De aquí nace un Informe elaborado por la CNMV con un nuevo código de buen gobierno. Durante estos últimos diez años, la CNMV ha ido renovando dicho código publicando distintos informes, siendo el último el “Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas” que vio la luz el año 2015. La característica común entre todos estos informes y el primero de la comisión Aldama, es su carácter voluntario. Motivo por el cual la tarea de armonización de la información es, no sólo necesaria, sino también muy solicitada por los usuarios de la información. Y ésta sólo se conseguiría legalizando los contenidos del Informe de Gestión.



Figura 1: Requisitos para un Buen Gobierno Corporativo.

Fuente: elaboración propia.

El IAGC es el resultado de las distintas recomendaciones proporcionadas por los códigos de buen gobierno, siendo el vigente en este momento el *Código de Buen Gobierno de las entidades cotizadas* emitido en febrero de 2015 por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV). En este informe, queda reflejado el grado de cumplimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno, así como explicados los motivos en caso de no haber seguido dichas recomendaciones.

Surge con la premisa de dar mayor información a los usuarios acerca de la transparencia de la entidad, es decir, para dar a conocer el funcionamiento y la estructura del consejo de administración. Esta importancia de la transparencia nace fundamentalmente a partir de la aparición de la crisis económico-financiera de los últimos años y de la pérdida de confianza causada por los múltiples escándalos financieros. Se hace esencial ofrecer información a los usuarios relativa al funcionamiento de la entidad, sus inversiones y sus flujos de capital con el fin de alcanzar la eficiencia empresarial y facilitar la toma de decisiones de inversión a los posibles accionistas. (Banegas, Manzaneque y Priego, 2013).

El Informe Anual de Gobierno Corporativo complementará la información recogida en el Informe de Gestión y su contenido debe ser el siguiente:

- a. Estructura de la propiedad
- b. Junta General
- c. Estructura de la administración de la sociedad (consejo de administración y sus comisiones)
- d. Operaciones vinculadas y operaciones intragrupo
- e. Sistemas de control y gestión del riesgo

- f. Sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF)²
- g. Grado de cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo
- h. Otras informaciones de interés

La CNMV emite anualmente un informe acerca de los Informes de Gobierno Corporativos presentados por todas las sociedades cuyos títulos cotizan en Bolsa. En este documento se analiza la información ofrecida por las entidades y se estudia el grado de cumplimiento de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno. Al igual que se ha hecho con la Guía para la elaboración del Informe de Gestión, en el año 2010 la CNMV creó un grupo de trabajo para confeccionar un manual con las recomendaciones y buenas prácticas necesarias para analizar los sistemas de control interno sobre la información financiera (CIIF). Como toda la información financiera debe de ser verificada, en este momento entran en juego los auditores. El auditor externo en su informe no dará su opinión acerca de la eficiencia de los SCIIF, simplemente deberá ratificar la existencia de dichos sistemas. En este caso, como en general sucede con el informe de gestión, la función del auditor externo es muy limitada.

² SCIIF: Sistemas de control interno sobre la información financiera. .

3. **NORMATIVA CONTABLE DEL INFORME DE GESTIÓN.**

El Informe de gestión está presente en distintas normativas tanto a nivel nacional como internacional. Sin embargo, su contenido y su objetivo de ofrecer información fiel, parecen no haber calado del todo en las empresas, ya que como manifiesta Gonzalo Angulo (2015), los informes presentados eran muy dispares unos de otros antes de la aparición de la guía elaborada por la CNMV y siendo en la actualidad más homogéneos en su mayoría.

A continuación se exponen las características más importantes de las distintas normativas vigentes, con el objetivo de estudiar su contenido y ser capaces de analizar si los Informes de Gestión cumplen las legalidades.

3.1. **LEGISLACIÓN VIGENTE EN ESPAÑA.**

La falta de estandarización o normalización del Informe de Gestión es un hecho ya conocido, sin embargo este documento está presente en varios textos legales, entre los que destacan:

❖ **Ley de Sociedades de Capital:** el Informe de Gestión (individual) está presente en el artículo 262 en el que se detalla su contenido y, como ya se ha expuesto con anterioridad, el informe deberá albergar una exposición fiel de la evolución de los negocios y de la situación de la sociedad.

En este artículo también se manifiesta la exención de presentar el informe de gestión para aquellas sociedades que formulen el balance y el estado de cambios en el patrimonio neto abreviados y la no justificación de la falta de información en las cuentas anuales por estar presentes en el informe de gestión.

❖ **Código de Comercio:** en su sección tercera, denominada presentación de las cuentas anuales de los grupos de sociedades, se recogen los artículos 42 y 49 en los que el informe de gestión tiene un papel importante.

En resumen, en el artículo 42 se exponen tres ideas clave: 1) la sociedad dominante del grupo deberá de elaborar cuentas anuales e informe de gestión consolidados, 2) esta obligación no exime a las sociedades pertenecientes al grupo a elaborar sus propios estados e informes financieros individuales y, 3) tanto las cuentas anuales como el informe de gestión consolidados, deberán ser aprobados por la junta general de la sociedad obligada a consolidar (matriz) con las cuentas individuales de esa sociedad.

Mientras que el artículo 49 del Código de Comercio se refiere exclusivamente a la elaboración y presentación del informe de gestión consolidado, manteniendo los mismos requisitos y obligaciones que el artículo 262 de la Ley de Sociedades de Capital pero dirigiéndose al grupo de sociedades, al consolidado.

❖ **Plan General de Contabilidad:** texto que regula la contabilidad de las sociedades asentadas en España, constituyendo una base de actuación para las entidades. En este documento no se normaliza el Informe de gestión, pero si las cuentas anuales, por lo que se puede tomar de referencia para conocer el tratamiento de la información contable.

❖ **Ley del Mercado de Valores:** mediante esta ley (artículos 118 y 119) se obliga a las sociedades cotizadas a presentar semestral y anualmente un informe financiero, el cual comprenderá las cuentas anuales y el informe de gestión del período al que se refieren, debiendo ser revisados dichos documentos por el auditor de cuentas, quedando el alcance de éste definido en el artículo 268 de la Ley de Sociedades de Capital (*“El auditor de cuentas comprobará si las cuentas anuales ofrecen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la sociedad, así como, en su caso, la concordancia del informe de gestión con las cuentas anuales del ejercicio”*).

En el apartado 9 del artículo 292 de la Ley del Mercado de Valores se pone de manifiesto la consideración de infracción grave la falta de incorporación de toda la información exigida en el artículo 262 de la Ley de Sociedades de Capital por parte de las sociedades cotizadas en su informe de gestión.

❖ **Ley de Auditoría de Cuentas:** los artículos 4 y 5 de esta ley se refieren a la labor del auditor de cuentas frente al informe de gestión (tanto individual como consolidado). Una vez verificadas las Cuentas Anuales, el auditor deberá comprobar la concordancia existente entre las propias cuentas y el informe de gestión y si el contenido de éste último cumple los requisitos y obligaciones presentes en la normativa vigente.

En el párrafo *“Informe sobre otros requerimientos legales y reglamentarios”* del Informe de Auditoría, el auditor deberá expresar la concordancia o falta de la mismas entre el informe de gestión y las cuentas anuales, indicando si procede, las incorrecciones materiales que hubiese detectado.

❖ **Normas Internacionales de Auditoría:** contienen los principios esenciales para el auditor y, en lo que respecta al informe de gestión, se debe de tener en cuenta la norma: **NIA-ES 700. Formación de la opinión y emisión del Informe de Auditoría sobre los Estados Financieros.**

Además de la Auditoría de las Cuentas Anuales, el auditor está obligado a opinar acerca de la concordancia de las mismas con el informe de gestión. No teniendo obligación de realizar procedimientos de auditoría adicionales para cotejar informaciones distintas de las obtenidas en los registros contables de la entidad.

Por tanto, su actuación se limita a verificar la coincidencia de las informaciones contenidas en las cuentas anuales y en el informe de gestión y, en caso de no ser así, deberá exponer las contradicciones o errores significativos encontrados en el párrafo de otros requerimientos legales.

3.2. DIRECTIVAS COMUNITARIAS.

Las Directivas son textos legislativos que establecen objetivos de obligado cumplimiento para todos los estados miembros de la Unión Europea, sin embargo, cada país es el encargado de elaborar sus propias leyes para alcanzar dichos objetivos. Posteriormente se desarrolla el contenido de las directivas en las que el Informe de Gestión está presente.

❖ **Cuarta Directiva del Consejo, del 25 de julio de 1978, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y relativa a las Cuentas Anuales de determinadas formas de sociedad (Directiva 83/349/CEE):** es a través de esta primera directiva publicada en el año 1978, cuando se fija el objetivo primordial del Informe de Gestión: exposición fiel de la evolución de los negocios y situación de la entidad. Del mismo modo, en este momento se precisa que deben explicarse en el informe los posibles hechos posteriores que ocurran tras el cierre del ejercicio, las actividades de I+D que se lleven a cabo, los temas relacionados con las acciones propias y una breve pero concisa exposición de la evolución previsible de la sociedad.

❖ **Sétima Directiva del Consejo, de 13 de junio de 1983, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado, relativa a las Cuentas Consolidadas (Directiva 78/660/CEE):** mediante esta directiva las sociedades que presenten el Informe de Gestión consolidado e individual conjuntamente, es decir, en un único informe, deberán incluir la información relativa a los sistemas de control interno y la gestión de los riesgos en la sección del informe que contengan el Informe de Gobierno Corporativo.

❖ **Directiva 2001/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de septiembre de 2001 por la que se modifican las directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 86/635/CEE en lo que se refiere a las normas de valoración aplicables en las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad, así como de los bancos y otras entidades financieras:** en esta directiva se expone el requisito de realizar en el informe una exposición de los riesgos financieros a los que se enfrenta la sociedad y cuáles son las políticas que lleva a cabo la dirección de la entidad para solventar y minimizar dichos riesgos.

❖ **Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de Junio de 2003 por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE del Consejo sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros:** se hace efectiva una modificación de la anterior directiva consistente en hacer que el Informe de Gestión fuese un análisis ponderado y exhaustivo, es decir, en este momento se hace necesario hacer en el informe una exposición de los riesgos e incertidumbres que encara la entidad, teniendo en cuenta no sólo los riesgos financieros, sino también los no financieros. Nace, también, mediante esta directiva, el requerimiento de ofrecer información acerca del medio ambiente y del personal presente en la sociedad.

❖ **Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de Diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE:** más conocida como la Directiva de Transparencia, establece para las sociedades cuyos títulos coticen en un mercado regulado por la Unión Europea la obligación de publicar una declaración intermedia de gestión trimestral, además de las ya requeridas de carácter semestral y anual. Este informe intermedio, al igual que el anual, deberá de cumplir los objetivos establecidos, ofreciendo información acerca de los hechos y operaciones sucedidas durante el trimestre al que se refiere así como las consecuencias que han provocado, sin olvidarse de realizar una exposición fiel de la situación financiera de la sociedad.

❖ **Directiva 2006/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de Junio de 2006 por la que se modifican las Directivas del Consejo 78/660/CEE relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas, 86/635/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos y otras entidades financieras y 91/674/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros:** introduce la obligación de presentar el Informe Anual de Gobierno Corporativo, que constituye una sección independiente del Informe de Gestión, para las sociedades cuyos títulos coticen en un mercado regulado de la Unión Europea y tengan su sede social en la misma.

❖ **Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de Junio de 2013 sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo:** cuya novedad recae en la posibilidad que tienen los estados miembros de eximir a las pequeñas empresas de presentar el Informe de Gestión, siempre y cuando, éstas incluyan información relativa a las acciones propias en las notas explicativas de los estados financieros. Así mismo, cabe también la posibilidad de que queden exentos los grupos de mediana dimensión de publicar cuentas anuales e informe de gestión consolidados, salvo en los casos en los que las entidades filiales sean de interés público.

❖ **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:** mediante la cual se establece la redacción de una declaración de información no financiera, consistente en ofrecer información mínima relativa a asuntos ambientales, sociales, derechos humanos y a la lucha contra la corrupción. Por lo que el Informe de Gestión deberá contener una descripción de las políticas, resultados y riesgos relacionados con la información anteriormente descrita. Esta “declaración” tendrá como objetivo “mejorar la coherencia y la comparabilidad de la información no financiera divulgada en la Unión Europea”.

3.3. LEGISLACIÓN INTERNACIONAL.

A continuación se muestran dos de los organismos internacionales más importantes en el ámbito de la contabilidad y cuyas manifestaciones relacionadas con el Informe de Gestión han sido de gran importancia.

❖ **International Accounting Standards Board (IASB):** es un organismo dedicado al establecimiento de normas contables a escala internacional. En el año 2010 publica el documento *“Management Commentary. A framework for presentation”*³, con objetivos muy similares a los presentados por el grupo de trabajo de la CNMV entre los que destacan el ofrecer un marco regulatorio de carácter voluntario para la elaboración y presentación del informe de gestión, promoviendo la comparabilidad entre empresas y en el tiempo.

En este documento se define el Informe de Gestión como *“un informe narrativo relativo a los estados financieros que han sido preparados de acuerdo con las NIIF⁴. El informe de gestión provee a los usuarios de la información de explicaciones sobre las cifras contenidas en las cuentas anuales; de forma más concreta, sobre la posición financiera de la compañía, su rendimiento y sus flujos de efectivo. (...) Adicionalmente, sirve como base para la comprensión de los objetivos de la dirección de la sociedad y las estrategias diseñadas para lograr tales objetivos”*. (Guía para la elaboración del informe de gestión las entidades de cotizadas, CNMV).

❖ **International Organization of Securities Commissions (IOSCO):** en el año 2003 esta organización publica un informe titulado *“General Principles Regarding Disclosure of Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and results of Operations”*⁵, en el que se presentan los objetivos, principios y características del informe de gestión, junto con cómo debería ser su presentación. Al igual que la guía emitida por la CNMV, el citado informe de IOSCO era de carácter voluntario.

El informe emitido por IOSCO señala que *“el objetivo del informe de gestión es proporcionar la explicación de la dirección de la sociedad sobre los factores que han afectado a la condición financiera y resultado de las operaciones de ésta en los períodos cubiertos para el informe. (...) Las compañías deberán proveer aquella información que es necesaria para que un inversor entienda la situación financiera, cambios en la misma y resultado de las operaciones de la compañía”* (Guía para la elaboración del informe de gestión las entidades de cotizadas, CNMV).

En definitiva, a pesar del transcurso de los años y de la falta de normalización de informe de gestión, ya hace más de quince años se pretendía que cumpliera una serie de objetivos y principios básicos persistentes hoy en día.

³ Comentario de la administración. Un marco para la presentación.

⁴ Normas Internacionales de Información Financiera. Elaboradas por el IASB.

⁵ Principios generales relacionados con la divulgación del Informe de Gestión y el Análisis de la situación financiera y el resultado del ejercicio.

4. GUÍA DE LA CNMV PARA LA ELABORACIÓN DEL INFORME DE GESTIÓN EN LAS ENTIDADES COTIZADAS.

En mayo de 2013 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publicó la *Guía para la elaboración del Informe de Gestión de las entidades cotizadas*. Esta Guía fue elaborada por José Antonio Gonzalo Angulo junto con un grupo de expertos provenientes de empresas cotizadas y firmas de auditoría, así como por analistas financieros.

La Guía consiste un “marco de buenas prácticas” sobre el contenido del Informe de Gestión y surge de la necesidad de estandarizar y homogeneizar la información que debe incluirse en él. Además, puesto que el informe incluye información ya recogida en las Cuentas Anuales, en esta Guía se muestran soluciones para evitar las duplicidades. Con esta guía “no se trata de dar más información, sino de informar mejor. De forma que se cumplan unos requisitos esenciales de relevancia y fiabilidad” (Gonzalo Angulo, 2015).⁶

Para la elaboración de este documento se han tenido en cuenta la legislación europea y la española, así como el marco normativo de otros países como Reino Unido, Alemania, Francia, Canadá y Estados Unidos. Se ha basado también en las recomendaciones emitidas por el IASB.

Este manual tiene carácter voluntario, es decir, en él se plantean recomendaciones para los administradores de las sociedades a la hora de elaborar el Informe de Gestión. Con su cumplimiento se verían beneficiados, por una parte, ellos mismos reduciendo costes empresariales ya que no se necesitarían demasiados recursos para su diseño y se evitarían contradicciones con la información recogida en las Cuentas Anuales, por lo que el auditor no necesitaría incluir éstas en su Informe de Auditoría. Por otro lado, sacarían provecho también los usuarios de la información de esta guía, ya que facilita la comparación de la información entre entidades y ejercicios contables. Es una manera de proteger los intereses de los inversores a la hora de tomar las decisiones.

Esta guía está pensada para la elaboración del Informe de Gestión de las entidades cotizadas y para grupos societarios (informe consolidado), sin embargo también incluye modelos para aquellas empresas que deban presentar las cuentas anuales individuales. Cabe destacar que se han incluido no obstante, recomendaciones para la preparación de la información de las entidades pertenecientes al sector bancario y también para las pequeñas y medianas empresas (PYMEs).

⁶ Entrevista a José A. Gonzalo realizada el 27/11/2015 por la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA).



Figura 2: Contenido de la Guía para la elaboración del Informe de Gestión.

Fuente: elaboración propia.

Como se observa en la figura 2, la Guía está formada por cinco apartados. Adicionalmente, en ella también se han incluido unos apéndices aclaratorios de ciertas cuestiones. A continuación, se explican todos los contenidos que forman la Guía de recomendaciones para la elaboración del Informe de Gestión:

Apartado I. Propósito y contenido de esta Guía.

En este apartado introductorio se plantean cuáles han sido las causas que han hecho necesaria la elaboración de un texto en el que se recojan una serie de buenas prácticas o recomendaciones para confeccionar un informe de gestión útil, comprensible y comparable. Y cómo se expone en la guía, los usuarios requieren conocer la evolución de los negocios para fundamentar sus opiniones y sus decisiones futuras de inversión.

Es el Informe de Gestión el único de los documentos anuales que deben presentar las empresas que no se ha sometido a un proceso de estandarización, ni a nivel nacional, europeo ni internacional. De ahí la necesidad de ofrecer a las empresas un compendio de recomendaciones para tratar la información necesaria del informe de gestión. Siendo conocedores de este hecho, los integrantes del grupo de trabajo constituido para elaborar la guía, lo han tenido en cuenta uniéndolo a una serie de objetivos fijados que debería de cumplir la guía una vez finalizada. Por lo que su programa de trabajo consistía en lo siguiente (CNMV, 2010):

- Análisis comparativo de los marcos regulatorios españoles y comunitarios.

- Confección de orientaciones generales para aclarar los contenidos requeridos por los artículo 49 del Código de Comercio y 262 de la Ley de Sociedades de Capital.
- Disponer una serie de buenas prácticas a tener en cuenta en la elaboración del informe de gestión, teniendo como base la experiencia de las entidades.
- Establecer unas guías de ayuda específicas para ciertos sectores cuyos informes de gestión posean mayor complejidad por sus características empresariales.

En este apartado también se analiza el marco normativo actual, teniendo en cuenta tanto la legislación española como las directivas comunitarias, sin olvidarse del presente en otros mercados, para lo cual realiza una pequeña síntesis de las normas vigentes en otros países que se han tomado como referencia.

Apartado II. Marco de referencia.

En esta sección se plantea un marco de referencia metodológico compuesto por tres pilares con el objetivo de afrontar los problemas que se derivan del informe de gestión. Estos tres pilares son:

I. Objetivos del Informe de Gestión

El principal objetivo del informe de gestión es ofrecer a los usuarios de la información una imagen fiel de la situación de la empresa así como de la evolución de los negocios, detallando cuáles son los principales riesgos, incertidumbres y oportunidades. Es un informe que complementa a los estados financieros y, al igual que debe tenerse en cuenta para la elaboración de estos, la información suministrada ha de ser útil, fiable, verificable por terceros, oportuna y comparable.

En este pilar se dan recomendaciones acerca de cómo manejar la información para cumplir los citados objetivos.

II. Contenido del Informe de Gestión

En esta ocasión se detallan los puntos que debe contener un informe de gestión para que cumpla la normativa y regulación nacional, explicando qué debe de tenerse en cuenta en cada uno de ellos (los cuales serán objeto de análisis en el quinto epígrafe de este trabajo). El grupo de trabajo recomienda incluir todos los puntos que se detallan en este apartado para que consecuentemente se cumplan los objetivos explicados en el pilar I.

III. Principios y reglas de elaboración del Informe de Gestión

Este pilar está compuesto por unas reglas para elaborar el informe de gestión, que de tenerse en cuenta ayudará a conseguir los objetivos planteados en el pilar I, que al mismo tiempo, son los que se derivan de la normativa. Las recomendaciones que se ofrecen en ésta caso son:

- Conseguir que los usuarios tengan una visión de la compañía similar a la de los directivos, sin poner en peligro a la misma y manteniendo ocultos todas aquellas informaciones confidenciales. Esto se consigue haciendo una

- redacción del informe desde el punto de vista de la dirección, de ahí que sean los administradores los encargados de elaborarlo.
- El informe debe contener información clara y concisa, que sea de fácil comprensión y comparable. De ahí que se busque la estandarización del mismo.
 - La información debe plantearse de manera imparcial, de modo que se consiga unos de los objetivos marcados: exposición fiel.
 - Debe existir una relación de continuidad entre los informes presentados por la compañía, de modo que de nuevo se facilite la comparación en el tiempo del informe de gestión.
 - Evitar las posibles duplicidades con los estados financieros y el informe anual de gobierno corporativo, para lo cual se dan una serie de recomendaciones en el Apéndice C de la guía y se permiten las referencias cruzadas entre el informe y las cuentas anuales.
 - Es importante que el importe de gestión contenga información relevante para la toma de decisiones de los inversores, obviando la exposición de todos aquellos aspectos que para éstos resulten innecesarios, es decir, debe de tenerse en cuenta el principio de importancia relativa.
 - Será necesario destacar las fuentes de las distintas informaciones, diferenciando entre la que ha sido elaborada por la entidad de la que proviene de terceros.
 - El informe de gestión debe adecuarse al tamaño y complejidad de la sociedad, por lo que no sería erróneo plantear un Informe de Gestión “abreviado” para aquellas pequeñas y medianas empresas cotizadas como se recomienda en el apartado V de la guía.

Apartado III. Guía de recomendaciones para la preparación de la información contenida en el informe de gestión.

El contenido del que debe disponer un Informe de Gestión se regula en los artículos 49 del Código de Comercio y 262 de la Ley de Sociedades de Capital, dependiendo si la entidad elabora cuentas anuales individuales o consolidadas respectivamente.

En la guía de la CNMV se pueden encontrar orientaciones de cómo tratar la información regulada en los citados artículos, con el fin de mejorar la calidad de la información presentada por las entidades, consiguiendo así mejorar su comprensión y su comparación. Esto será muy valorado por los lectores, puesto que son los potenciales inversores y, cuánto más conocimiento adquieran tanto de los estados financieros como del informe de gestión, más sencillo les resultará la toma de decisiones.

En la figura número 3 se desglosan los nueve puntos a incluir en el informe de gestión presentes en la Guía de la CNMV, los cuales serán a analizados en el apartado número 5 de este trabajo: *Estudio empírico sobre los Informes de Gestión de las sociedades del IBEX 35.*

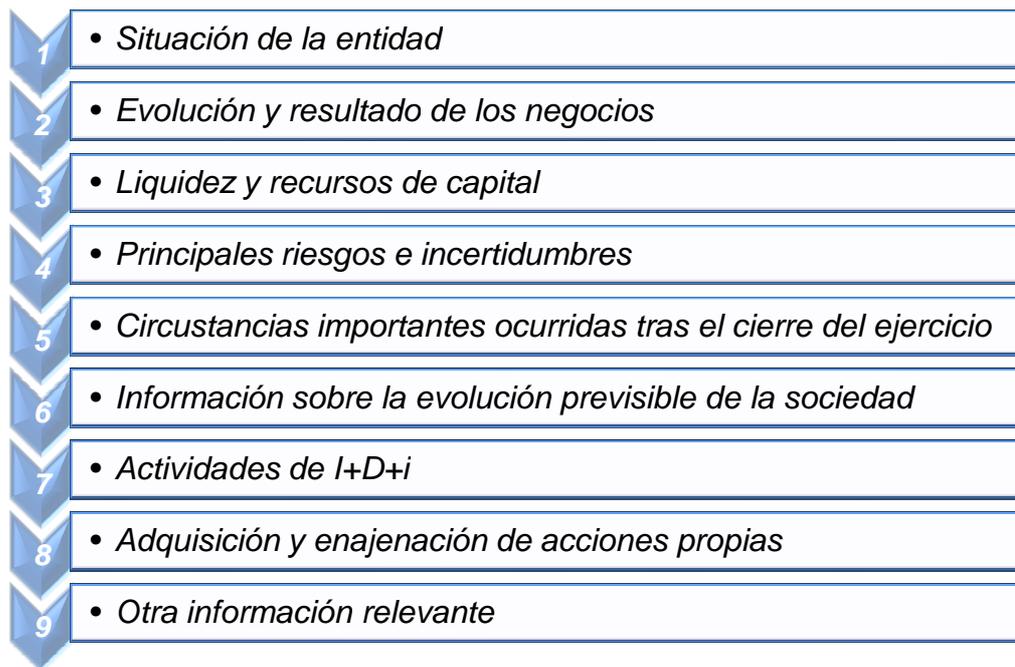


Figura 3: Contenido del Informe de Gestión.

Fuente: elaboración propia.

Apartado IV. Guía de recomendaciones específicas para el sector bancario.

Las entidades de crédito constituyen un sector complejo a la hora de analizar y que, tras las polémicas surgidas los últimos años así como la ya tan nombrada crisis económica y financiera que ha sufrido nuestro país, son de las entidades que más afectadas se han visto en cuanto a la pérdida de confianza de los ciudadanos. Y es la información fiable y veraz así como la transparencia la que consigue paliar esta desconfianza, por lo que en esta guía se ofrecen recomendaciones al sector bancario para elaborar su informe de gestión, de modo que estas sociedades vuelvan a conseguir el apoyo de los inversores.

En este caso, las recomendaciones específicas complementan a las expuestas en el tercer apartado de la guía, ya que el contenido del informe será el mismo salvo con la excepción de que se deberán de detallar de manera más exhaustiva informaciones relacionadas sobre todo con los riesgos que asumen estas compañías. Para la elaboración y preparación de las especificaciones de este sector, la guía ofrece unas recomendaciones especiales, ayudando de este modo a los administradores de la sociedad a redactar el informe, lo cual lleva implícito un ahorro de costes. De todos modos, se mantiene la posibilidad de referenciar las informaciones existentes en las Cuentas Anuales.

Apartado V. Guía de recomendaciones específicas para el informe de gestión de las pequeñas y medianas empresas cotizadas (PYMEC).

En el artículo 27 de la Cuarta Directiva del Consejo (78/660/CEE) se establece la definición de pequeñas y medianas empresas, que serán consideradas así aquellas entidades que, no siendo de crédito, no supere dos de los siguientes límites durante dos años consecutivos:

- a) Importe neto de la cifra de negocios mayor de treinta y cinco millones de euros.
- b) Total del activo mayor de diecisiete millones y medio de euros.
- c) Plantilla media de trabajadores mayor de doscientos cincuenta.

En este apartado de la guía se ofrecen una serie de recomendaciones de elaboración del Informe de Gestión para todas aquellas pequeñas y medianas empresas cotizadas, ya que según la recomendación 3.10 de la citada guía es importante *“adecuar el informe de gestión a la realidad empresarial, teniendo en cuenta la magnitud y complejidad de la entidad”*.

Lo que se expone en este caso es que sería razonable abreviar o resumir los contenidos del informe de gestión teniendo en cuenta, a parte de la complejidad de la compañía, la naturaleza de los riesgos asumidos. De esto modo la compañía podría ahorrar en los costes de elaboración de esta información, teniendo en cuenta que para cumplir el objetivo primordial del informe de gestión, no podrán obviar ninguna información que sea valorada o necesaria para los inversores.

Se mantiene para la elaboración de este informe de gestión “abreviado” los nueve puntos planteados como contenido del informe en el apartado tercero de esta guía. Y, como en el caso de las recomendaciones generales ofrecidas, en este caso también se mantiene la posibilidad de referenciar aquellos datos, tanto de carácter cualitativo como cuantitativo, que se encuentren ya explicados en las Cuentas Anuales o en el Informe Anual de Gobierno Corporativo.

Apéndices:

En la última parte de la Guía, se incluyen una serie de documentos de utilidad para las entidades a la hora de elaborar sus propios informes de gestión ya que, por ejemplo, en el anexo A se pueden encontrar una serie de ejemplos que, como se especifica, son seleccionados de casos reales, y servirán para el mejor entendimiento de las recomendaciones ofrecidas por el grupo de trabajo.

En el segundo apéndice encontramos los indicadores a los que se hacía referencia en el apartado tercero de la guía junto con sus respectivos ejemplos y cálculos. El grupo de trabajo en este caso, deja claro que es éste anexo no se encuentran todos los indicadores existentes así como que no es necesario incluirlos todos en el informe. Es decir, la sociedad deberá de añadir a sus Informe de Gestión todos aquellos indicadores que sus administradores consideren relevantes en cada caso y sean capaces de ofrecer información relevante, fiable y demandada por los inversores.

Una de las novedades de esta guía que resulta de gran utilidad se encuentra en el apéndice tercero, se trata de información contenida en otros documentos. Es decir, se detallan las posibles duplicidades existentes entre el Informe de Gestión, las Cuentas Anuales y otros documentos, intentando dar solución a las mismas.

En la mayoría de los casos las duplicidades informativas vienen del informe de gestión, del informe anual de gobierno corporativo y de la memoria y, esto, se debe al creciente demanda de información empresarial por parte de los usuarios, dentro de los cuales se incluye también la Administración Pública. Del contenido del informe de gestión, las duplicidades más comunes son:

- Actividad de la empresa: dentro del contenido mínimo a incluir en la memoria se encuentra este apartado.
- Liquidez y recursos de capital: información que también debe ser recogida en la memoria que, como he comentado con anterioridad, es de gran utilidad para los usuarios, ya que gracias a ella pueden evaluarse los objetivos, políticas y estrategias de la compañía.
- Hechos posteriores al cierre: gracias a estas circunstancias se puede obtener evidencia acerca de situaciones existentes a cierre del ejercicio que en ese momento no modificaban los estados financieros y que para los usuarios pueden resultar relevantes a la hora de tomar las decisiones. Esta información es requerida en la Memoria.
- Adquisiciones y enajenaciones de acciones propias: este tipo de información también se solicita en el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC).
- Riesgos e incertidumbre: datos que también se recogen en el IAGC.
- Existe otro tipo de información incluida en documentos voluntarios que con la que podrían producirse repeticiones innecesarias, como es el caso de la información relativa al medio ambiente o la bursátil.

Una de las maneras más eficaces de evitar estas duplicidades es a través de las referencias cruzadas entre los documentos (*Principio de referencia cruzada*), siempre y cuando las referencias sean claras y contengan la información necesaria para que el usuario sea capaz de seguirlas. Debe tenerse en cuenta que el abuso de su utilización puede conllevar al no entendimiento de la información.

Cabe destacar el *Principio de jerarquía*, según el cual la información que debe incluirse obligatoriamente en documentos de carácter obligatoria no puede ser sustituida por la información contenida en el informe de gestión y el *Principio de separación de contenidos por niveles*, éste nos aclara de nuevo que el informe de gestión debe contener los objetivos y estrategias llevadas a cabo por la entidad junto con su evolución estimada.

La guía también posee otro apéndice en el que se analiza el marco regulatorio de los principales mercados; se estudian con mayor detalle los requisitos y el contenido del Informe de Gestión presentados en mercados de otros países como Reino Unido, Canadá, Alemania o Estados Unidos. También se analizan dos documentos

elaborados por organismos internacionales como son OICV⁷ (Organización Internacional de Comisiones de Valores) e IASB⁸ (Junta de Normas Internacionales de Contabilidad). En definitiva, este anexo detalla los distintos intentos de estandarización del informe de gestión llevados a cabo tanto por organismos nacionales como internacionales.

Las conclusiones extraídas de este texto reincidenten en la homogeneidad de los documentos elaborados por los países europeos, puesto que estos se basan en las Directivas comunitarias publicadas por la Unión Europea, siendo dichas similitudes las relacionadas con el contenido, objetivos y principios que se exigen a los informes de gestión; teniendo características no tan similares los de los mercados de Canadá o Estados Unidos. Es llamativo que únicamente los documentos de Reino Unido y Estados Unidos ofrecen ejemplos de actuación en cuanto a la elaboración del Informe de Gestión, al igual que ocurre con la Guía elaborada por la CNMV.

En términos generales, el desarrollo de la normativa tanto a nivel nacional como internacional concluyen de modo similar, es decir, se consideran necesarios unos principios básicos de actuación para la elaboración del informe. Y, como para el resto de información contenida en los estados financieros, la del informe de gestión ha de ser fiable, clara y relevante para los usuarios de la misma.

Por último, en la guía se han incluido dos anexos más en los que se pueden encontrar, por un lado, un glosario con términos y siglas utilizados y, por otro lado, la estructura del grupo de trabajo que la ha elaborado.

⁷ Organismo internacional conocido por sus siglas en inglés: IOSCO – International Organization of Securities Commissions.

⁸ International Accounting Standards Board. Organismo independiente de la Fundación IFRS (International Financial Reporting Standards - Fundación de Estándares Internacionales de Reportes Financieros).

5. ESTUDIO EMPÍRICO SOBRE LOS INFORMES DE GESTIÓN DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35.

Como ya se ha mencionado anteriormente, el informe de gestión es un documento, independiente de las cuentas anuales, que las empresas deberán elaborar anualmente cuando cumplan los requisitos ya expuestos. Su función es la de informar a los usuarios acerca de la situación de la entidad y evolución de los negocios, explicando cuáles son las estimaciones realizadas y la posible situación futura y detallando los posibles riesgos e incertidumbres a los que esta se enfrenta, así como explicando sus oportunidades, de manera que faciliten al lector la toma de decisiones.

En el presente epígrafe se realiza un estudio de los informes de gestión consolidados de diez entidades, recogidas en el cuadro 5. *Actividad empresarial de las entidades*, cuyos títulos cotizan en la bolsa española, presentados para el ejercicio 2014.

Entidad	Actividad
AENA	Operador aeroportuario. Sociedad mercantil estatal que gestiona los aeropuertos y helipuertos españoles, así como participa en la gestión de otros 16 aeropuertos internacionales.
Banco Santander	Compañía española bancaria, siendo la banca minorista su primera área de negocio.
BME	Bolsa y Mercados Españoles. Es el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de España.
Duro Felguera	Sociedad española especializada en la ejecución de proyectos “llave en mano” para los sectores energético, industrial y de Oil & Gas, así como en la fabricación de bienes de equipo.
Iberdrola	Grupo español dedicado la producción, compra-venta, transporte, distribución y comercialización de electricidad.
Inditex	Grupo empresarial español dedicado a la fabricación y distribución textil.
Indra	Sociedad española que ofrece servicios de consultoría sobre transporte, defensa, energía, telecomunicaciones y servicios financieros.
Mediaset	Grupo de comunicación español poseedor de diversos canales de televisión, una agencia de noticias, una gestora de publicidad y una productora audiovisual de cine y televisión.
Mapfre	Multinacional española especializada en el sector de seguro y reaseguro.
Telefónica	Grupo empresarial español de telecomunicaciones.

CUADRO 5.1. Actividad empresarial de las entidades⁹.

Las sociedades citadas se han seleccionado al azar y sus respectivos Informes de Gestión se han obtenido de sus páginas web, ya que todas ellas poseen un apartado destinado a accionistas e inversores, en el que recogen la información financiera que elaboran.

Para el análisis de los Informes de Gestión presentados por las anteriores sociedades, se ha tomado como base la *Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas* presentada por la CNMV. Para ello, se mantiene el esquema del contenido presente en dicho manual y en los siguientes cuadros

⁹ La información contenida en el cuadro 5 está extraída de las páginas web de las distintas sociedades.

explicativos se señala con el símbolo ✓ las entidades que siguen las recomendaciones de la guía y, por el contrario, con el símbolo ✗ aquellas que no se apoyan en ella.

1. Situación de la entidad

Dentro de este apartado debe incluirse información acerca de la situación de la entidad, por lo tanto, se documentarán tanto su estructura organizativa como su funcionamiento.

En el primer punto, relativo a la estructura, se expondrán las entidades que forman el grupo empresarial así como el perímetro de consolidación, dejando constancia tanto de la actividad como del sector o sectores en los que funciona la sociedad. Será importante también explicar el proceso para la toma de decisiones y la política de dividendos existentes, ya que ambas son informaciones que los usuarios del informe de gestión valorarán en gran medida. Por otro lado, respecto al funcionamiento de la empresa, con esta sección se pretende que la entidad de a conocer sus objetivos y el modo en que intentará llegar a ellos. Es decir, con la descripción de los objetivos, planes y proyectos llevados a cabo, la entidad está exponiendo el trabajo que ha realizado durante el año y explicando las cifras que aparecen reflejadas en las cuentas anuales.

En el cuadro 5.2. *Situación de la entidad*, se podrán ver si las empresas seleccionadas del IBEX 35 han seguido las recomendaciones de la guía de la CNMV en este punto.

Entidad	Estructura	Funcionamiento	Comentarios
AENA	✗	✓	No explica su organigrama. Realiza un estudio detallado de los resultados obtenidos
Banco Santander	✓	✓	
BME	✓	✓	Incluye un organigrama del grupo societario explicativo de gran utilidad.
Duro Felguera	✓	✓	
Iberdrola	✓	✓	
Inditex	✓	✓	Breve pero muy clara explicación acerca del funcionamiento de la entidad.
Indra	✗	✗	
Mediaset	✗	✓	No hace mención de la estructura del grupo empresarial pero si explica la marcha del consolidado y en cuáles son sus actividades.
Mapfre	✓	✓	Incluye un organigrama del grupo societario explicativo de gran utilidad.
Telefónica	✓	✓	En el informe incluyen un detallado análisis acerca de los resultados obtenidos en el ejercicio.

CUADRO 5.2. Situación de la entidad.

Con el Informe de Gestión Consolidado se presupone que se podrá conocer el grupo societario, es decir, todas las empresas que forman el grupo así como cuál es la participación de la matriz en cada una de ellas y cuál es su actividad principal. Sin embargo, de todos los diez informes que se analizan en este apartado son muy pocos los que exponen claramente lo anterior, que se corresponde con las recomendaciones ofrecidas por el grupo de trabajo encargado de elaborar la guía para su elaboración. Destacan los informes realizados por las empresas Mapfre y BME, puesto que en ellos la explicación de la estructura del grupo es muy clara, incluyendo además en ambos casos un organigrama de gran utilidad. Así mismo, como se sugiere en la guía de la CNMV, en gran parte de los informes se da información acerca de la toma de decisiones (Órgano de administración de la sociedad dominante es el máximo órgano de la toma de decisiones), pero la descripción del método del reparto de dividendos no es común encontrarlo en este punto.

En cuanto al funcionamiento de la sociedad, en nueve de los diez informes analizados aparece la explicación correspondiente a los objetivos planteados por la sociedad y qué actuaciones llevan a cabo para conseguirlos. Lo cual no es de extrañar puesto que este es uno de los requisitos que debe cumplir un informe de gestión. Sin embargo, cabe mencionar el caso de Indra, sociedad cuyo informe no tienen en cuenta las sugerencias ofrecidas por la CNMV y en su primer punto realiza un detallado análisis de las cifras obtenidas durante el ejercicio 2014.

En términos generales, este primer punto del informe de gestión parece no dar mayores problemas a las sociedades.

2. Evolución y resultado de los negocios

Este apartado será uno de los puntos más importantes dentro del informe de gestión, se expondrán las causas y las consecuencias de las decisiones tomadas. Es decir, se trata de explicar cómo se han obtenido los resultados. Además, deberá analizarse la sociedad de manera que queden aclarados los distintos segmentos del negocio, con el fin de justificar las variaciones de los resultados obtenidos en los distintos períodos. Para ello en la guía se recomienda plantear a qué han sido debidas esas variaciones (modificaciones en los precios, cambios en la demanda...), explicar el proceso de costes y la evolución de las ventas, teniendo en cuenta factores por lo que pueden verse afectadas tales como el tipo de cambio o la inflación.

En los artículos correspondientes al informe de gestión tanto en el Código de Comercio como en la Ley de Sociedades de Capital, se manifiesta la necesidad de incluir indicadores clave tanto de carácter financiero como no financiero, de ahí que la guía también lo haya tenido en cuenta.

Para la exposición de estos indicadores en el informe es necesario mostrar no sólo el cálculo del indicador, sino también lo que se pretende medir con él, su explicación e interpretación y su propósito. Por ejemplo, el tratamiento sería el siguiente:

$$\text{Ratio de Liquidez} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Este ratio informa acerca de si la entidad es capaz de hacer frente a sus deudas en el corto plazo, es decir, de si la empresa genera la liquidez necesaria para el pago de las obligaciones.

Si el resultado es superior a la unidad quiere decir que hay más activo corriente que pasivo corriente, por lo que la entidad podrá hacer frente a sus deudas. Mientras que si el resultados es inferior a la unidad, el pasivo es superior al activo lo que indica que la empresa puede tener problemas para hacer frente a sus obligaciones de pago.

$$\text{Ratio de Solvencia} = \frac{\text{Patrimonio neto} + \text{Pasivo no corriente}}{\text{Activo no corriente}}$$

En este caso, este ratio analiza la capacidad financiera de la empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago, es decir, determina si la empresa tiene activos suficientes para hacer frente a todas sus deudas a corto plazo, por lo que a diferencia del ratio de liquidez, se tienen en cuenta todos los bienes y recursos de la sociedad.

Se estima que el resultado ideal de este ratio es del 1,5. Un resultado inferior a dicha cifra quiere decir que la empresa no posee la solvencia necesaria para hacer frente a sus pagos a corto plazo. Mientras que un resultado superior a 1,5 dice que sí se tiene solvencia necesaria para afrontar el pago de las deudas.

En este apartado también se recomienda incluir información relativa al medio ambiente y al personal. En cuanto a la primera sería importante conocer las actuaciones que lleva a cabo la sociedad para reducir su impacto sobre el medio ambiente, las políticas que lleva a cabo para conseguirlo y los recursos con lo que cuenta para promover la sostenibilidad y su política ambiental. Es importante para los usuarios del informe de gestión, saber si la entidad cumple con las normativas relativas al medio ambiente y si ha contado con subvenciones o ayudas fiscales para la protección de éste.

En cuanto al área de personal, en este punto se deben exponer las políticas de recursos humanos llevadas a cabo. Es decir, la empresa debe dar a conocer cómo se encuentran sus empleados dentro de ella, para lo que se recomienda dar información acerca del empleo (categorías), el ambiente laboral, la seguridad y las normas que han de cumplirse, la formación a la que pueden optar los trabajadores, las promociones internas a las que pueden aspirar o si existe igualdad de oportunidades, por ejemplo.

Estas son informaciones muy valoradas por los usuarios y en el cuadro 5.3. *Evolución y resultado de los negocios* se comprueba si las diez empresas seleccionadas lo han tenido o no en cuenta.

Entidad	Indicadores	Medioambiente	Personal	Comentarios
AENA	✓	✓	✓	A pesar de incluir las informaciones marcadas, es notable que no sigue las recomendaciones expuestas en la guía de la CNMV. Hace referencia al medio ambiente en otro apartado destinado a la Responsabilidad Corporativa.
Banco Santander	✓	✓	✓	Cumple también con las recomendaciones específicas para el sector bancario incluidas en la guía.
BME	✓	✓	✓	Destacar las explicaciones realizadas de cada uno de los indicadores expuestos.
Duro Felguera	✓	✓	✓	
Iberdrola	✓	✓	✗	1. La información relativa al medioambiente la incluye en el punto 9 reservado para otra información relevante. 2. No especifica nada relativo al personal.
Inditex	✓	✓	✓	
Indra	✗	✗	✓	
Mediaset	✗	✗	✗	En el Informe no se han tenido en cuenta estos apartados.
Mapfre	✓	✓	✓	Detallan informaciones acerca de la evolución del negocio que facilita la comparación entre territorios y tiempo.
Telefónica	✗	✓	✓	No analiza ratios, sino que hace una comparación de los resultados obtenidos en ese ejercicio con los ejercicios anteriores.

CUADRO 5.3. Evolución y resultado de los negocios.

Sin tener en cuenta el orden en el que las sociedades exponen las informaciones en sus informes, este segundo punto está presente en la mayoría de ellos. Sin embargo, se echa de menos en todos comentarios relativos al cálculo e interpretación de los indicadores que presentan.

Los puntos relativos al personal y al medioambiente, en los casos en los que están presentes, la exposición es precisa y se percibe que las entidades tienen claro el objetivo de estos apartados.

En cuanto a los indicadores financieros y no financieros, cuyo fin es la explicación de las causas y consecuencias de las decisiones tomadas proporcionando ejemplos útiles, es uno de los puntos más relevantes del informe, y se ha comprobado que en

siete de los diez informes analizados se siguen las recomendaciones de la guía. Sin embargo, en los informes de Indra, Mediaset y Telefónica este apartado no aparece.

El espacio dedicado a los indicadores tanto financieros como no financieros es muy valorado por los lectores, por lo que es un desacierto el no incluirlo.

Cabe destacar los informes elaborados por Inditex y por el Banco Santander. En el primero, a pesar de no realizar un análisis más en profundidad de ciertos indicadores explicando tanto su cálculo como su interpretación, se expone un resumen útil y sencillo de entender de la evolución del negocio, explicando los resultados que provienen tanto de la matriz como de las entidades filiales. En cuanto al realizado por el Banco Santander, se observa que tiene en cuenta las recomendaciones ofrecidas por la CNMV y realiza un resumen detallado de la evolución del negocio y de cómo se han llegado a las cifras presentes en las Cuentas Anuales con un lenguaje y una exposición claras, lo cual permite la fácil comprensión a todos los lectores, con independencia de si están o no habituados al vocabulario propio de estos documentos.

3. Liquidez y recursos de capital

La liquidez y la solvencia son informaciones que los inversores valoran sea ofrecida por las empresas, ya que gracias a ellas podrán tomar decisiones quizás, de manera más sencilla. También es importante dar a conocer las políticas de endeudamiento a corto y largo plazo.

En cuanto a la liquidez, se espera que en el informe se comuniquen las fuentes mediante las cuales la entidad obtiene liquidez y si existe la posibilidad de utilizar otra fuente en el futuro próximo, la capacidad que posee la sociedad para generar recursos líquidos que permitan seguir con la actividad empresarial, cumplir los objetivos previstos y hacer frente a las obligaciones a corto plazo. En este punto se podía informar acerca del nivel de endeudamiento en el que se encuentra la compañía a cierre del ejercicio.

Otro de los puntos que deben de tratarse en el informe son los recursos de capital y las operaciones fuera de balance. Para estas últimas el tratamiento consiste en analizar y detallar las operaciones de obligaciones contractuales, sin tener en cuenta su fecha de vencimiento, que se espera vayan a producir una salida de recursos líquidos en el futuro. Respecto a los recursos de capital, la sociedad deberá dejar constancia de los acuerdos y compromisos referentes a la obtención de bienes, especificando si las fuentes de financiación son internas o externas. Se deberán de tener en cuenta los posibles riesgos e incertidumbres relativos a las variaciones que puede sufrir la evolución de los recursos de capital.

En el cuadro *5.4 Liquidez y recursos de capital* se podrá comprobar si las sociedades han seguido las recomendaciones de la guía.

Entidad	Liquidez	Recursos de Capital	Op. fuera de Balance	Comentarios
AENA	x	x	x	No especifica dichas informaciones como se recomienda, sin embargo hace pequeños menciones en distintos apartados.
Banco Santander	✓	✓	✓	Se incluye información específica, como por ejemplo: exposición fuentes de recursos disponibles, capacidad para generar flujos líquidos y las cargas asociadas a la posesión de activos líquidos.
BME	✓	✓	x	No incluye estas operaciones o pasivos contingentes porque no existen a fecha de la elaboración del Informe.
Duro Felguera	x	x	x	
Iberdrola	✓	✓	x	Incluye una explicación de la estructura de la deuda que posee.
Inditex	✓	✓	✓	Seguimiento exacto de las recomendaciones de la guía.
Indra	x	x	x	Sólo se hace mención a la estructura del capital.
Mediaset	x	x	x	En el informe sólo hace una pequeña mención a la estructura del capital.
Mapfre	✓	✓	✓	
Telefónica	✓	✓	✓	A pesar de no seguir las recomendaciones, este informe sí ofrece información acerca de la liquidez y los recursos de capital pero de un modo distinto al que se plantea en la guía.

CUADRO 5.4. Liquidez y recursos de capital.

Respecto a este tercer punto del informe, vuelven a destacar de manera positiva los redactados por Banco Santander, Inditex, Mapfre y Telefónica, siguiendo las recomendaciones de la guía y ofreciendo informaciones claras, concisas, útiles y fieles (este último adjetivo se extrae de que han obtenido informes de auditoría favorables, en los cuales se ratifica la concordancia de la información contenida en el informe de gestión con la presente en las cuentas anuales). Sin embargo, los informes elaborados por Indra, Aena, Duro Felguera o Mediaset no incluyen dicho punto, es más, ni siquiera mencionan los elementos que forman este apartado.

Cabe una especial mención el informe de gestión elaborado por Mapfre, puesto es el único en el que se encuentra una exposición amplia de las operaciones fuera de balance y de las operaciones contractuales del grupo. Así como una alusión al elaborado por el Banco Santander, ya que realiza un estudio exhaustivo de la liquidez

(incluyendo su evolución durante el ejercicio 2014 y las previsiones realizadas para el 2015), explicando en todo momento todos los conceptos utilizados.

La importancia no recae en seguir literalmente lo que se propone en la guía, sino en la inclusión de todas las informaciones que se consideran necesarias y útiles para la toma de decisiones. Y, teniendo en cuenta los informes analizados, puede ser este uno de los puntos que cause mayor disparidad entre ellos, puesto que sólo la mitad de las sociedades incluyen estas informaciones, siendo llamativo que la otra mitad no haga referencia a la liquidez y a la solvencia de sus negocios, ya que éstas son aclaraciones valoradas por los lectores.

4. Principales riesgos e incertidumbres

La sociedad al redactar el informe de gestión deberá incluir en este punto, tanto una explicación y valoración de los riesgos a los que se enfrenta junto con las herramientas de gestión que destinan a mitigar los efectos de estos riesgos, como una exposición de las incertidumbres que les preocupen y sus respectivos métodos para paliar sus efectos.

A pesar de ser este uno de los puntos más importantes dentro del informe de gestión, contiene información demandada en otros documentos de carácter obligatorio, como son la Memoria y el Informe Anual de Gobierno Corporativo. Es por ello que, no sólo se permiten las referencias cruzadas, sino que la guía presenta recomendaciones para tratar esta información y evitar innecesarias duplicidades, proponiendo cómo debe abordarse esta información en los documentos obligatorios.

La exposición de los riesgos e incertidumbres a los que hace frente una empresa en un documento de libre acceso para todas las personas, despierta cierta inquietud en las entidades, puesto que consideran que esta información puede ser utilizada en su contra por la competencia. De ahí que este sea uno de los apartados que generan mayores controversias y discrepancias a la hora de comparar los informes de distintas sociedades. Es este uno de los motivos por los que la CNMV en la guía ha sugerido que lo fundamental en este punto sea realizar una exposición detallada tanto de las políticas como de los sistemas, que tienen las empresas para mitigar las consecuencias provocadas por los riesgos o para evitar las pérdidas financieras que pueden ocasionar. Sería recomendable incluir también los resultados de dichas políticas y sistemas puestos en marcha en las entidades.

En el caso del sector bancario (la CNMV ha realizado sugerencias específicas para este sector) se ofrecen recomendaciones determinadas para los riesgos asociados a esta actividad y ayudas especiales acerca de cómo tratarlos en el informe. Esto se debe a que existen riesgos inherentes al mercado bancario, como por ejemplo el *Riesgo País* (es aquel que se contrae como consecuencia de operaciones internacionales) o el *Riesgo soberano* (se deriva de los préstamos contratados entre los bancos y las administraciones públicas).

Los riesgos a los que tiene que hacer frente una sociedad son de distintos tipos y pueden ser consecuencia de diversas circunstancias. En general distinguimos entre:

- Riesgos financieros: se derivan de transacciones que necesitan derechos de cobro u obligaciones de pago y de operaciones llevadas a cabo en los mercados financieros, que pueden tener consecuencias financieras negativas.

- Riesgos operativos: son aquellos que originan pérdidas financieras como consecuencia de errores o deficiencias en la explotación.

A continuación se muestra un esquema de los riesgos con los que suelen combatir las entidades cuyos títulos cotizan en bolsa.

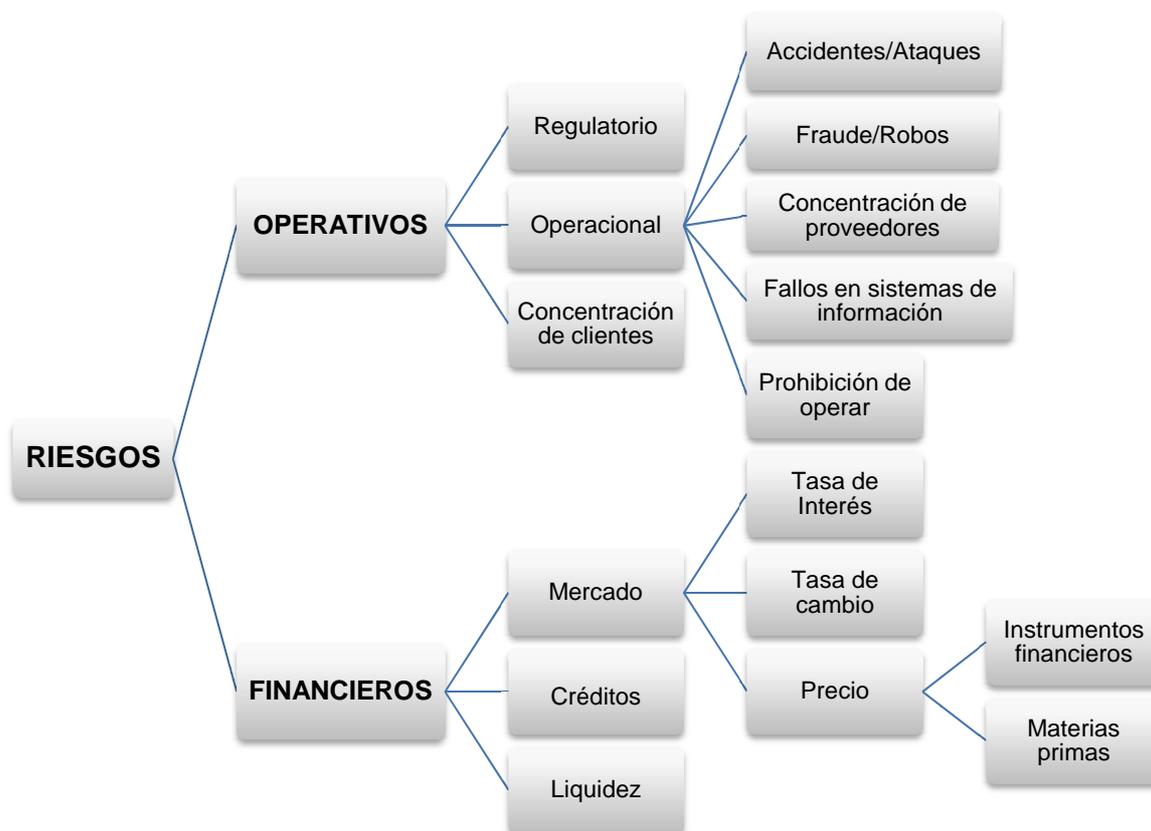


Figura 4: Esquema de los riesgos de las sociedades cotizadas.

Fuente: Gonzalo Angulo y Garvey (2015).

En el cuadro 5.5. *Principales riesgos e incertidumbres* puede observarse qué empresas han tenido en cuenta las recomendaciones ofrecidas por la guía y cuales han preferido exponer dicha información de una manera distinta.

Entidad	Riesgos operativos	Riesgos financieros	Comentarios
AENA	✓	✓	Estudio limitado de los riesgos a los que se enfrenta.
Banco Santander	✓	✓	Exposición amplia de los riesgos como se recomienda pero con referencias cruzadas a las cuentas anuales (es en ellas donde debe hacerse el análisis más exhaustivo en el caso del sector bancario).
BME	✓	✓	Breve pero de gran utilidad exposición de la política de control y gestión de riesgos.
Duro Felguera	✓	✓	
Iberdrola	✓	✓	
Inditex	✓	✓	Clasificación de los riesgos distinta, pero de fácil entendimiento para todos los usuarios de la información.
Indra	✗	✗	Enumeración de los riesgos sin explicación.
Mediaset	✗	✗	No explica los riesgos asociados a su actividad, sin embargo hace referencia a su política de gestión de riesgos explicada en una nota de las cuentas anuales consolidadas.
Mapfre	✓	✓	
Telefónica	✓	✓	Análisis exhaustivo de los riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta el grupo.

CUADRO 5.5. Principales riesgos e incertidumbres.

Como puede observarse en el cuadro 5.5, el ochenta por ciento de las sociedades seleccionadas cumplen tanto con la normativa vigente para la redacción de este informe como con las recomendaciones de la guía para la elaboración del mismo. El estudio de los riesgos a los que se enfrenta la sociedad o grupo societario es valioso y muy conveniente llevarlo a cabo, no sólo para los usuarios de la información sino también para la propia empresa, de modo que pueda gestionar de manera más adecuada su política de riesgos.

Las sociedades que no han tenido en cuenta este apartado en su informe vuelven a ser Indra y Mediaset que, como hemos comprobado en puntos anteriores, sus informes no son los que más se apoyan en la guía de la CNMV.

Destacar el Informe elaborado por el Banco Santander, ya que en este punto no realiza una exposición minuciosa de los riesgos a los que se enfrenta el grupo (añadiendo las políticas y metodologías utilizadas para su control, gestión y

mitigación), sino que lo desarrolla en las cuentas anuales, que es donde debe hacerse. Sin embargo, en este punto incluye una síntesis del modelo de gestión de riesgos que resume lo que puede encontrarse en las notas de las cuentas anuales referentes a este tema.

5. Circunstancias importantes ocurridas tras el cierre del ejercicio

En este punto se detallarán los hechos posteriores ocasionados una vez elaborada la información financiera, es decir, tras el cierre del ejercicio y se expondrán sus consecuencias. En este análisis se deberán incluir las decisiones tomadas a consecuencia de estos hechos así como la actuación de la entidad al respecto.

A continuación, en el cuadro 5.6, se muestra si las sociedades han tenido en cuenta estos hechos posteriores a la hora de elaborar el informe de gestión.

Entidad	Hechos posteriores	Comentarios
AENA	✓	
Banco Santander	✓	
BME	✓	No se han producido acontecimientos posteriores al cierre del ejercicio.
Duro Felguera	✓	
Iberdrola	✓	No los expone, sino que añade una referencia cruzada con la Memoria.
Inditex	✓	No se han producido acontecimientos posteriores al cierre del ejercicio.
Indra	✓	
Mediaset	✓	No se han producido acontecimientos posteriores al cierre del ejercicio.
Mapfre	✗	No hace referencia a este apartado, suponiendo debido a que no se han producido hechos importantes después del cierre del ejercicio.
Telefónica	✓	

CUADRO 5.6. Hechos posteriores.

Este es uno de los puntos que menos controversia parece provocar, puesto que está presente en todos los informes analizados, salvo en el de Mapfre (a pesar de ser ésta sociedad una de las que mejor sigue las recomendaciones ofrecidas por la CNMV).

Los hechos posteriores que se relatan en los informes de gestión son de distinta índole, sin afectar en gran medida a las cifras presentes en las cuentas anuales. Pero teniendo en cuenta que los auditores también realizan una prueba para analizar los acontecimientos que puedan suceder con posterioridad al cierre, está bien su descripción en el informe de gestión para darlos a conocer.

Por ejemplo, en el caso de Indra, se relata la decisión del Consejo de Administración de la Sociedad de nombrar nuevo consejero y presidente del Consejo y

aceptar la dimisión del anterior cargo. Mientras que Aena informa que la salida a Bolsa de la sociedad supuso que la entidad dominante (ENAIRE) pasara a disponer de un 51% de Aena frente al 100% del que disponía anteriormente. O en el caso de Duro Felguera, en este apartado se pretende tranquilizar a los inversores, ya que la entrada en vigor del Convenio Cambiario aprobado por el Gobierno Venezolano (12 de febrero de 2015) mediante el que se permite tanto a personas como a empresas, comprar y vender moneda extranjera con menos restricciones (conocido como Sistema Marginal de Divisas). Informando que, debido a la baja exposición del grupo al bolívar (moneda venezolana), el grupo no verá modificadas sus principales magnitudes.

6. Información sobre la evolución previsible de la entidad

Este apartado forma parte de uno de los objetivos del informe de gestión, informar a los usuarios acerca de cómo se prevé evolucione la sociedad.

Para la redacción de este punto se recomienda que la sociedad tenga en cuenta las informaciones incluidas en los apartados anteriores, ya que se debe informar acerca de la evolución y consecuencias de las decisiones tomadas durante el ejercicio al que se refiere el informe. Deberán incluirse todas aquellas informaciones que se consideren necesarias para realizar estimaciones y valoraciones acerca de la evolución de los negocios, pudiendo prepararse “declaraciones de cautela” a la hora de valorar la información que puedan ocasionar riesgos.

En el cuadro 5.7. *Información sobre la evolución previsible de la sociedad* se muestra si las empresas de la muestra realizada han realizado previsiones acerca de su futuro en su informe de gestión.

Entidad	Evolución de la entidad	Comentarios
AENA	✓	A pesar de ser éste uno de los objetivos del informe, su presencia en éste es escasa.
Banco Santander	✓	
BME	✓	
Duro Felguera	✓	
Iberdrola	✗	No se expone en un apartado en concreto, sino que va haciendo referencia a la previsiones durante todo el Informe.
Inditex	✓	
Indra	✗	Escasa y limitada referencia a las previsiones futuras del negocio.
Mediaset	✓	
Mapfre	✓	Explicación del plan estratégico adecuado y perfectamente entendible.
Telefónica	✓	Explicación muy detallada de dichas situaciones.

CUADRO 5.7. Información sobre la evolución previsible de la sociedad.

Como puede observarse en el cuadro 5.7, la sociedad Iberdrola no ha seguido las recomendaciones de la CNMV. Durante la lectura de su informe de gestión completo

se pueden ir sacando conclusiones acerca de cómo será la evolución del negocio, pero no existe uno o varios apartados en los que se expongan las estimaciones o previsiones que se esperan para el futuro próximo. Lo mismo ocurre en el caso del informe presentado por la sociedad Indra, en el que se realiza un minucioso análisis de los resultados obtenidos durante el ejercicio 2014 y al mismo tiempo se va dejando constancia de breves comentarios acerca de lo que se espera para el próximo año.

El resto de sociedades, con mayor o menor facilidad, exponen en sus informes lo que pretenden y esperan conseguir en un futuro, así como esperan sea su negocio. Este análisis de gran ayuda, tanto para actuales como para futuros inversores, ayuda a la sociedad también a valorar sus actuaciones y a plantearse como deben ser las futuras para conseguir llegar a sus objetivos.

De todos los informes analizados en los que se tiene en cuenta la redacción de este apartado, las previsiones son favorables para el grupo. En todos los casos se estima que los resultados obtenidos el próximo ejercicio serán, al menos, iguales a los conseguidos en el ejercicio recién finalizado. No sólo se prevé mantener las magnitudes sino mejorarlas, ya que se espera una mejora en cada uno de sus sectores. Esto es de extrañar ya que las sociedades seleccionadas pertenecen a sectores muy distintos y, a pesar de que van existiendo poco a poco muestras de que las consecuencias provocadas por la crisis económica y financiera sufrida por España se van mitigando, era cuanto menos, difícil pensar en el año 2014 que todos los sectores de la economía mejorarían notablemente en el próximo ejercicio. Si bien es cierto, que la economía española durante el 2015 y 2016 ha mejorado notablemente y la situación parece ir estabilizándose, aún queda mucho camino por recorrer.

En este caso, vuelve a destacar el informe elaborado por el Banco Santander, no sólo por seguir las recomendaciones (generales y específicas para su sector) de la CNMV, sino por presentar una introducción acerca de cómo se encuentra la economía mundial y cómo podría afectar eso a los negocios bancarios. Además, realiza una distinción entre los mercados maduros y los emergentes, de modo que resulte más fácil de entender a los lectores.

7. Actividad de I+D+i

La información a incluir en este caso será la referente a las actividades de investigación, desarrollo e innovación que lleve a cabo la entidad.

Los encargados de elaborar el informe deberán, no sólo explicar las actividades realizadas, sino también los gastos incurridos para ejecutarlas, los resultados obtenidos y la repercusión que podrán tener en la evolución de la entidad. Esta información variará dependiendo del sector de actividad de la empresa.

Con esta información se pretende que los lectores puedan interpretar no sólo los resultados obtenidos, sino también si la entidad es capaz de seguir generando bienes o servicios competitivos en el mercado. En el cuadro 5.8, se comprueba si las empresas de la muestra han seguido las indicaciones de la guía.

Entidad	I+D+i	Comentarios
AENA	x	
Banco Santander	✓	Exposición detallada acerca de este departamento.
BME	✓	
Duro Felguera	✓	
Iberdrola	✓	
Inditex	✓	Incluye este apartado a pesar de no realizar actividades habituales de I+D+i.
Indra	✓	Ofrece información limitada.
Mediaset	✓	Este grupo no cuenta con un departamento específico de I+D, reconociendo que es uno de sus puntos críticos para el desarrollo.
Mapfre	✓	
Telefónica	x	A pesar de ser un grupo cuya actividad principal se engloba dentro de las telecomunicaciones en la que continuamente se producen avances, en el informe no se hace mención de un departamento de I+D.

CUADRO 5.8. Actividades de I+D+i.

En este caso podemos dividir en tres grupos las sociedades seleccionadas: por un lado estarían aquellas que no incluyen dicha información en el informe, como son Aena y Telefónica. Por otro lado estarían Indra, Inditex, BME y Mediaset, que reservan un escaso espacio para tratar este tema y no ofrecen todos los datos que se requieren. Y por último encontraríamos el resto de las sociedades (Banco Santander, Duro Felguera, Iberdrola y Mapfre), las cuales presentan los proyectos que han llevado a cabo en este campo de I+D, especificando los resultados obtenidos y qué parte del gasto han destinado.

Respecto a lo anterior, es llamativo que empresas como Telefónica o Mediaset, consolidadas en el mercado de las telecomunicaciones, que es uno en los que más avances se producen, no le den mayor importancia a este tema.

En la sociedad actual, los temas relacionados con la investigación y el desarrollo son muy importantes, debería de ser una prioridad estratégica para las empresas ya que es el motor principal para el crecimiento y la competitividad. En un mundo donde todo está inventado, las empresas necesitan destacar de algún modo y, estando en la era digital, la innovación es una de las claves para ello.

8. Adquisiciones y enajenaciones de acciones propias

Las operaciones con acciones propias están reguladas en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Las adquisiciones de acciones propias consiguen devolver al accionista el valor nominal de las acciones más unas reservas (variables dependiendo del precio acordado) y dotar de mayor flexibilidad el capital social. Pero también pueden formar parte de una estrategia de la entidad por la que se vean

afectados los intereses de los accionistas. Es información que debe tratarse con sumo cuidado.

Esta sección del informe de gestión está regulada en la Ley de Sociedades de Capital, formando parte del contenido mínimo que expone como necesario, a pesar de ser información que también deber estar recogida en las cuentas anuales (en este caso son necesarias referencias cruzadas entre los documentos).

En el informe de gestión se deben de incluir los datos económicos a los que se han llegado a través de estas operaciones y explicar cómo se han llevado a cabo los acuerdos, las consecuencias, tanto favorables o no, que han tenido y la previsión de las que podrán tener en un futuro próximo.

Si las sociedades seleccionadas han llevado a cabo estas directrices puede comprobarse en el cuadro 5.9. *Acciones propias* que se muestra a continuación.

Entidad	Acciones propias	Comentarios
AENA	x	
Banco Santander	✓	
BME	✓	
Duro Felguera	✓	
Iberdrola	✓	Breve explicación de la estrategia para la adquisición de acciones propias acordada en una Junta General de Accionistas.
Inditex	✓	Exposición del plan de incentivo a largo plazo de acciones acordado en Junta General de Accionistas.
Indra	✓	
Mediaset	✓	En el informe se incluye este apartado pero sólo se especifica el valor nominal de las acciones así como el porcentaje que representan del capital social. Por tanto no cumple con las recomendaciones de la CNMV.
Mapfre	✓	Menciona que estas operaciones se hacen de acuerdo al Código de Buen Gobierno.
Telefónica	✓	A destacar: incluye información comparativa de otros ejercicios precedentes.

CUADRO 5.9. Acciones propias.

A pesar de ser información mínima que deben de contener tanto el informe de gestión como las cuentas anuales, la sociedad Aena vuelve a destacar, pues dicho apartado no consta dentro de su informe y las acciones propias no son nombradas en ningún otro punto. Debido a la actuación limitada que deben de ejercer los auditores de cuentas y al no encontrarse dentro de sus funciones la de dejar constancia de la falta de información, en el informe de auditoría tampoco se refleja este hecho. Este puede ser uno de los errores más relevantes en los informes de gestión, puesto que es una información muy valorado por los inversores, debido a que les puede afectar tanto de un modo positivo como negativo, como se ha explicado anteriormente.

En el resto de los informes de gestión analizados, si se han explicado las acciones llevadas a cabo con las acciones propias junto con su valoración a cierre del ejercicio y qué porcentaje del capital social representan, en algunos casos siendo este punto más escueto que en otros. Se ha comprobado que todas las adquisiciones de acciones propias efectuadas durante el ejercicio 2014 por las sociedades analizadas no superan el 10% del capital social, que es la cifra mínima permitida por ley.

En este caso vuelve a destacar la exposición que realizan las sociedades que en todo momento han venido siguiendo las recomendaciones de la guía, como son el Banco Santander, Mapfre y Telefónica. En todas ellas se ha explicado la política de autocartera que siguen, las adquisiciones y enajenaciones llevadas a cabo y aprobadas por el Consejo de Administración, las consecuencias que han ocasionado dichas operaciones y la cuantificación a cierre del ejercicio de las acciones. En todos los casos se añaden las referencias necesarias donde puede encontrarse estas informaciones ampliadas, que se encuentran en las Cuentas Anuales y en el Informe Anual de Gobierno Corporativo.

9. Otra información relevante

En este apartado se incluirán aquellas informaciones que se consideran importantes o relevantes en la toma de decisiones o que cumplen con los requisitos necesarios para formar parte del contenido del Informe de Gestión, pero que no tienen cabida en los epígrafes anteriormente expuestos. Destacan los siguientes aspectos a tener en cuenta:

- Información bursátil: apartado mediante el cual tanto el inversor potencial como el que ya lo es, debe ser capaz de comprender el comportamiento y la evolución de la sociedad en el mercado de valores. Para ello la entidad podrá ayudarse de indicadores financieros, que deberá de manejar como en el apartado 2.

- Política de dividendos: los administradores de la sociedad deberán de explicar el modo en el que se reparten los dividendos, en qué momento, los efectos que esto tiene dentro de la empresa así como si es posible que esta manera de actuar perdure en el tiempo. Esta es una información muy útil para los inversores, debido a que son ellos quienes recibirán los dividendos.

- Gestión de la calificación crediticia: es la que permite conocer el riesgo de invertir en cierta deuda y comprobar la capacidad de una entidad para hacer frente a su deuda. Es más conocida como *Rating*. Es importante la comunicación de estos datos en el informe de gestión, en el que se deberán de expresar también la evolución del rating durante el ejercicio y las ideas que tienen la sociedad para mejorarlo en el futuro.

- Otra información: en este punto se deberán incluir todas aquellas informaciones que no se han tenido en cuenta en todos los apartados anteriores del informe pero que se consideren relevantes para la toma de decisiones.

En el cuadro 5.10. *Otra información relevante* se analiza si las sociedades seleccionadas han tenido en cuenta las recomendaciones ofrecidas por la guía de la CNMV en este ámbito.

Entidad	Inf. Bursátil	Política de dividendos	Rating	Comentarios
AENA	x	x	x	
Banco Santander	✓	✓	✓	Incluye información adicional: explicación de su red de sucursales.
BME	✓	✓	x	Se añade información adicional sobre los períodos medios de pago, como se exige en la Ley 15/2012, de 5 de julio. ¹⁰
Duro Felguera	✓	✓	x	Se añade información adicional sobre los períodos medios de pago, como se exige en la Ley 15/2012, de 5 de julio.
Iberdrola	✓	x	✓	La información bursátil está incluida en el punto 8 de este informe referido a las operaciones con acciones propias. El Rating lo incluye en el punto 3 de Liquidez y Recursos de capital. *En este informe se añade un apartado adicional relativo a la Regulación sectorial y funcionamiento del sistema eléctrico y gasista, propio de su actividad.
Inditex	✓	✓	x	Se añade información adicional sobre los períodos medios de pago, como se exige en la Ley 15/2012, de 5 de julio.
Indra	x	✓	x	No expone su política de dividendos, sino que expone la cuantía a la que ascendieron las retribuciones a los accionistas en el ejercicio 2014.
Mediaset	x	x	x	No explica su política de dividendos, sólo especifica el motivo del no reparto de los mismos en el ejercicio.
Mapfre	✓	✓	✓	Se incluye información adicional acerca de la contribución económica que la sociedad realiza a favor de la sociedad a través de su actividad empresarial.
Telefónica	x	✓	✓	Esta información está contenida dentro del apartado de Liquidez y recursos de capital.

CUADRO 5.10. Otra información relevante.

¹⁰ Ley 15/2012, de 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

En líneas generales, la mayoría de las sociedades analizadas incluyen esta información, salvo Aena y Mediaset, que a lo largo de este estudio se ha podido comprobar cómo sus informes de gestión no se basan en la guía de la CNMV.

Probablemente este apartado sea el más heterogéneo de todos, ya que en él se incluyen todas las informaciones que no se han tenido en cuenta en los demás puntos del informe y por ello hacen que su comparación sea más complicada. De todos modos, tanto la información bursátil como la política de dividendos parece ser que las sociedades tienen muy claro de son temas que deben abordarse en este informe, pues son asuntos de gran importancia para los inversores.

Sin embargo el rating, mediante el cual una sociedad puede comprobar la capacidad que tiene para hacer frente a su deuda, es una cuestión muy relevante de analizar tanto para la propia sociedad como para los usuarios de esta información, no es un tema que las sociedades hayan tratado en sus informes de gestión con destreza y de forma extensa, sino todo lo contrario.

6. CONCLUSIONES.

El Informe de Gestión acompaña a las Cuentas Anuales y en él se exponen las causas y consecuencias que han ocasionado las magnitudes resultantes presentes en las cuentas así como información no contenida en ellas. El informe debe contener información pormenorizada y fiel acerca de la evolución de los negocios y la situación de la sociedad, más una declaración de las oportunidades, riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta la sociedad. Con todo ello, se pretende que los usuarios de dicha información sean capaces de conocer la evolución pasada y las previsiones futuras de la compañía desde el punto de vista de los administradores de la sociedad, que son quienes elaboran el informe, con el objetivo de facilitar su toma de decisiones de inversión.

Con el presente trabajo se ha pretendido entender mejor qué es y cómo debe ser un Informe de Gestión, para lo cual se ha estudiado la normativa vigente relativa a dicho documento y analizado diez informes de gestión consolidados elaborados por sociedades cotizadas en el Ibex 35 de distintos sectores de actividad, tomando como base la *Guía para la elaboración del Informe de Gestión de las entidades cotizadas* elaborada por la CNMV.

El inicio de este informe tuvo lugar con la aparición de la Cuarta Directiva del Consejo Europeo de 1978, momento a partir del cual, con el resto de directivas comunitarias y normativas nacionales, ha ido completándose su contenido y su labor principal. A pesar de ello y, como se ha ido comentando a lo largo de este trabajo, es un documento poco regularizado, lo que provoca la gran disparidad existente entre los informes de gestión. Para solventar dicho problema la CNMV en 2010 decidió elaborar la guía mencionada anteriormente, de carácter voluntario, con el fin de ofrecer a las sociedades recomendaciones y sugerencias para elaborar informes más completos y eficaces. Propone, además, consejos para solventar el problema de las posibles duplicidades existentes en las informaciones ofrecidas por las empresas en las Cuentas Anuales, el Informe de Gestión y el Informe de Gobierno Corporativo. En la guía se resuelve este problema dejando para el informe de gestión la información relativa a la estrategia y planificación propia de la entidad, dejando para los demás documentos el asunto de las acciones y la explicación de los resultados obtenidos.

Mediante el estudio empírico de los informes de gestión de las diez sociedades cotizadas seleccionadas se ha podido comprobar cómo varias de estas sociedades han seguido las recomendaciones ofrecidas por la CNMV, entre las que destacan el Banco Santander, Mapfre, BME, Inditex y Duro Felguera. De entre ellas se merece mención especial el Banco Santander, pues se ha apoyado también en las sugerencias que la guía ofrece para el sector bancario en especial.

Se podría decir que los informes de gestión de las entidades mencionadas son homogéneos, lo cual permite su comparabilidad, facilitando de este modo estudios similares al realizado en este trabajo. Si bien es cierto que no en todos está presente la totalidad del contenido expuesto en la guía, lo cual no debe considerarse como una falta, pues esto atiende al principio de importancia relativa. De dicho principio se extrae la posibilidad de suprimir un apartado cuando este no sea relevante, puesto que no

todas las sociedades poseen las mismas características y, por tanto, su tratamiento ha de ser distinto.

Por el contrario, entidades como Indra, Mediaset o Iberdrola en sus informes de gestión dejan constancia de no haber seguido las sugerencias brindadas por la CNMV. Pero destacando sobre todo el caso de Aena, la cual ha elaborado un informe muy dispar, no sólo al resto de sociedades, sino también a lo que se plantea en la guía. Ha sido muy notable en este caso, al igual que en el del grupo Indra, puesto que en ambos se realiza un exhaustivo análisis de los resultados obtenidos y dejando en un segundo plano el estudio de riesgos e incertidumbres así como la evolución previsible del grupo, siendo estos principios clave del informe de gestión.

En definitiva, hay sociedades que presentan informes muy detallados mientras que otras los elaboran de modo más escueto y, esta ausencia de calidad de la información provoca la dificultad a la hora de tomar decisiones por parte de los inversores. Esta falta de similitudes y homogeneidad en los informes de gestión ocasiona que sea necesario desarrollar un proceso de estandarización adecuado, como el que se ha llevado a cabo para el resto de documentos que deben presentar las compañías. Sin embargo, todos tienen una característica común: la exposición de los resultados resulta difícil de entender, utilizando vocabulario y tecnicismos que no todos los lectores serán capaces de comprender.

Esta necesidad de estandarización nos lleva también al escaso papel que juegan los auditores respecto al informe de gestión, el cual no se audita. La labor del auditor se limita a la comprobación de que el contenido de éste sea concordante con lo expuesto en las Cuentas Anuales, sin ofrecer una opinión del mismo. Esto puede suponer un problema para los usuarios de la información, puesto que los documentos que sufren la verificación de un tercero ajeno a la entidad, adquieren mayor relevancia y fiabilidad. Es por ello que, en la guía emitida por la CNMV, se propone que las corporaciones de auditores elaboren un manual de actuación para que sus miembros puedan emitir un informe adicional relativo al informe de gestión, de modo que éste consiga ser más fiable a ojos de sus usuarios, ya que la información financiera siempre tendrá mayor valor auditada.

Cabe mencionar, por su particularidad, el estudio realizado por Óscar Suárez Fernández acerca de la neutralidad de la información contenida en el Informe de Gestión de las sociedades cotizadas españolas (2016). Cuyo resultado es llamativo, puesto se observa que las entidades al elaborar la información, desean construir y proyectar una determinada imagen, atribuyendo las malas noticias a factores externos a ellas, mientras que las positivas se las atribuyen a sí mismos. Recomienda a los lectores ser cautos en cuanto a la interpretación de la información financiera elaborada por las sociedades, debido a la subjetividad de ésta.

Por último, para conseguir la objetividad, fiabilidad y utilidad deseada en el Informe de Gestión, es necesario mejorar ciertos aspectos, tanto por parte de las propias empresas como por parte de los reguladores. Es decir, es necesario llevar a cabo un proceso de estandarización, elaborar un manual de buenas prácticas más exhaustivo que la guía presentada por la CNMV, aumentar las funciones de los

auditores frente a este documento y concienciar a las sociedades de la necesidad de ofrecer información de calidad y más comprensible.

7. BIBLIOGRAFÍA.

LEGISLACIÓN:

REAL DECRETO 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (B.O.E. nº 278, de 20 de noviembre).

REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, de 2 de julio por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (B.O.E. nº 161, de 3 de julio).

REAL DECRETO de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (B.O.E: nº 289, de 16 de octubre).

REAL DECRETO LEGISLATIVO 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (B.O.E.: nº 310, de 27 de diciembre).

ORDEN ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores (B.O.E. nº 71, de 23 de marzo de 2013).

LEY 12/2010, de 30 de Junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de Julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de Diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria (2010).(B.O.E. nº 159, de 1 de julio).

REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2011, de 1 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas (B.O.E. nº 157, de 2 de julio).

NORMA INTERNACIONAL DE AUDITORÍA (NIA-ES) 700: Formación de la opinión y emisión del Informe de Auditoría sobre los Estados Financieros. (Adaptada mediante Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, de 15 de octubre de 2013).

NORMA INTERNACIONAL DE AUDITORÍA (NIA-ES) 720: Responsabilidad del auditor con respecto a otra información incluida en los documentos que contienen los Estados Financieros Auditados. (Adaptada mediante Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, de 15 de octubre de 2013).

UNIÓN EUROPEA (EU): Cuarta Directiva del Consejo, de 25 de julio de 1978 (78/660/CEE). (DO número L222 de 14 de agosto).

UNIÓN EUROPEA (EU): Séptima Directiva del Consejo, de 13 de junio de 1983 (83/349/CEE). (DO número L193 de 18 de julio).

UNIÓN EUROPEA (EU): Directiva 2001/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de septiembre de 2001 por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 86/635/CEE en lo que se refiere a las normas de

valoración aplicables en las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad, así como de los bancos y otras entidades financieras.

UNIÓN EUROPEA (EU): Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2003 por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE del Consejo sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros.

UNIÓN EUROPEA (EU): Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004 sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

UNIÓN EUROPEA (EU): Directiva 2006/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 por la que se modifican las Directivas del Consejo 78/660/CEE relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas, 86/635/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos y otras entidades financieras y 91/674/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros.

UNIÓN EUROPEA (EU): Directiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo.

UNIÓN EUROPEA (EU): 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.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

BANEGAS OCHOVO, R.; MANZANEQUE LIZANO, M. y PRIEGO DE LA CRUZ, A.M. (2013): “Informe anual de gobierno corporativo como fuente de transparencia empresarial. Especial referencia a las empresas cotizadas españolas”. *Revista de Contabilidad y Dirección* (vol. 16, pp.29-62).

GONZALO ANGULO, J.A. y GARVEY, A.M. (2015): “El Informe de gestión: validez y perspectivas (referencias a los últimos desarrollos: CNMV, UE e Informe Integrado)”. *Revista de Contabilidad y Dirección* (vol. 20, pp.21-63).

GONZALO ANGULO, J.A. (2012): “¿Estandarizar el Informe de Gestión?”. *XV Encuentro AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas) Portugal, Septiembre 2012.*

LARRIBA DIAZ-ZORITA, A. (1990): “La memoria y el informe de Gestión en nuestra legislación mercantil”. *Revista técnica del Instituto de Auditores y censores jurados de cuentas de España* (vol.22, pp. 4-14).

RIVERO TORRE, P. (2005): “Responsabilidad Social y Gobierno Corporativo: Información y transparencia”, *Revista Asturiana de Economía* (Vol. 34, pp. 9-29).

SAITUA, A., MOYA, S. y VÁZQUEZ, I. (2015): “Informe de gestión de empresas cotizadas. Valoración y crítica de la Guía de la CNMV y propuesta para analizar la información divulgada”, *Revista de Dirección y Administración de empresas* (vol. 22, pp. 46-64).

SUÁREZ FERNÁNDEZ, O. (2016): “¿Es neutral la información sobre resultados?”. *Revista de contabilidad (Spanish Accounting Review)* (vol.19, pp. 204-2015).

PÁGINAS WEB CONSULTADAS:

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV (2003): COMISIÓN ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS. Informe Aldama. Disponible en: <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV (2010): Control Interno sobre la información financiera en las entidades cotizadas. Disponible en: http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/grupo/control_interno_sciifc.pdf

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV (2013): Guía para la elaboración del Informe de Gestión en las entidades cotizadas, elaborado por el grupo de trabajo presidido por José A. Gonzalo Angulo. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/Guia_Gral.pdf

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV (2015): Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas. Febrero. Disponible en: http://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/codigogov/codigo_buen_gobierno.pdf

“INFORME DE GESTIÓN DE BANCO SANTANDER, 2014”. Disponible en: http://www.santander.com/csgs/StaticBS?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=applD&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3Bfilename%3D152%5C195%5CInf.+Audit+y+cuentas+2014+SPA+ACCE_.pdf&blobheadervalue3=santander.wc.CFWCSancomQP01&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1278707206270&ssbinary=true

“INFORME DE GESTIÓN DE TELEFÓNICA, 2014”. Disponible en: https://www.telefonica.com/documents/162467/250278/cuentas_anuales_consolidadas_2014.pdf

“INFORME DE GESTIÓN DE MEDIASET, 2014”. Disponible en: http://servicios.telecinco.es/inversores/MEDIASET_INFORME_2014/INFORME_ESP/Cuentas_anuales_consolidadas/MEDIASET_Cuentas_consolidadas_2014.pdf

“INFORME DE GESTIÓN DE IBERDROLA, 2014”. Disponible en: http://www.iberdrola.es/webibd/gc/prod/es/doc/IA_CuentasAnualesConsolidadas2014.pdf

“INFORME DE GESTIÓN DE INDITEX, 2014”. Disponible en: <https://www.inditex.com/documents/10279/144074/cuentas+anuales+consolidadas+del+grupo+2013.pdf/b8a22f19-4589-412d-9a6d-52c5a1696ff6>

“INFORME DE GESTIÓN DE INDRA, 2014”. Disponible en: http://www.indracompany.com/sites/default/files/06_indra_informe_anual_de_gobierno_corporativo_es_0_0.pdf

“INFORME DE GESTIÓN DE BME, 2014”. Disponible en: https://www.bolsasymercados.es/docs/inf_legal/esp/economico/2014/BME_IA_2014_esp_cap06.pdf

“INFORME DE GESTIÓN DE MAPFRE, 2014”. Disponible en: https://www.mapfre.com/corporativo-es/images/cuentas-anuales-e-informe-de-gestion-consolidados-unidades-de-negocio_tcm884-139068.pdf

“INFORME DE GESTIÓN DE AENA, 2014”. Disponible en: <http://www.aena.es/csee/Satellite/Accionistas/es/Page/1237568534911/1237568522644/Auditorias-y-cuentas-anuales.html?other=2014>

“INFORME DE GESTIÓN DE DURO FELGUERA, 2014”. Disponible en: http://www.dfdurofelguera.com/recursos/doc/area_del_inversor/informacion_financiera/cuentas_anuales_auditadas/2014/43584_2722722015194354.pdf