

La normalización del informe de gestión mediante guías basadas en principios y características cualitativas

Management Report's standardisation through principle-based and qualitative characteristics guides

Dra. Eva M^a IBÁÑEZ JIMÉNEZ
Universidad Nacional de
Educación a Distancia (UNED)

Resumen: Las guías internacionales para la elaboración del informe de gestión coinciden en otorgar mayor importancia a la aplicación de una serie de principios de transparencia metodológica que a la determinación de los elementos que configuran su contenido, en orden a garantizar la relevancia y fiabilidad de la información que ofrece. Este artículo analiza la adaptación de los objetivos, principios y características cualitativas propios del marco conceptual de la información financiera al informe de gestión, según las principales guías para la elaboración de dicho informe, en diferentes jurisdicciones. Adicionalmente se señalan las tendencias actuales en información narrativa, esto es, los contenidos que están experimentando un mayor desarrollo o normalización en las actualizaciones recientes de las guías.

Abstract: The international guides for the management report are in agreement on prioritizing of a series of methodological transparency principles over the selection of its elements, so as to ensure the relevance and trustworthiness of the supplied information. This article analyzes the adaptation of the objectives, principles and qualitative characteristics of the conceptual framework for financial reporting, to the particular case of the management report, according to the international guides. In addition, current trends in narrative reporting are herein outlined, emphasizing the contents with a major level of development or standardisation in recent versions of such guides.

Palabras clave: informe de gestión; información narrativa; información no financiera; guía basada en principios; características cualitativas; marco conceptual.

Keywords: management report; narrative reporting; non financial information; principle-based guide; qualitative characteristics; conceptual framework.

Sumario

I. Introducción.

II. Los usuarios del informe de gestión.

III. Objetivos, principios y características cualitativas para la elaboración del informe de gestión.

3.1. Objetivos.

3.2. Principios.

3.3. Características cualitativas.

IV. Contenidos.

Naturaleza del negocio.

1.1. Estrategia y objetivos.

1.2. Factores e indicadores clave: recursos, riesgos y relaciones.

1.3. Análisis financiero.

V. Conclusiones.

VI. Bibliografía.

VII. Legislación.

Recibido: octubre 2016.

Aceptado: diciembre 2016.

I. INTRODUCCIÓN

Inversores, reguladores y otros agentes demandan transparencia de las compañías. Desean conocer su modelo de negocio y los procesos de creación de valor que les permiten generar resultados. Por ello, el informe de gestión (IG, en adelante) se ha convertido desde comienzos del siglo XXI en el principal vehículo de comunicación adicional a los estados financieros, al divulgar información de carácter estratégico, tanto financiera como no financiera. Este documento proporciona a las compañías la flexibilidad necesaria para ofrecer explicaciones cualitativas y métricas útiles para los inversores, al margen de la normativa contable que rige la elaboración de las cuentas.

El IG facilita a los proveedores de capital, actuales y potenciales, información relevante para sus decisiones de inversión, y brinda la oportunidad de contemplar la compañía desde el punto de vista de los gestores, mediante un análisis del negocio tanto a corto como a largo plazo, de carácter histórico y prospectivo. Junto a los estados financieros, los administradores pueden comunicar a través del IG si han gestionado adecuadamente los recursos que les han encomendado, si han progresado en el logro de los objetivos estratégicos fijados, y, en definitiva, cómo la entidad ha creado valor y cómo planean que siga haciéndolo.

El contenido mínimo del IG se encuentra regulado tanto por las normas mercantiles como por la legislación del mercado de valores de las diferentes jurisdicciones. A raíz de los escándalos financieros que tuvieron lugar en 2001 y 2002 en Estados Unidos, la regulación del IG y la emisión de las guías voluntarias para su elaboración se intensificó en respuesta a la creciente demanda de transparencia informativa, especialmente en el caso de las sociedades de mayor tamaño. Otras causas que propiciaron la proliferación de las guías se encuentran en el incremento del volumen de información disponible a través de las páginas web de las sociedades y otros medios de comunicación, la adopción de las NIC/NIIF¹, que propició el aumento del contenido la memoria y del informe

¹ Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

anual en general, y el desarrollo de la regulación del Gobierno corporativo, vinculada a la del IG en la normativa comunitaria.

En Europa, sucesivas directivas han desarrollado el contenido mínimo obligatorio del IG². Destaca el esfuerzo del legislador británico por ampliar el contenido que se exige al IG, en particular de las sociedades cotizadas (Companies Act, Regulations 2005 and 2013). Fuera de Europa, ya desde los años ochenta, los reguladores de los mercados de valores estadounidense y canadiense (SEC³ y CSA⁴, respectivamente), han liderado la estandarización del IG.

La singularidad del IG radica en que, para cumplir su objetivo de mostrar la gestión realizada y prevista, los administradores pueden aportar voluntariamente los datos que consideren oportunos en dicho informe. Es por ello que diferentes organismos internacionales emisores de normas contables y los reguladores de los mercados de valores, vienen publicando *guías para su elaboración*, cuya aplicación es de *carácter voluntario* (ASB 2006⁵, CICA 2002⁶, CA 2009⁷, CNMV 2013⁸, CPA, 2014⁹, FRC, 2014¹⁰, IASB, 2005¹¹, 2009¹² y 2010¹³, IOSCO 2003¹⁴ y SEC 2003¹⁵).

² Directiva 2003/51/CE; Dir. 2004/25/CE; Dir. 2004/109/CE, Dir. 2006/46/CE, Dir. 2013/34/UE y Dir. 2014/95/UE. En la normativa comunitaria el IG adopta la denominación *Management Report*.

³ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Regulation S-K, Item 303: Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, 1982.

⁴ CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA), *National Instrument (NI) 51-102, Continuous Disclosure Obligations: Management Discussion & Analysis (Form 51-102F1)*, 2004 (actualizada en 2007).

⁵ ACCOUNTING STANDARDS BOARD (ASB), *Reporting Statement: Operating and Financial Review*, 2006.

⁶ CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (CICA), *Management's Discussion and Analysis: Guidance on Preparation and Disclosure*, 2002.

⁷ CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (CA), *Management's Discussion and Analysis: Guidance on Preparation and Disclosure. Comprehensive revision*, 2009.

⁸ COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *Guía para la elaboración del informe de gestión de las sociedades cotizadas*, 2013.

⁹ CHARTERED PROFESSIONAL ACCOUNTANTS OF CANADA (CPA), *Management's Discussion and Analysis - Guidance on preparation and disclosure*, 2014.

¹⁰ FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC), *Guidance on the Strategic Report*, 2014.

¹¹ INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *Management Commentary, Discussion paper*, 2005.

¹² INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *Management Commentary, Exposure Draft ED/2009/6*, 2009.

¹³ INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *Management Commentary, IFRS Practice Statement*, 2010.

¹⁴ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), *General Principles Regarding Disclosure of Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, 2003.

Las guías consisten en un conjunto de *principios y características cualitativas*, así como en unos contenidos orientativos básicos, antes que en una lista cerrada de elementos, por lo que se suele afirmar que se trata de guías *basadas en principios*¹⁶. Difunden las mejores prácticas informativas para la elaboración del IG, facilitando a los administradores de las sociedades cotizadas la aplicación de la regulación, si bien sus principios pueden aplicarse a sociedades de menor tamaño. La normalización del IG a través de las guías ayuda a los gestores a sistematizar y seleccionar en un solo documento aquella información realmente clave para que los usuarios puedan conocer la marcha del negocio, y, consecuentemente, permite cierto grado de comparabilidad entre los informes de la misma empresa o, incluso, de diferentes empresas.

En este apartado se identifican los principios y contenidos comunes a las guías internacionales sobre el IG del IASB, CNMV, SEC (Estados Unidos), CPA (Canadá) y FRC (Reino Unido), que se relacionan en el Cuadro 1. No obstante, también se han consultado las versiones previas de las mismas. Como se puede apreciar en el Cuadro 1, el IG presenta diversas denominaciones.

Cuadro 1. Las guías internacionales sobre el Informe de gestión	
	CNMV, COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, <i>Guía para la elaboración del informe de gestión de las entidades cotizadas</i> , 2013.
	IASB, INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD, <i>Management Commentary (MC)</i> , <i>IFRS Practice Statement</i> , 2010.
	REINO UNIDO, FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC), <i>Guidance on the Strategic Report</i> , 2014.
	ESTADOS UNIDOS, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), <i>Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations (MD&A)</i> , 2003.
	CHARTERED PROFESSIONAL ACCOUNTANTS OF CANADA (CPA Canada), <i>Management's Discussion and Analysis-Guidance on Preparation and Disclosure</i> , 2014.
Fuente: elaboración propia	

¹⁵ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, september* (release nº 33-8350; 34-48960; FR-72), 2003.

¹⁶ CNMV 2013, 16; CPA 2014, 4; FRC 2014, 3; IASB 2010, IN5.

La primera versión de la guía británica sobre el IG se publicó en 1993 (entonces denominado *Operating and Financial Review*, OFR), y, en 2002, la primera versión de la guía canadiense. En Estados Unidos la SEC había regulado profusamente el IG (*Management's Discussion and Analysis*, MD&A) desde los años ochenta, como un documento independiente que acompaña a los estados financieros. Por ello, la guía estadounidense se concibió en 2003 como una interpretación de la normativa y no es tan extensa como la de otros países.

El estándar del IASB (*Management Commentary, IFRS Practice Statement*) se emitió en 2010, tras un proceso de consulta que comenzó con la emisión un primer borrador en 2005 y de un segundo en 2009. Preparado para las empresas que elaboran sus cuentas de acuerdo con las NIC/NIIF, constituye un marco general y flexible de principios y contenidos, pero no se impone su adopción como un requisito obligatorio para lograr la presentación de los estados financieros de conformidad con las NIIF¹⁷.

II. LOS USUARIOS DEL INFORME DE GESTIÓN

El modelo legal vigente en la UE requiere mostrar en el IG, individual o consolidado, ciertos datos sobre medioambiente y personal¹⁸. En España, el artículo 262 de la Ley de Sociedades de Capital¹⁹ indica que el IG debe explicar la evolución de los negocios y la situación de la sociedad mediante un *análisis* equilibrado de la situación y resultados de los negocios que “incluirá tanto indicadores clave financieros como, cuando proceda, de carácter no financiero, que sean pertinentes respecto de la actividad empresarial concreta, incluida información sobre cuestiones relativas al medio ambiente y al personal”.

Además, en el caso de las grandes empresas calificadas como Entidades de Interés Público²⁰ (EIP), la Directiva 2014/95/UE²¹ requiere un *estado no financiero* relativo al ámbito de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) que incluya una breve descripción del modelo de negocio de la empresa, así como las políticas medioambientales, laborales, sociales, sobre las comunidades

¹⁷ IASB 2010, IN1, 2, 5 y BC2 y 12.

¹⁸ DIRECTIVA 2013/34/UE, arts. 19 y 29.

¹⁹ REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

²⁰ Se trata, esencialmente, de aquellas entidades cotizadas en mercados secundarios oficiales de valores o en el mercado alternativo bursátil pertenecientes al segmento de empresas en expansión, las entidades de crédito y las entidades aseguradoras, v. art. 3.5, Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

²¹ Art. 19 bis.

locales y los derechos humanos aplicadas, su gestión, resultados, indicadores clave y riesgos asociados²².

En consecuencia, podríamos identificar los usuarios del IG con los de las memorias de sostenibilidad, esto es, todos los denominados “grupos de interés” (*stakeholders* o *partes interesadas*) con los que la entidad se relaciona (empleados, clientes, proveedores, agencias de rating, prestamistas, competidores, administraciones públicas, la comunidad local, etc.). Pero el IASB considera que el IG, a pesar de comprender “otra información” o “información no financiera”, queda dentro del alcance del *marco conceptual de la información financiera*, con la que comparte objetivos y usuarios: los proveedores de capital (inversores y prestamistas) de las sociedades cotizadas que recurren al ahorro público para financiarse²³ (véase Cuadro 2).

Esta posición se admite en las guías para la elaboración del IG, que señalan a los proveedores de capital como el grupo principal de usuarios a quienes va dirigido el informe, sin perjuicio de que al elaborarlo puedan considerar las demandas informativas de un grupo más amplio de usuarios. Así, las últimas regulaciones del IG en la UE, y anteriormente en el Reino Unido, ponen de manifiesto la notable influencia de la información social y medioambiental sobre el contenido de dicho informe.

La guía británica sobre el IG advierte de la estrecha relación que puede existir entre las políticas medioambientales y sociales y la gestión de la entidad, dependiendo además del sector empresarial particular. Dado que los factores sociales y medioambientales pueden representar un riesgo o una ventaja competitiva clave para la compañía, la información sobre esos asuntos, cuando sea relevante para el cumplimiento de la estrategia, debe detallarse, bien en una sección específica del IG sobre RSC, o bien a lo largo de su análisis²⁴. En concreto, la guía española solicita que se expliquen: los objetivos, estrategia, planes de actuación y riesgos asumidos en cada una de las áreas, las actuaciones llevadas a cabo y los indicadores sociales y medioambientales sobre los resultados de la gestión realizada, la comparación con otros periodos o con los objetivos a alcanzar, y los planes y compromisos futuros, así como la probabilidad de que se lleven a cabo satisfactoriamente²⁵.

²² En el Reino Unido dicha información ya era obligatoria para todas las sociedades cotizadas desde el ejercicio cerrado en 2008, v. COMPANIES ACT 1985, *Regulations 2005, Operating and Financial Review and Directors' Report* (Statutory Instrument 2005, N° 1011, SI 2005/1011), Part 3, Schedule 7ZA.

²³ IASB 2010, IN4, 8, y BC22-25; IASB 2015, 23.

²⁴ FRC 2014, 24-25.

²⁵ CNMV 2013, 22.

Cuadro 2. Objetivos y usuarios de la información financiera y de la información sobre RSC		
	INFORMACIÓN FINANCIERA Cuentas anuales e Informe de gestión	INFORMACIÓN SOBRE RSC Memoria de RSC
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"> • Proporcionar información útil en la toma de decisiones de inversión. • Permitir establecer perspectivas sobre los flujos de caja que esperan recibir los inversores. • Mostrar la gestión (recursos y resultados) realizada y prevista, responsabilidad de los administradores. 	<ul style="list-style-type: none"> • Conocer si la actividad de la empresa es sostenible en varias dimensiones: gobierno, ética, indicadores del desempeño económico, social y medioambiental.
Usuarios	<ul style="list-style-type: none"> • Principales: <ul style="list-style-type: none"> ✓ accionistas ✓ prestamistas • Otros: proveedores, clientes, organismos públicos, trabajadores, analistas financieros, etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Todos los grupos de interés (stakeholders) vinculados a la organización.
Fuente: elaboración propia, a partir de IASB 2015, 23; FASB 2010 ²⁶ , OB4, 12 y 20; FRC 2014, 8; GRI 2015, 16-17.		

Por su parte, la guía canadiense no incide tanto en los aspectos de RSC, si bien menciona expresamente a los empleados entre los recursos no financieros básicos que han de considerarse en la elaboración del análisis, e incluye entre los indicadores clave los de naturaleza medioambiental y social²⁷. En el caso de la SEC estadounidense las variables de RSC no se mencionan ni en la regulación del IG ni en su guía interpretativa.

²⁶ FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), *Conceptual Framework*, Statement of Financial Accounting Concepts 8, 2010.

²⁷ CPA 2014, 21 y 33.

En resumen, la referencia a determinados stakeholders y la revelación de las políticas sobre RSC en el IG debe depender de su relevancia sobre el valor y evolución de cada entidad concreta. Aunque en la UE el *estado no financiero* es ya obligatorio para las grandes empresas -otorgando así el regulador europeo singular importancia a los asuntos medioambientales y sociales- la información de esta naturaleza en el IG no puede sustituir a los informes específicos o memorias de RSC, dirigidos a los stakeholders²⁸.

III. OBJETIVOS, PRINCIPIOS Y CARACTERÍSTICAS CUALITATIVAS PARA LA ELABORACIÓN DEL IG

3.1. *Objetivos*

La SEC²⁹ reconoce las limitaciones de los estados financieros a la hora de facilitar a los usuarios la toma de decisiones de inversión y asigna al IG que los acompaña la consecución de tres objetivos³⁰:

- Proporcionar una explicación narrativa de los estados financieros de la sociedad que permita a los inversores contemplar la entidad desde el punto de vista de los gestores.
- Mejorar el conjunto de la información financiera, explicando el contexto en el cual debe ser analizada dicha información.
- Ofrecer información sobre la calidad y potencial variabilidad de los beneficios y flujos de caja, de forma que los accionistas puedan averiguar la probabilidad de que la gestión pasada sea indicativa de la gestión futura.

Al igual que la SEC, el IASB concibe el IG como una explicación complementaria a los estados financieros en la que los administradores contextualizan dichos estados e indican no solo qué ha sucedido con la posición y resultados de la entidad, sino las implicaciones o tendencias que prevén³¹. Las guías subrayan dos aspectos singulares del IG:

²⁸ CA 2009, 17; CPA 2014, 3; CNMV 2013, 18 y 22; FRC 2014, 3 y 16.

²⁹ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Interpretation: Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures*, may (release n° 6835; 54 FR 22427), 1989, III.A.

³⁰ SEC 2003, I.B.

³¹ IASB 2010, 9-11 y BC 26; IASB 2005, 19.

- primero, su *enfoque prospectivo*, puesto que está destinado a satisfacer las expectativas de los usuarios con relación a la gestión prevista.
- segundo, el *enfoque estratégico*, ya que debe permitir a los accionistas valorar las estrategias de la compañía y el éxito potencial de las mismas.

La última versión de la guía británica sobre el IG ha reforzado el enfoque estratégico del informe, al especificar que entre sus objetivos principales se encuentra dar a conocer el *modelo de negocio, su estrategia y objetivos*³².

3.2. Principios

Los principios generales que sustentan la elaboración del IG han sido objeto de estudio y desarrollo en las diferentes guías. Hemos identificado los siguientes:

3.2.1. Carácter complementario respecto a los estados financieros

El IG no existe aisladamente, sino complementando a los estados financieros con los que compone el informe anual, por lo cual debe³³:

- Explicar las cantidades presentadas en los estados financieros y los sucesos y condiciones que han influido en la posición financiera y los resultados (valor explicativo).
- Incluir información adicional contextual, interna y externa, cuantitativa y cualitativa (valor informativo).
- Comunicar las previsiones, objetivos y expectativas de los gestores, sobre las futuras consecuencias de los sucesos pasados (valor predictivo).

3.2.2. Análisis desde el punto de vista de la dirección

Los gestores ostentan una posición privilegiada en orden a proporcionar información al mercado. Pueden hacer más útil la información, identificando operaciones concretas, sucesos y circunstancias cuyos efectos hayan afectado o puedan afectar en el futuro a la empresa³⁴.

³² FRC 2014, 8 y 10.

³³ FRC 2014, 14; IASB 2005, 8; IASB 2010, 16; CPA 2014, 10; CNMV 2013, 19.

³⁴ FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), *Concept Statement 1: Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, 1978, 50 y 53.

Las guías establecen los principios y los contenidos generales que se pueden discutir en el IG, pero son los administradores quienes tendrán que decidir qué información deben incluir en el informe, incluyendo información interna que se presenta en las reuniones del Consejo³⁵. En consecuencia, el IG contribuye a alinear la información interna con la información externa que se ofrece a los inversores³⁶.

Todas las guías sostienen que el IG debe proporcionar un análisis desde el punto de vista de los gestores³⁷ y lo conciben como una herramienta para mostrar *cómo la empresa crea valor* y cómo planea seguir haciéndolo. Por ello entre sus contenidos, (v. apartado cuarto) se encuentran: el modelo de negocio, las estrategias que los gestores han seguido para lograr sus objetivos y el análisis de los recursos, riesgos y relaciones o factores clave, que permitirán a la empresa generar valor en el futuro.

3.2.3. Orientación prospectiva

Uno de los principales objetivos del IG es dar a conocer a los inversores la evolución prevista de la compañía, por lo que casi todos los informes contienen información prospectiva³⁸. Las guías requieren que el IG constituya un *análisis prospectivo* en el que los gestores, a partir de toda la información histórica, financiera y no financiera³⁹:

- identifiquen las *tendencias, factores, oportunidades y riesgos relevantes* para la valoración de la gestión realizada (posición financiera y rendimiento pasado) y futura (evolución previsible y resultados previstos). Dichos factores son aquellos que explican la evolución, calidad y variabilidad previsible de los resultados y de los flujos de caja, y
- comuniquen el *progreso alcanzado en los objetivos* del negocio a largo plazo.

De este modo, los inversores pueden anticipar la probabilidad de que la gestión realizada sea indicativa de la gestión futura. La manera generalizada

³⁵ DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY (DTI), UNITED KINGDOM, *The Operating and Financial Review. Practical Guidance for Directors*, may 2004, p. 8 y 15.

³⁶ CPA 2014, 9; IASB 2005, A15.

³⁷ CNMV 2013, 26; SEC, 2003, I.B; CPA 2014, 9; IASB 2010, 15.

³⁸ Concluye un estudio realizado sobre los informes de gestión de 2014 y 2015 de empresas cotizadas en el FTSE 350, por el FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC): *Clear & Concise. Developments in narrative reporting*, 2015.

³⁹ CPA 2014, 13; CNMV 2013, 18 y 20; FRC 2014, 3- 4 y 14; IASB 2010, 13 y BC27; SEC 2003, III.B.4.

de presentar el análisis consiste en explicar la evolución pasada y prevista de cada contenido del IG: objetivos, recursos, riesgos, relaciones, liquidez, resultados, etc.

Los *objetivos y resultados previstos* deben explicarse en el contexto estratégico a largo plazo y, en el caso de que se cuantifiquen, indicarse su variabilidad, para lo que se pueden utilizar intervalos o rangos que comuniquen el riesgo o elasticidad de los números. Es frecuente que las guías requieran información sobre las *políticas o decisiones estratégicas y tácticas*, como la introducción de nuevos productos y procesos o su expansión hacia nuevos mercados, así como el análisis de las inversiones previstas, en especial el esfuerzo en I+D, incluyendo su detalle por segmentos o proyectos, su contribución en las actividades del negocio y su financiación⁴⁰.

En la exposición de los *resultados*, los directores deben expresar sus expectativas, tanto *positivas como negativas*. Dado su carácter confidencial, las guías *no exigen cuantificar* los resultados, objetivos o indicadores previstos. Se trata de explicar las tendencias, factores e incertidumbres relevantes para el futuro de la compañía, sin anticipar necesariamente las previsiones de los resultados que provocarán tales incertidumbres⁴¹.

No obstante es recomendable la cuantificación de los objetivos o resultados *financieros y no financieros*. Para garantizar su fiabilidad, los gestores deben explicar la metodología empleada para calcularlos (*modelos de previsión*). Al identificar los factores, riesgos o incertidumbres que inciden en la variabilidad de los resultados, deben valorar también el impacto potencial de cambios significativos en las *hipótesis asumidas* utilizando intervalos de estimaciones posibles. Si finalmente se materializa un suceso probable o si las hipótesis en que se basa la información prospectiva son desechadas, las *previsiones realizadas y los resultados obtenidos diferirán*. Esta circunstancia ha de comunicarse, con la justificación de las desviaciones producidas⁴².

El IG puede, al exponer asuntos significativos para el futuro de la entidad, comprometer la confidencialidad del negocio. Establecer legalmente cláusulas de protección o cautela (*safe harbour provisions*) sobre la información prospectiva es la solución que adoptan los legisladores y aconsejan las guías⁴³. Dichas cláusulas eliminan la responsabilidad legal de quienes las emplean, bajo la presunción de buena fe. Este sistema de cláusulas fue creado por la SEC en

⁴⁰ CPA 2014, 30; FRC 2014, 27; CNMV 2013, 39 y 47-48.

⁴¹ CNMV 2013, 24; FRC 2014, 17; IASB 2010, 18, BC38 y BC40.

⁴² CPA 2014, 31; CNMV 2013, 27 y 47; IASB, 2010: 18-19, 36 y BC39.

⁴³ IASB 2010, BC16; FRC 2014, 12.

1979 para proteger las estimaciones del MD&A⁴⁴ estadounidense y otorgar mayor importancia a la relevancia de la información que a la pérdida potencial de fiabilidad⁴⁵. A pesar de la existencia de estas cláusulas los riesgos legales limitan el potencial comunicativo del informe⁴⁶. Puesto que por su naturaleza no puede ser verificada objetivamente, la información prospectiva debe ser previamente *separada* de la información auditable, identificarse expresamente y con claridad y emplear un lenguaje específico que alerte a los usuarios sobre la incertidumbre propia de las previsiones⁴⁷.

3.3. Características cualitativas

Tradicionalmente, las guías para la elaboración del IG han procurado señalar aquellas características cualitativas propias del marco conceptual de la información financiera que el IG debe cumplir, normalmente asociadas a la relevancia, como claridad, comparabilidad, carácter completo y materialidad⁴⁸. Pero hasta 2005, con la emisión de la primera versión de la guía del IASB⁴⁹, no se revisa exhaustivamente la aplicabilidad de todas las características cualitativas al IG. Esta discusión era necesaria por cuanto se cuestionaba si las características asociadas a la fiabilidad, objetividad y la verificabilidad fundamentalmente, podían atribuirse al IG, dada la naturaleza voluntaria y subjetiva de las informaciones que contiene.

El marco conceptual elaborado conjuntamente por el IASB y FASB en 2010 reconoce que el IG forma parte de la información financiera y lo ubica dentro de su alcance⁵⁰. Por ello, el IASB en la versión definitiva de la guía sobre el IG, admite que le son aplicables las características cualitativas de la información financiera, y, congruentemente, omite la discusión de la aplicación de las características cualitativas al IG, remitiendo al usuario al marco conceptual de la información financiera. Resumimos a continuación las conclusiones de aquel debate, por su interés para la correcta preparación del IG, dado que, según las guías, el informe debe estar fundamentado en principios antes que en contenidos.

⁴⁴ Las cláusulas safe-harbour protegen a los emisores en relación con la información prospectiva del MD&A, si tal información tiene una base razonable y se elabora de buena fe, SEC 1982, o.c., Instructions to paragraph a. 7.

⁴⁵ SCHROEDER, R. G., CLARK, M. W., y CATHEY, J. M., *Financial Accounting Theory and Analysis. Text readings and cases*, Wiley, NJ 2005, p. 551.

⁴⁶ TARCA, A., STREET, D. L., y AERTS, W. "Factors Affecting MD&A Disclosures by SEC Registrants: views of practitioners", *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 20 (1), p. 53.

⁴⁷ IASB 2010, BC38; CA, o.c., 44-45.

⁴⁸ SEC 2003, III. B; ASB o.c. 16-25; CICA, o.c., 23-29; CA, o.c., 21-28.

⁴⁹ IASB 2005, 58-95.

⁵⁰ FASB 2010, o.c., BC1.4. y QC3.

3.3.1. Características asociadas a la relevancia

Una información es relevante si tiene la capacidad de condicionar o influir en la toma de decisiones de inversión, es decir, si ayuda a los usuarios a evaluar los efectos potenciales de transacciones pasadas, presentes o futuras o de otros sucesos, sobre los futuros flujos de efectivo esperados (valor predictivo), o a confirmar evaluaciones hechas en el pasado (valor confirmatorio)⁵¹.

El valor predictivo de la información financiera reside en que se puede utilizar como un input de un proceso predictivo; no en que constituya en sí misma una predicción: “la información sobre la posición financiera de una empresa en un periodo pasado suele utilizarse, junto con otra información, para predecir la posición futura y otras variables como los dividendos, intereses y salarios, así como la capacidad de la empresa de cumplir con sus compromisos financieros”⁵². Pues bien, este valor que se atribuye a la información financiera como base de procesos predictivos en los que se utiliza “otra información” adicional, es característico del IG porque posee *valor predictivo intrínseco*.

Las guías suelen hacer referencia a otro concepto asociado a la relevancia: la *materialidad*. La información financiera de una entidad es material cuando su omisión puede influir en las decisiones de los usuarios basadas en dicha información⁵³. La materialidad se traduce, en el caso del IG, en que los gestores seleccionen los factores o variables determinantes, según su importancia, para la marcha de su negocio, y en que eviten formularios estándar para rellenar el informe.

Carácter completo

El IG debe ser un informe completo y coherente, capaz de ser entendido por sí mismo sin necesidad de recurrir a otros informes. Que la información que ofrece el IG sea completa, significa que los gestores comuniquen aquellos asuntos relevantes para la entidad, ofreciendo información cuantitativa y cualitativa; financiera y no financiera. Deben proporcionar toda la información que necesitan los usuarios para valorar el desarrollo del negocio pasado y

⁵¹ El IASB y el FASB emplean la expresión “marcar la diferencia”, “make a difference” o “be capable of making a difference” para definir la relevancia de la información financiera, IASB, *Conceptual Framework for Financial Reporting*, Exposure Draft (ED/2015/3) 2015, 8 y 28; FASB 2010, o.c., QC6-7.

⁵² FASB, *Preliminary views: Conceptual Framework for Financial Reporting: Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-Useful Financial Reporting Information*, Financial Accounting Series (n° 1260-001, July 6), 2006, QC10.

⁵³ IASB 2015, o.c., 28; FASB 2010, o.c., QC11.

previsible, considerando los riesgos y oportunidades que afronta. Para evitar duplicidades informativas, la mayoría de las guías recomiendan el uso de referencias cruzadas entre el IG y otras secciones del informe anual u otros informes⁵⁴.

Comprensibilidad

Dado su carácter abierto, es preciso evitar en el IG explicaciones demasiado prolijas y datos innecesarios que disminuyan su utilidad para la toma de decisiones. Aunque el formato del IG variará de una entidad a otra dependiendo de la naturaleza del negocio, las guías recomiendan⁵⁵:

- El uso de un lenguaje *claro, conciso y directo*, evitando el lenguaje técnico, así como el publicitario.
- Combinar adecuadamente el uso de explicaciones narrativas y de *gráficos, tablas y diagramas* en la información cuantitativa.
- *No sobrecargar* el informe con datos y explicaciones irrelevantes.
- Emplear un sumario o prefacio donde se señalen el contexto y negocio de la entidad, así como titulares que dirijan la atención a los principales asuntos del informe.

Comparabilidad en el tiempo y entre empresas

En el proceso de toma de decisiones de inversión alternativas, la utilidad de la información financiera de una entidad mejora notablemente si puede ser comparada con la información de otras compañías y con información semejante de la misma entidad correspondiente a algunos periodos anteriores⁵⁶. En relación con el IG, la información que ofrezca debe ser suficiente para permitir la *comparabilidad en el tiempo*, que se consigue mediante⁵⁷:

- La identificación de las principales *tendencias y factores que afectan a la evolución* de la empresa a lo largo del tiempo, no sólo respecto al ejercicio anterior.

⁵⁴ A favor, CNMV 2013, 135 y FRC 2014, 29; en contra, CPA 2014, 10.

⁵⁵ IASB 2010, 21-22; FRC 2014, 17-18; SEC 2003, III.A; CA, o.c., 8, 26, 28 y 31; CPA 2014, 15 y 18; CNMV 2013, 26 y 27.

⁵⁶ FASB 2010, o.c, QC20; IASB, 2015, o.c, 31.

⁵⁷ CPA 2014, 16; FRC 2014, 19; CNMV 2013, 21, 27 y 33; IASB 2010, 8 y 15.

- La elección por parte de los gestores del *número de periodos* apropiado para establecer comparaciones en el *análisis financiero de tendencia* del IG, que dependerá de la actividad, los objetivos, del ciclo de vida de los proyectos de la empresa o del periodo de maduración⁵⁸. La SEC recomienda que el análisis cubra tres ejercicios, e incluso cinco, si la tendencia es relevante, utilizando comparaciones de un año a otro, u otras que mejoren la comprensibilidad⁵⁹.
- La *consistencia* en términos de *metodología, formato* de presentación y *contenidos* (objetivos y estrategias) de cada periodo respecto al periodo anterior, justificándose aquellos cambios que deterioren la comparabilidad.
- La exposición de la *definición y método de cálculo* de los *indicadores*, en especial de las medidas no oficiales o pro-forma.

La elaboración de guías normalizadoras tiene la misión de permitir la *comparación entre informes de empresas*, al menos de las pertenecientes al mismo sector. No obstante, presenta serias dificultades porque el IG está diseñado para que los gestores expresen sus perspectivas particulares y las circunstancias de su empresa⁶⁰. La opción más extendida es normalizar los requisitos formales mínimos de la información voluntaria⁶¹ como punto de partida para innovar a través del desarrollo de indicadores originales, o de cualquier otra información complementaria que los directores presenten.

3.3.2. Características asociadas a la fiabilidad

La información financiera representa actividades económicas que frecuentemente tienen lugar en condiciones de incertidumbre, por lo que buena parte de dicha información está basada en estimaciones y modelos que incorporan juicios de los gestores⁶². La fiabilidad requiere que se describan claramente la naturaleza y limitaciones de los procesos de estimación y que la información

⁵⁸ INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (ICAEW), *Preparing an Operating and Financial Review. Interim process guidance for UK directors*, 2003, p. 8; DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY, UNITED KINGDOM (DTI), *The Operating and Financial Review. Practical Guidance for Directors*, may, 2004, p. 12.

⁵⁹ SEC 1982, o.c., Item 303: Instructions par.a.1

⁶⁰ IASB 2005, o.c., 83; ASB 2006, o.c., 22-23.

⁶¹ A favor, ARGÜELLES MONTES, R., "Información más allá de las cuentas anuales: del Informe de gestión al Management Commentary", *Partida Doble*, (2007) n° 184, p. 60 y BROMWICH, M., "Director's Report to Shareholders: the UK Model", *AECA*, (2005) n° 72, p. 20.

⁶² FASB 2010, o.c., OB11.

sea neutral y esté libre de errores⁶³. Estas consideraciones son especialmente apropiadas en el caso del IG porque contiene información subjetiva, prospectiva y sobre riesgos.

Neutralidad

La información financiera no es neutral si mediante su selección o presentación incita a los usuarios a hacer determinados juicios o a tomar determinadas decisiones en una dirección particular o con la finalidad de lograr un resultado predeterminado. La neutralidad se apoya en el principio de prudencia a la hora de realizar juicios en condiciones de incertidumbre⁶⁴.

Para ser fiable el IG debe comunicar una visión equilibrada de las circunstancias y tendencias del negocio, incluyendo no sólo un relato de los éxitos, sino también de las metas que no se han podido alcanzar. Asimismo debe estar libre de exageraciones y evitar el lenguaje publicitario⁶⁵. Los gestores deben distinguir los hechos de sus opiniones personales y ser objetivos al exponer los planes, previsiones y sus consecuencias, particularmente en el caso de la información prospectiva⁶⁶. Henderson⁶⁷ incide en la neutralidad del informe:

“A largo plazo, las compañías que informan sobre los aspectos positivos y negativos ganan más la confianza que las que no lo hacen. Los nuevos productos y servicios no deben anunciarse de manera sensacionalista, puesto que lleva muchos años el convertirlos en beneficios...”

Pese a que algunos miembros del grupo de trabajo que elaboró el segundo borrador de la guía sobre el IG del IASB, opinaron que, por definición, este documento es la expresión subjetiva de los gestores sobre la marcha de la entidad, y que, por tanto, no puede satisfacer la condición de neutralidad, en la versión final de la guía se admite que el IG en su conjunto puede satisfacer dicha condición⁶⁸, siempre que se prepare con arreglo a las cautelas que exponen a lo largo de este apartado 3.3., relativas a las características cualitativas.

⁶³ FASB 2010, o.c., QC15 y 17.

⁶⁴ IASB 2015, o.c., 29.

⁶⁵ CPA 2014, 11.

⁶⁶ SEC 2003, III.B.1; IASB 2010, 9; FRC 2014, 17; CNMV 2013, 26; CPA 2014, 13.

⁶⁷ HENDERSON, B., “A no-bull market”, *Financial Management*, december 2004-january 2005, p. 29.

⁶⁸ IASB 2009, o.c., AV3; IASB 2010, BC43.

Verificabilidad

Las informaciones prospectivas son especialmente útiles, pero no pueden verificarse al mismo nivel que la información histórica hasta un momento futuro⁶⁹. La verificabilidad supone que observadores independientes podrían alcanzar consenso sobre la fiabilidad de la información examinada. Por ello las guías requieren que en el IG:

- Se indique el estándar seguido⁷⁰ y su nivel de cumplimiento -total o parcial-.
- Se identifiquen las áreas informativas sujetas a incertidumbre y se expliquen las *hipótesis asumidas en las estimaciones y los métodos subyacentes de elaboración*, especialmente en el caso de la información prospectiva⁷¹.
- Cuando sea relevante, se aporten las fuentes de información (p.e. planes de negocio, estrategias y análisis del riesgo) y se explique cómo una tendencia o factor está documentado⁷².
- Se cumplan determinadas reglas en la presentación de los indicadores del análisis y en la elaboración de la información prospectiva y sobre riesgos.

Las guías recomiendan que el proceso de elaboración del IG se formalice por parte el Consejo de Administración y se verifique por el Comité de Auditoría. Éste se pronunciará sobre la idoneidad de los sistemas de información, procedimientos y controles de la información internamente usada y sobre la consistencia del IG en relación con la información interna presentada al Consejo⁷³.

IV. CONTENIDOS

En este apartado identificamos los elementos de contenido comunes a las diferentes guías para la elaboración del IG. Como se aprecia en el Cuadro 3, las áreas de contenido que se atribuyen al informe no siempre coinciden, pero presentan evidentes similitudes. En todo caso, los elementos que conforman el IG se encuentran interrelacionadas, por lo que no deben contemplarse aisladamente⁷⁴.

⁶⁹ FASB 2010, o.c., QC26-28 y BC3.36.

⁷⁰ IASB 2010, BC21; CNMV 2013, 5.

⁷¹ IASB 2010, 18; CPA 2014, 12, 13, 16 y 30; CNMV 2014, 27.

⁷² FRC 2014, 22.

⁷³ CPA 2014, 42-43; CNMV 2013, 8.

⁷⁴ FRC 2014, 20; IASB 2010, 12; CPA 2014, 18.

Cuadro 3. Contenidos del Informe de gestión en las guías internacionales				
IASB (2010)	FRC (2014)	CNMV (2013)	SEC (2003)	CPA (2014)
Naturaleza del negocio	Estrategia y Objetivos	Situación de la entidad	Negocio, factores e indicadores clave	Negocios principales
Objetivos y estrategias	Modelo de negocio	Evolución y resultado del negocio	Liquidez y recursos financieros	Objetivos y estrategias
Recursos, riesgos y relaciones	Tendencias y factores	Indicadores financieros y no financieros : medio ambiente y personal	Resultados de las operaciones.	Recursos riesgos y relaciones
Resultados e información prospectiva	Principales riesgos e incertidumbres	Liquidez y recursos de capital	Acuerdos fuera de balance.	Resultados e información prospectiva
Indicadores de la gestión	Asuntos medioambientales, Sociales, laborales y derechos humanos.	Principales riesgos e incertidumbres	Obligaciones contractuales	Indicadores clave
	Análisis de la gestión y situación	Circunstancias importantes ocurridas tras el cierre	Estimaciones contables críticas	
	Indicadores clave	Evolución previsible de la entidad I+D+i Acciones propias		
		Otra información relevante		

Fuente: elaboración propia.

A lo largo de su exposición, las guías solicitan continuamente información en el IG por segmentos, no solo al explicar la estructura o las actividades del negocio, sino durante todo en el análisis. La segmentación ha de ser consistente con la que presentan los estados financieros⁷⁵.

⁷⁵ CNMV 2013, 31 y 33; FRC 2014, 27; CPA 2014, 18 y 19; SEC, 2003: III.A y B.1; IASB 2010, 23 y BC46.

4.1. *Naturaleza del negocio*

A modo de introducción el informe suele comenzar con una explicación de las actividades que realiza la empresa, es decir su *modelo de negocio*. Los gestores comentan el contexto interno y externo donde opera, señalando las principales tendencias, factores y riesgos sobre los que se centran para evaluar la situación financiera y resultados de la empresa. El contexto debe incluir explicaciones sobre⁷⁶:

- La entidad, la naturaleza de su negocio o modelo económico, es decir, la forma de crear valor, su estructura y actividades: segmentos, líneas o unidades de negocio, localización de las operaciones, principales productos o servicios, clientes, proveedores, procesos de negocio y métodos de distribución.
- El entorno externo: los factores económicos, legales, y sociales relevantes para la compañía. El IG explicará asuntos como: el sector, sus principales mercados y su posición competitiva (cuota de mercado, competidores etc.). La descripción del entorno debe acompañarse de una valoración de los gestores sobre cómo han afectado los cambios de su entorno a la situación y desarrollo del negocio. Deben comentarse las principales amenazas, riesgos y oportunidades a los que se enfrenta, a corto y a largo plazo.

4.2. *Estrategia y objetivos*

El IG debe incluir una descripción de la estrategia de la entidad y de los principales objetivos que pretende alcanzar, expresados en términos financieros o no financieros, cualitativos o cuantitativos⁷⁷. La guía canadiense ahonda en la importancia que tiene el comunicar a los accionistas la dirección estratégica y los objetivos a largo, medio y corto plazo, revelando, en concreto, estrategias como el mantenimiento o ampliación de la capacidad productiva, las prácticas de outsourcing y las relaciones de negocios estratégicas, las adquisiciones y enajenaciones de inversiones y sus implicaciones financieras, la estrategia financiera (estructura financiera óptima, objetivos de endeudamiento y estrategias de cobertura), el desarrollo de nuevos productos e I+D, acuerdos de distribución, publicidad, etc.⁷⁸

⁷⁶ SEC 2003, III.A; FRC 2014, 20-24; IASB 2010, 26; CPA 2014, 18-19; CNMV 2013, 20 y 30-31.

⁷⁷ CPA 2014, 5; FRC 2014, 20-21; IASB 2010, 27-28; CNMV 2013, 20.

⁷⁸ CPA 2014, 19-20.

4.3. Factores e indicadores clave: recursos, riesgos y relaciones

El término *Key Performance Drivers* (KPD) o *factores clave* procede del cuadro de mando integral, herramienta de la contabilidad de gestión diseñada para medir la estrategia. Los factores clave son aquellas actividades, competencias o cualidades cuya gestión y resultados favorables son esenciales para el éxito de la empresa o sus principales segmentos, porque permiten alcanzar sus objetivos estratégicos. Se pueden definir como ventajas competitivas y se cuantifican mediante indicadores⁷⁹. Para comprender la evolución y situación del negocio, el IG debe incluir los principales factores, es decir, los recursos, relaciones y riesgos que condicionan la marcha del negocio⁸⁰.

Las guías recomiendan el uso de los indicadores clave (*Key Performance Indicators*, KPI's) financieros y no financieros que utilizan los directores internamente medir el avance de sus objetivos, teniendo en cuenta que debe proporcionarse la información necesaria para comprender el significado de cada indicador, según el siguiente esquema⁸¹:

- definición del indicador, método de cálculo e hipótesis e incertidumbres asumidas,
- objetivo o variable a medir y su finalidad,
- fuente u origen de los datos,
- resultado o cantidad esperada,
- datos del año o años anteriores y datos esperados en el futuro, y
- cambios en el indicador (en la definición, métodos usados, etc.).

Si se usan medidas que se derivan de los estados financieros, se deben explicar sus componentes y los ajustes por elementos no recurrentes que se hayan realizado sobre dichas medidas, y se deben conciliar con las cantidades correspondientes en dichos estados; si se usan medidas alternativas basadas en el control interno del valor de la empresa, deben definirse claramente, mostrarse la metodología empleada (método de cálculo e hipótesis subyacentes) y justificarse su relevancia en relación con la estrategia y situación financiera⁸².

⁷⁹ ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA), *Indicadores para la gestión empresarial*, documento 17, Contabilidad de Gestión, 2002, pp.31-33.

⁸⁰ IASB 2010, 29; FRC 2014, 22; CPA 2014, 21.

⁸¹ ASB 2006, o.c., 76; IASB 2010, 37-40; FRC 2014, 27-28; CNMV, 2013: 33-34.

⁸² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Interpretation: Commission Guidance on presentation of liquidity and capital resources disclosures in Management's Discussion and Analysis* (release nº 33-9144; 34-62934; FR-83), 2010, II.B.

Recursos

El IG debe incluir información sobre las principales fortalezas de la entidad, en términos de recursos *financieros* y *no financieros*. El análisis de los *recursos financieros* incluye el de las inversiones, fuentes de financiación, liquidez y acuerdos fuera balance (v. apartado 4.4). Las guías se refieren a los *recursos no financieros* como aquellos elementos no reflejados en los estados financieros por incumplir los criterios contables de reconocimiento, que son críticos para el éxito del negocio, por ejemplo: programas informáticos, sitios web y bases de datos desarrollados internamente, derechos de propiedad intelectual, capital humano, procesos, sistemas y redes de distribución, derechos sobre recursos naturales, reputación, posición en el mercado, inversiones previstas en I+D, sistemas y procesos operativos nuevos, capacidad de liderazgo, etc. En el IG se pueden comentar las diferencias respecto al sector de pertenencia y los planes de los gestores para aprovechar esos recursos o solucionar sus deficiencias en el contexto del desarrollo esperado de la entidad⁸³. Se recomienda el uso de indicadores clave en la medida de lo posible.

Riesgos

Aparte de los requisitos informativos en las cuentas anuales que regula la normativa contable sobre los riesgos financieros, las guías recomiendan que el IG informe sobre cualquier otro tipo de riesgo clave (operativo, legal, medioambiental, político, etc.) describiendo⁸⁴:

- Los *principales* riesgos o riesgos materiales para la estrategia.
- Los planes, estrategias y *políticas para gestionarlos*.
- La probabilidad e *impacto* potencial de los mismos sobre los estados financieros: variabilidad de los resultados y flujos de caja.
- La *eficacia* de las estrategias de la gestión del riesgo: procedimientos y sistemas utilizados.

La guía canadiense incide en que el análisis sea objetivo y neutral: la descripción de los riesgos e incertidumbres debe cubrir tanto las consecuencias negativas como las oportunidades potenciales (*downside and opportunities*).

⁸³ FRC 2014, 26-27; CPA 2009, 21-22; CNMV 2013, 22.

⁸⁴ IASB 2010, 31; CPA 2014, 23-24; FRC 2014, 22-23; CNMV 2013, 41-46.

Dicho análisis debe integrarse con todos los contenidos del IG⁸⁵. El CA canadiense emitió en 2008 una guía específica de información sobre riesgos en el IG, que añadió recomendaciones adicionales a la guía general, entre ellas⁸⁶:

- Explicar para cada riesgo: su naturaleza, la probabilidad de que se materialice y su impacto potencial sobre la situación financiera, flujos de caja y resultados. Para ello, son útiles los análisis de sensibilidad acompañados de una explicación de las hipótesis asumidas.
- Al identificar los riesgos, revisar los estados financieros, la información sobre riesgos requerida por el regulador de los mercados, así como otras fuentes internas o externas: planes estratégicos y actas manejadas por el Consejo de Administración, informes de los sistemas de gestión del riesgo implementados, informes de los competidores, analistas, etc.
- Actualizar en el IG periódico o intermedio la información sobre riesgos previamente discutida en el informe anual.
- Aunque el informe debe señalar los riesgos específicos de la entidad, es conveniente señalar los riesgos comunes al sector, siempre que sean materiales.

Relaciones

En la medida en que pueden afectar al valor de la entidad, las relaciones con cualquier parte interesada o stakeholder constituyen un contenido relevante del IG. Las alianzas estratégicas, las relaciones de outsourcing, los contratos que garantizan la cadena de suministro o los negocios conjuntos que sean significativos para la compañía, son ejemplos de relaciones clave susceptibles de figurar en el IG, donde se comentará en relación con los mismos: su naturaleza, su magnitud o capacidad operativa, estratégica y financiera para la empresa, el grado de implicación del Consejo en la relación, si se trata de partes vinculadas y la dependencia económica de tales relaciones⁸⁷. En particular, deben discutirse los *acuerdos fuera de balance*, su naturaleza e impacto previsible, por ejemplo, obligaciones de contratos de garantía o financieros a tipo de interés variable y coberturas⁸⁸.

⁸⁵ CPA 2014, 24-25.

⁸⁶ CHARTERED ACCOUNTANTS OF CANADA (CA), *Building a better MD&A. Risk Disclosure*, 2008, pp. 6-10.

⁸⁷ IASB 2010, 24, 29 y 33; CPA 2014, 23; SEC 2002a: II.C

⁸⁸ CPA, 2014: 5 y 22; CNMV, 2013: 38 y 42.

La legislación norteamericana vigente exige que se discutan en una sección separada los acuerdos fuera de balance que tengan o puedan probablemente tener en el futuro un efecto material sobre la situación financiera, resultados o liquidez, sin reiterar la información que ya contengan las notas, y referenciado el IG a las mismas para obtener información detallada. La norma requiere abundante información sobre tales acuerdos: su naturaleza y objetivo, su importancia en relación con la liquidez, recursos financieros, disminución del riesgo de mercado o de crédito u otros beneficios, el importe de los gastos, ingresos y flujos de efectivo, valores emitidos, intereses o cualesquiera pasivos incurridos (pasivos contingentes incluidos) o en los que se pueda incurrir derivados de los acuerdos y cualquier suceso que pueda provocar la terminación del acuerdo, o una reducción sustancial de su capacidad⁸⁹.

Adicionalmente, en desarrollo de esta norma, un pronunciamiento anterior a la guía estadounidense sobre el IG detalla la información sobre *acuerdos fuera de balance* a divulgar⁹⁰. Según este pronunciamiento, debe describirse claramente hasta qué punto la entidad depende de acuerdos con empresas no consolidadas, en particular con entidades de propósito especial que le presten financiación, servicios de leasing, de I+D, o de cobertura de riesgos; o en general, siempre que los acuerdos conlleven obligaciones no reflejadas en los estados financieros. Asimismo, se determinan los requisitos informativos que deberían mostrarse: las actividades u objetivos de los negocios, el fondo económico del acuerdo, los términos clave y condiciones, relación inicial, la evolución del negocio y la exposición de los riesgos potenciales asociados a los acuerdos.

Por último cabe mencionar la información sobre los aspectos medioambientales y sociales: cuestiones relativas al personal, derechos humanos y lucha contra la corrupción y el soborno, por su capacidad para constituirse en relaciones clave para la empresa. Su revelación es obligatoria según la normativa comunitaria ya comentada en el apartado II. Por ello, las guías británica y española establecen que el IG debe explicar: los objetivos y políticas medioambientales y laborales, los planes y sistemas de gestión y certificación, los recursos disponibles para hacer frente a dichas políticas y sistemas, y las políticas de gestión de los riesgos medioambientales y sociales, su impacto potencial y las acciones emprendidas de prevención o gestión⁹¹.

⁸⁹ SEC 1982, o.c., Item 303: Instructions par.a.5.

⁹⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Commission Statement about Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, January (release n° 33-8056; 34-45321; FR-61), 2002, II.A.2.

⁹¹ FRC 2014, 25-26; CNMV 2013, 34-37.

4.4. *Análisis financiero*

Conectado con la explicación sobre el modelo de negocio, la estrategia y objetivos, el IG debe ofrecer un análisis financiero que explique las causas de los principales *cambios* en: los *recursos financieros*, la *liquidez* y los *resultados*.

Recursos financieros

Aunque los tres aspectos del análisis financiero se encuentran interrelacionados, suelen exponerse separadamente. En relación con el primero, el IG informará sobre⁹²:

- Las obligaciones contractuales, vencimiento de las deudas y calendario de renegociación, pasivos contingentes y otros compromisos, cambios en la estructura financiera, coste de los recursos y nivel de endeudamiento.
- Las inversiones de ampliación y mantenimiento de la capacidad productiva acordadas. El análisis de la estructura económica se puede realizar al tratar los recursos financieros o en un apartado independiente.

La SEC requiere información en formato tabular sobre todas las obligaciones contractuales del último periodo, clasificadas por categorías y vencimientos. Además, recomienda que:

- se consideren dos posibles escenarios relacionados con los instrumentos de deuda: primero, en caso de incumplimiento del contrato se explicará el impacto en la situación financiera y en la gestión, las fuentes de liquidez alternativas programadas, las actuaciones previstas para solucionarlo, etc.; segundo, en caso de que determinados contratos financieros restrinjan la capacidad de acceder a financiación adicional o a nuevas emisiones de capital, se comentarán tales restricciones⁹³.
- que se muestren en una tabla similar el conjunto de los pasivos comerciales y acuerdos de carácter contingente, clasificados según su vencimiento (líneas de crédito, garantías, obligaciones de recompra contingente, etc.)⁹⁴.

⁹² CPA 2014, 22; CNMV 2013, 39-40; FRC 2014, 26; IASB, 2010: 18, 30, 35.

⁹³ SEC 2003, IV.C.

⁹⁴ SEC 2002, o.c., II.A.3.; SEC 2010, o.c., II.C.

La guía española contiene numerosos ejemplos de formatos tabulares, entre ellos el relativo al vencimiento de obligaciones contractuales⁹⁵. Asimismo ofrece formatos tabulares específicos para todo tipo de activos, pasivos, fondos propios, ingresos y gastos diseñados para el sector bancario⁹⁶.

La guía estadounidense enfatiza la capacidad explicativa del análisis financiero, ilustrando esta idea con algunos ejemplos: acompañando a la tabla de las obligaciones contractuales, se puede explicar la finalidad de un préstamo importante y su encaje en el plan de negocio; o, en el análisis de la liquidez, si aumenta notablemente el endeudamiento por operaciones corrientes, se puede comentar el vencimiento y cantidades previstas pendientes de amortizar; o, si existen pasivos contingentes, se pueden explicar las dificultades para valorarlos, etc.⁹⁷.

Por último, cabe señalar que las guías estadounidense y canadiense hacen especial hincapié en la necesidad de que el análisis del IG complemente la información que aportan las notas sobre las *políticas y estimaciones contables* críticas. En concreto, requieren un análisis de las incertidumbres y de la sensibilidad de los resultados asociados a las *estimaciones contables aplicadas*⁹⁸ (p. e. cuantificar el impacto sobre la situación financiera ante cambios previstos en la rentabilidad de un plan de pensiones a causa de movimientos en el tipo de interés a largo plazo, estimando un campo de resultados probables).

Liquidez

El análisis de la generación de liquidez complementario al estado de flujos de efectivo es característico del IG. Este documento debe analizar cuestiones concretas que justifiquen las tendencias y cambios en la liquidez y el capital circulante y sus variaciones cíclicas, incluyendo: las fuentes de liquidez, el impacto de las operaciones de inversión y financiación-como las amortizaciones de deuda o los dividendos y otras retribuciones-, el riesgo de liquidez, la existencia de facilidades crediticias, restricciones financieras y cláusulas sobre los contratos de deuda como por ejemplo, penalizaciones por incumplimiento o cancelación anticipada, riesgo de instrumentos financieros o limitaciones a los movimientos de capital a sus filiales⁹⁹.

⁹⁵ CNMV 2014, 106. *Apéndice A Ejemplos y propuestas orientativas.*

⁹⁶ CNMV 2014, 73-80, *Apartado IV. Guía de recomendaciones específicas para el sector bancario.*

⁹⁷ SEC 2003, III.B.4.

⁹⁸ SEC 2003, V; CPA 2014, 22 y 28.

⁹⁹ CPA 2014, 22; CNMV 2013, 38-39; FRC 2014, 23 y 27; IASB 2010, 30.

En Estados Unidos el estudio de la liquidez es un aspecto sobresaliente del análisis. Para proporcionar una imagen clara de la capacidad de la empresa para cumplir sus obligaciones financieras a corto y largo plazo, se recomienda exponer, además de los aspectos mencionados anteriormente, los siguientes extremos: los elementos del balance, resultados y estado de tesorería relevantes para valorar la liquidez, una evaluación de las cantidades y certeza de los flujos de caja, los cambios esperados en los costes medios de los recursos financieros, información previsional de las fuentes y necesidades de financiación de la compañía, los acuerdos de cesión de activos con pacto de recompra que se hayan contabilizado como ventas, la gestión de carteras a corto plazo y el detalle de los préstamos a corto plazo¹⁰⁰.

Resultados actuales y previstos

El IG ofrecerá una discusión cuantitativa y cualitativa en detalle de los factores y tendencias que han incidido sobre los resultados, sobre los ingresos y gastos, a fin de indicar hasta qué punto los resultados pasados se mantendrán en el futuro. Es recomendable analizar las tendencias de los componentes de la cuenta de resultados, en particular de las operaciones continuadas y su relación con el beneficio neto, destacando, en su caso, los deterioros y las operaciones interrumpidas¹⁰¹.

Como se comentó al tratar los principios para la elaboración del IG, el carácter prospectivo del informe requiere que el análisis de los resultados se realice en términos previsionales, por lo que todas las guías exigen determinadas cautelas que garanticen la rigurosidad de la información prospectiva¹⁰². En el caso canadiense, la información prospectiva, contenida o no en el IG, se ha regulado ad hoc, y una guía específica, adicional a la guía general, interpreta la norma¹⁰³.

Algunas guías destacan la idoneidad del IG para presentar medidas no oficiales o *non-gaap*¹⁰⁴. En Estados Unidos y Canadá los reguladores de los mercados han emitido pronunciamientos interpretativos complementarios a

¹⁰⁰ SEC 2003, IV.B; SEC, 2010a, o.c., II.A; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Proposed rule. Short-term borrowings disclosure* (release n° 33-9143; 34-62932; S7-22-10) (2010b), II.A.

¹⁰¹ IASB 2010, 35; CPA 2014, 26; FRC 2014, 27; CNMV 2013, 31-33.

¹⁰² Estas cautelas o condiciones se expusieron en los apartados 3.2.3. *Orientación prospectiva y 3.3. Características cualitativas.*

¹⁰³ CSA 2007, NI 51-102, Parts 4.A, 4.B; CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA), *CFO Beyond-GAAP Briefing. Forward-Looking Information*, Toronto 2010.

¹⁰⁴ CPA 2014, 27-29; FRC 2014, 27-28; CNMV, 2013, 33-34.

las guías generales sobre el IG¹⁰⁵ que desarrollan la regulación contable de dichas medidas¹⁰⁶.

V. CONCLUSIONES

Nuestro análisis de las guías internacionales para la elaboración del informe de gestión confirma que este documento, elaborado según sus directrices, contribuye al objetivo principal de la información financiera, esto es, a mejorar la capacidad de los inversores para establecer perspectivas fundadas sobre los flujos de caja que esperan recibir. El seguimiento de los principios que establecen dichas guías conducen a que el informe posea un triple valor: *explicativo*, que se alcanza mediante la aplicación del principio de visión de los gestores o visión estratégica; *informativo*, basado en la aplicación del principio de complementariedad respecto a los estados financieros que conlleva la divulgación de datos financieros y no financieros; y *predictivo*, que se desprende del principio de orientación hacia el futuro y se traduce en aportar determinada información prospectiva.

Las guías normalizan el informe de gestión considerando su doble naturaleza mixta: por una parte, comprende información *voluntaria*, por otra, su contenido mínimo se exige legal u *obligatoriamente*; además, incluye información *subjetiva* o discrecionalmente emitida por los gestores, así como información *objetiva* o datos y análisis procedentes de los estados financieros. A la vista de los estándares estudiados, consideramos que constituyen el medio más apropiado para fomentar la divulgación de información voluntaria y prácticas innovadoras, así como para mejorar la comparabilidad de los informes, aun con las diferencias que necesariamente se produzcan por razón de la actividad y sector empresarial.

Del estudio comparado de las guías concluimos que la aplicación de las características cualitativas de la información financiera al informe de gestión requiere necesariamente exigir determinadas condiciones en la presentación de la información más sensible, prospectiva y sobre riesgos en particular, y en la de los indicadores que ofrece el análisis -p. e., especificar las áreas sujetas a

¹⁰⁵ SEC 2010a, o.c.; SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Non-GAAP Financial Measures. Questions and answers of general applicability*, 2016; CHARTERED ACCOUNTANTS OF CANADA (CA), *Improved communication with Supplementary Financial Measures*, 2013.

¹⁰⁶ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Regulation G*, 2003; CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA), *Non-GAAP financial measures*, 52-306 Staff Notice, 2016.

incertidumbre, explicar las hipótesis asumidas al hacer estimaciones, sustentar la información con los planes de negocio, estrategias o análisis del riesgo que manejan los gestores habitualmente, mostrar el método de cálculo de los indicadores, etc.-. Es preciso destacar el esfuerzo normalizador llevado a cabo por los organismos emisores de las guías en relación con dichas condiciones o cautelas.

En las últimas versiones de las guías -británica y canadiense en concreto- se ha reforzado la perspectiva estratégica del informe, al otorgar creciente importancia a la descripción del modelo de negocio y a la información sobre la estrategia y objetivos. Así, los restantes contenidos del informe -recursos, riesgos, relaciones, indicadores- quedan supeditados a su contribución a la creación de valor a largo plazo -estrategia- y corto plazo -objetivos-. Así, el análisis del informe de gestión ofrece una visión de los resultados a largo plazo, que complementa la visión cortoplacista del beneficio que reflejan los estados financieros.

Según las guías, el informe de gestión proporciona el marco que asegura la integridad y utilidad de toda la información que la compañía lanza al mercado, tanto voluntaria como obligatoria. Elaborado a partir de los estados financieros, requiere también información complementaria procedente de los sistemas de información internos: la planificación y revisiones estratégicas, el análisis presupuestario o información sobre la gestión realizada en las diferentes áreas funcionales. Desde esta óptica, el informe de gestión puede definirse como el nexo entre la información interna y externa de la empresa.

En relación con los contenidos del informe, destacan los pronunciamientos complementarios a las guías generales sobre el informe de gestión en Canadá y Estados Unidos, relativos a la liquidez, los acuerdos fuera de balance, la información prospectiva y sobre riesgos, así como a las medidas no oficiales o proforma (*non-gaap*), informaciones que requieren especial atención por su alto nivel de utilidad pero por ser al mismo tiempo susceptibles de sesgo informativo. Por su parte, las guías europeas (británica y española) destacan las relaciones clave con determinados grupos de interés (empleados, comunidad, local, derechos humanos) y la responsabilidad medioambiental, como generadores de valor de tipo estratégico.

VI. BIBLIOGRAFÍA

- ACCOUNTING STANDARDS BOARD (ASB), *Reporting Statement: Operating and Financial Review*, 2006. Disponible en: <https://www.frc.org.uk/>

Our-Work/Publications/ASB/UITF-Abstract-24-Accounting-for-start-up-costs/Reporting-Statement-Operating-and-Financial-Review.aspx.

- ARGÜELLES MONTES, R., “Información más allá de las cuentas anuales: del Informe de gestión al Management Commentary”, en *Partida Doble*, nº 184 (2007) 46-61.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA), *Indicadores para la gestión empresarial*, documento 17, Contabilidad de Gestión, 2002.
- BROMWICH, M., “Director’s Report to Shareholders: the UK Model”, en *AECA*, nº 72 (2005) 16-20.
- CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (CICA), *Management’s Discussion and Analysis: Guidance on Preparation and Disclosure*, 2002.
- CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (CICA), *Management’s Discussion and Analysis: Guidance on Preparation and Disclosure. Comprehensive revision*, 2009.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV), *Guía para la elaboración del informe de gestión de las sociedades cotizadas*, 2013. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/Guia_Gral.pdf
- CHARTERED ACCOUNTANTS OF CANADA (CA), *Building a better MD&A. Risk Disclosure*, 2008. Disponible en: <http://www.cpacanada.ca/en/business-and-accounting-resources/financial-and-non-financial-reporting/mdanda-and-other-financial-reporting/publications/building-a-better-md-risk-disclosure>
- CHARTERED ACCOUNTANTS OF CANADA (CA), *Improved communication with Supplementary Financial Measures*, Draft for comments, 2013.
- CHARTERED ACCOUNTANTS OF CANADA (CA), *CFO Beyond-GAAP Briefing. Forward-Looking Information*, Toronto 2010. Disponible en: <http://www.cica.ca/publications/list-of-publications/manual/item12824.pdf>.
- CHARTERED PROFESSIONAL ACCOUNTANTS OF CANADA (CPA), *Management’s Discussion and Analysis - Guidance on preparation*

- and disclosure*, 2014. Disponible en <https://www.cpacanada.ca/en/business-and-accounting-resources/financial-and-non-financial-reporting/mdanda-and-other-financial-reporting/publications/guidance-for-mda-preparation-and-disclosure>.
- DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY, UNITED KINGDOM (DTI), *The Operating and Financial Review. Practical Guidance for Directors*, may, 2004.
 - FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), *Concept Statement 1: Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, 1978.
 - FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), *Preliminary views: Conceptual Framework for Financial Reporting: Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-Useful Financial Reporting Information*, Financial Accounting Series (n° 1260-001, July 6), 2006.
 - FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), *Conceptual Framework. Statement of Financial Accounting Concepts 8*, 2010. Disponible en: http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1176157498129&acceptedDisclaimer=true.
 - FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC), *Guidance on the Strategic Report*, 2014. Disponible en <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/Guidance-on-the-Strategic-Report.pdf>
 - FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC), *Clear & Concise. Developments in narrative reporting*, 2015. Disponible en <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Accounting-and-Reporting-Policy/Clear-Concise-Developments-in-Narrative-Reporti.aspx>
 - GLOBAL REPORTING INITIATIVE (GRI), *Guía para la elaboración de memorias de sostenibilidad G4*, 2015. Disponible en <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Spanish-G4-Part-One.pdf>
 - HENDERSON, B., “A no-bull market”, *Financial Management*, december 2004-january 2005, pp. 28-29.
 - INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (ICAEW), *Preparing an Operating and Financial Review. Interim process guidance for UK directors*, 2003.

- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *Management Commentary*, Discussion paper, 2005. Disponible en: <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/DP05/Documents/DPManagementCommentary.pdf>
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *Management Commentary*, Exposure Draft ED/2009/6, 2009.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *Management Commentary*, IFRS Practice Statement, 2010. Disponible en <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/ManagementCommentary/IFRS-Practice-Statement/Pages/IFRS-Practice-Statement.aspx>
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), *Conceptual Framework for Financial Reporting*, Exposure Draft (ED/2015/3), 2015. Disponible en [http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual - Framework/Pages/ Conceptual-Framework-Exposure-Draft-and-Comment-letters.aspx](http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/Pages/Conceptual-Framework-Exposure-Draft-and-Comment-letters.aspx)
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), *General Principles Regarding Disclosure of Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, 2003. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD141.pdf>
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Interpretation: Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures*, may (release n° 6835; 54 FR 22427), 1989.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Commission Statement about Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, january (release n° 33-8056; 34-45321; FR-61), 2002. Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/other/33-8056.htm>
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, september (release n° 33-8350; 34-48960; FR-72), 2003. Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/interp/33-8350.htm>

- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Interpretation: Commission Guidance on presentation of liquidity and capital resources disclosures in Management's Discussion and Analysis* (release nº 33-9144; 34-62934; FR-83), 2010a. Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9144.pdf>
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), Non-GAAP Financial Measures. Questions and answers of general applicability, 2016, Disponible en <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>.
- SCHROEDER, R. G.; CLARK, M. W.; CATHEY, J. M., *Financial Accounting Theory and Analysis. Text readings and cases*, Wiley, NJ 2005.
- TARCA, A.; STREET, D. L.; AERTS, W., "Factors Affecting MD&A Disclosures by SEC Registrants: views of practitioners", en *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 20 (1) (2011) 45-59.

VII. LEGISLACIÓN

- DIRECTIVA 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2003 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.
- DIRECTIVA 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.
- 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.
- DIRECTIVA 2006/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006 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, así como de los bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros.

- 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.
- 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.
- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- COMPANIES ACT 1985, *Regulations 2005* (Statutory Instrument 2005 N° 1011, SI 2005/1011, Operating and Financial Review and Directors' Report).
- COMPANIES ACT 2006, *Regulations 2013* (Strategic Report and Director's Report).
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Regulation S-X, Item 303 MD&A of Financial Condition and Results of Operations*, 1982.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Regulation G*, 2003.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC), *Proposed rule. Short-term borrowings disclosure* (release n° 33-9143; 34-62932; S7-22-10), 2010b.
- CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA), National Instrument (NI) 51-102, *Continuous Disclosure Obligations: Management Discussion & Analysis (Form 51-102F1)*, 2004, actualizada en 2007.
- CANADIAN SECURITIES ADMINISTRATORS (CSA), *Non-GAAP financial measures*, 52-306 Staff Notice, 2016.